

FINANCIAMIENTO Y COMPETITIVIDAD. Un desafío empresario e institucional

Aldo H. Alonso

Universidad Nacional de La Plata y del Centro Provincia de Buenos Aires

Ana M. Legato

Universidad de Nacional del Centro Provincia de Buenos Aires

RESUMEN: Una línea de investigación seguida en la UNICEN y en convenio con la UNLP, centrada en variables que hacen a la competitividad de empresas radicadas en su zona de influencia y por ende, una expresión de la competitividad de la región misma, ha permitido conocer impactos de variables decisivas en el destino, éxito-fracaso de las organizaciones. Tales resultados refieren a variables controlables por parte de las propias empresas como a otras del contexto, que en términos de entornos más o menos amigables, más o menos adversos (problema *mezzo*) evidencian una fuerte incidencia en la suerte de las empresas. Cuando son PyME, enfrentan problemas comunes a todas pero con menos recursos, incluyendo éstos los de naturaleza *congnocitiva* por parte del *management* (insuficiencia en capital humano). Muy significativa (aunque no sorprendente) ha sido la comprobación de la incidencia decisiva del financiamiento cualquiera sea el segmento empresario analizado (resultado la de mayor potencial discriminante para decidir el éxito o fracaso de las organizaciones regionales). Paralelamente, la reiterada comprobación de la fuerte incidencia de variables del entorno con efectos discriminatorios para las PyME. Otro trabajo destacó la insuperable contribución del mercado en la orientación y canalización eficiente de los recursos. Con tales antecedentes sirviendo de marco, el contenido de esta presentación ofrece los resultados de un trabajo de campo sobre la decisión de financiamiento en las PyME regionales y, como resultante final de ese y anteriores trabajos, las conclusiones en forma de propuestas que se estiman funcionales al objetivo de superar algunos aspectos fundamentales del problema analizado y que, en tal entendimiento, darán fundamento y pautarán la definición del proyecto de extensión que será presentado en los próximos sesenta días.

I. LA DECISIÓN DE FINANCIAMIENTO COMO DESAFÍO EMPRESARIO

Presentaciones anteriores han expuesto resultados alcanzados a través de una línea de investigación acreditada en la UNICEN y en convenio con la UNLP, orientada al análisis de los factores de competitividad de las organizaciones de la región. Diversos trabajos(1), varios de ellos comentados en este ámbito, han aportado conclusiones referidas a impactos de la globalización, eficiencia Vs. segmentación en mercados financieros, innovaciones en el ámbito regional, anticipación del éxito-fracaso de las organizaciones según variables cualitativas, factores asociados al éxito empresario según variables cuali y cuantitativas, modelos y evidencia empírica sobre destinos empresarios) y sobre la validez teórica de las decisiones de financiamiento.

En particular, fue muy significativo el hecho de constatar que la relación Pasivo/Patrimonio Neto o, si se quiere, la utilización de deuda para financiar una empresa, es la variable de mayor

capacidad discriminante para explicar el éxito-fracaso de las organizaciones empresarias. Tal comprobación motivó el objeto de un trabajo posterior a través del cual se detectó que tal decisión exhibía marcadas contradicciones con lo que formalmente se entiende correcto. Tales impropiedades se originaban en causales atribuibles a las propias empresas (en general problemas de naturaleza cognoscitiva o de formación-información de los cuadros directivos) y otras que serían consecuencias del entorno.

Así fue que se entendiera conveniente un nuevo análisis sobre variables determinantes de la decisión de financiamiento en este segmento de empresas caracterizadas genéricamente como regionales (evidenciando el ámbito del compromiso institucionalmente asumido) pero que en orden a otra calificación se podría denominar ámbito PyME en razón de la dimensión y características cualitativas de las organizaciones actuantes en el espacio de referencia (zona de influencia de la UNICEN).

Esta nueva aproximación al tema del financiamiento empresario ofrece la posibilidad de comentarios que se entienden de interés generalizado dado que las condiciones enfrentadas y las prácticas gerenciales seguidas serían similares a las observables en ámbitos mucho más amplios (2). Por otra constituyen fundamentos importantes para la segunda parte de esta presentación donde se asumen compromisos orientados a la acción inmediata. Este compromiso se nutre asimismo de las conclusiones obtenidas en un trabajo oportunamente distinguido dedicado sobre la incidencia del financiamiento en el desarrollo y al rol del mercado como orientador y canalizador del crédito (3).

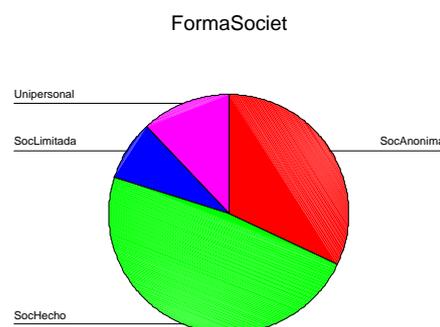
1. Prácticas usuales según una muestra regional

La conveniencia de sumar variables explicativas determinantes de la situación que se comentara en los trabajos antes referidos motivó la realización de un análisis sobre una nueva muestra de veinticinco empresas, una representación muy importante del universo de empresas actuantes en la región sobre las que se consideraba factible obtener la información pretendida. Instrumentalmente, se hizo uso de análisis uni y multivariado.

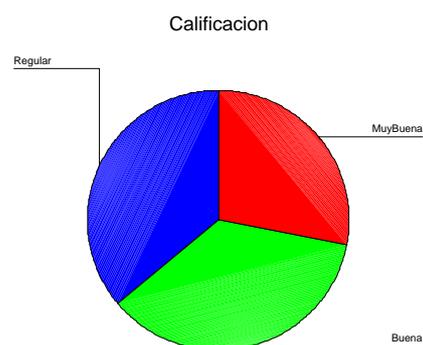
Aproximadamente un 50 % de tal muestra cuenta con una organización y estructura formalizada (sociedades de responsabilidad limitada o anónimas). Por otra parte, una proporción similar fue considerada buena o muy buena por evaluadores externos (a través de trabajos efectuados para el IDEB(4). En igual proporción, las empresas trascienden el ámbito regional con sus operaciones para atender al resto del país y en algunos casos también el exterior.

Forma Societaria

Forma Societaria	Cantidad Empresas	%
Soc. Anónima	8	32
Soc. Hecho	12	48
S.R.L.	2	8
Unipersonal	3	12
Total	25	100



Calificación	Nº Empresas	%
Muy Buena	7	28
Buena	9	36
Regular	9	36
Total	25	100



La composición reflejada en el cuadro anterior y la ilustración que le sigue se interpreta representativa del universo regional.

Mercado atendido

Mercado Atendido	Nº Empresas	%
Regional	11	44
Reg- Nac.	11	44
Reg-Nac-Ext.	3	12
Total	25	100

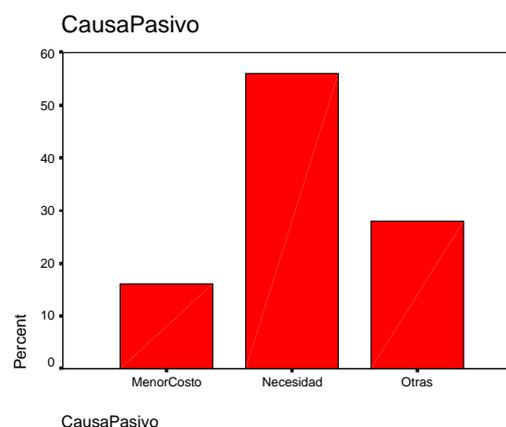
ANÁLISIS UNIVARIADO

EL FINANCIAMIENTO NO ES APRECIADO COMO FUNCION A OPTIMIZAR

Como se adelantó en una presentación anterior, más de la mitad de las empresas (56%) asume que el endeudamiento se genera por la necesidad de satisfacer necesidades de operativas y no por la pretensión de optimizar el financiamiento en función de costos relativos.

CAUSA DEL FINANCIAMIENTO ACTUAL

Nivel Endeudamiento	Cantidad Empresas	%
Menor Costo	4	16
Necesidad	14	56
Otros	7	28
Total	25	100

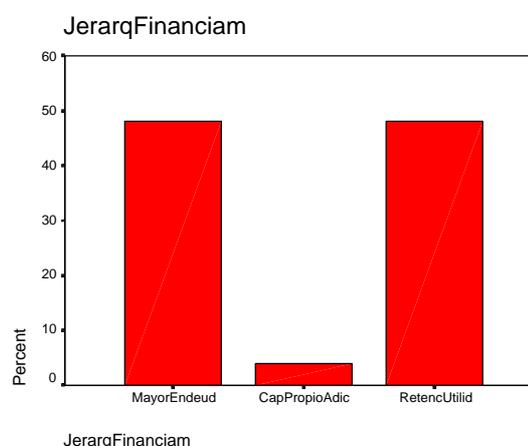


El orden seguido para dar satisfacción a tal requerimiento de financiamiento da prioridad a la retención de resultados en primer término y al endeudamiento en segundo lugar, una significativa evidencia de la prevalencia del *pecking order* sugerido por Majluf-Myers por sobre la pretensión de optimizar el costo de financiamiento como resultado de una posible mezcla óptima.

Queda reflejado en este punto el anticipado problema de formación e información del empresariado recurrentemente observado en este segmento.

Jerarquía de las Fuentes

Jerarquía Financiera	Cantidad Empresas	%
Mayor Endeud.	12	48
Cap. Propio Ad.	1	4
Retención Util.	12	48
Total	25	100



ALTOS COSTOS FIJOS DE FINANCIAMIENTO

En cuanto a su magnitud relativa, en el 46 % de los casos el Pasivo representa una proporción igual o superior al Patrimonio Neto., que es fruto de circunstancias de hecho más que consecuencia de una decisión que reconoce un óptimo deseable (68 %).

Obviamente, enfrentar coyunturas recesivas como ocurre al presente con estructuras de altos costos fijos (además de niveles extremadamente altos como ocurre con el descubierto permanente o el financiamiento comercial automático) por otra parte carentes de flexibilidad por restricciones para abrir el capital propio, dan fundamento a la calificación del financiamiento como variable capaz de decidir la suerte de una empresa.

LA COMPOSICIÓN DEL FINANCIAMIENTO ES INVOLUNTARIA Y DE EFECTOS NO PREVISTOS

Entiende que el Crédito de Proveedores es gratuito un 51 % de los encuestados, y de un costo menor al 25 % otro 20 %.

El Descubierto Bancario es nulo o con un costo menor al 25 % para casi la mitad de la muestra, y sólo en dos empresas se lo considera superior al 40 %.

Para 24 % esta fuente representa una proporción igual o mayor al 25 % del endeudamiento total.

Proporción P/PN

Proporción P / PN	Nº Empresas	%	% Acumulado
0.10	1	4	4
12.00	1	4	8
15.00	1	4	12
20.00	1	4	16
25.00	1	4	20
50.00	8	32	52
70.00	2	8	60
100.00	5	20	80
150.00	4	16	96
300.00	1	4	100
Total	25	100	

La deuda bancaria no reconoce acuerdos o se le atribuye un costo que no supera el 10 % en el 73 % de los casos. Para un 52 % esta fuente representa más del 30 % del endeudamiento total.

Otro 52 % mantiene deudas previsionales o fiscales. Para 36 % esta fuente representa una proporción igual o mayor al 10 %. Un 76 % declara no conocer el costo que pudiera reconocer este financiamiento.

Nuevamente, es clara la carencia de modelos orientativos para una gestión eficiente y consecuentemente de la información que hoy se entiende imprescindible.

EL RENDIMIENTO REQUERIDO POR EL CAPITAL PROPIO REFLEJA LA AUSENCIA DE ALTERNATIVAS MAS PROMISORIAS

El aporte del capital propio tendría una pretensión de rendimiento de entre un 10 % y un 30 %, por cierto un nivel incapaz de seducir a nuevos aportantes (*oursiders*) o a un *venture capitalist* excepto en condiciones de encargarse de aspectos centrales del control y dirección de la empresa, pues es indudable que las empresas están desestimando (se entiende involuntariamente) muchas posibilidades de mejorar su performance.

EL CAPITAL CIRCULANTE NO ES OBJETO DE ANÁLISIS NI SUJETO A OPTIMIZACIÓN

En efecto, un 28 % no dedica atención a este fuente generadora de, por lo general, necesidades de financiación, y para un 40 % el costo que podría reconocer no sería determinable.

LA DGI DEBERIA PRIVILEGIAR LA PRESERVACIÓN DE LA FUENTE...

Casi un 50 % de los encuestados entiende inoportuno que el Banco exija estar al día con la DGI pues ello representa una exigencia insuperable en un momento como el actual en el que se estaría exponenciando una necesidad de financiamiento de por sí muy gravosa.

LOS BANCOS SON NECESARIOS PERO NO REQUERIDOS. GARANTÍAS:

Sólo el 36 % de los encuestados opera regularmente con bancos a través de operaciones convencionales. Los que sí operan (pocos) consideran en el 50 % de los casos que hipotecas y prendas son garantías idóneas.

EL FINANCIAMIENTO ES UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE

Un 64 % no revisaría magnitud ni conformación de la inversión cuando reconoce inadecuaciones del financiamiento actual y otro 12 % revisaría exclusivamente el financiamiento, o sea que en general las decisiones de inversión y de financiamiento se consideran independientes. Con bajos índices de aprovechamiento de plantas y equipos, esta actitud aparece cuestionando la aptitud d directiva y de gestión empresaria referida a la creación de valor de mercado.

LA GESTION CARECE DE COHERENCIA RESPECTO DE VALORES DE MERCADO

Con rendimientos que no son tan malos como podría esperarse (un 84 % considera que la Utilidad Operativa es del 15 % o mayor, y un 44 % lo estima en un 25 % o superior) es evidente la desatención del objetivo de creación de valor y, obviamente, de optimizarlo.

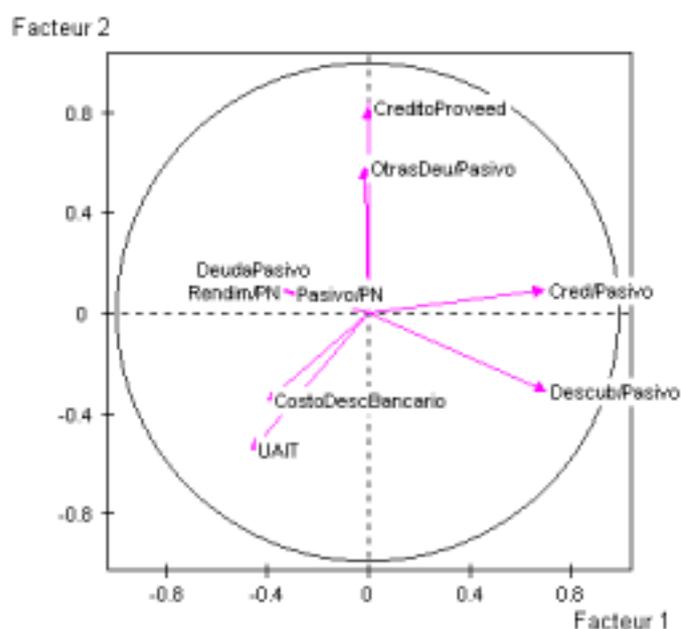
Sólo la circunstancia de desestimar una mejor apreciación de la empresa por parte de terceros (bancos o formas desintermediadas de financiamiento) daría fundamento al escaso interés por mejorar la valuación de las empresas a partir de mejores performances.

ANÁLISIS MULTIVARIADO

Las variables consideradas a efectos de analizar las diferentes empresas con referencia a las mismas son las siguientes:

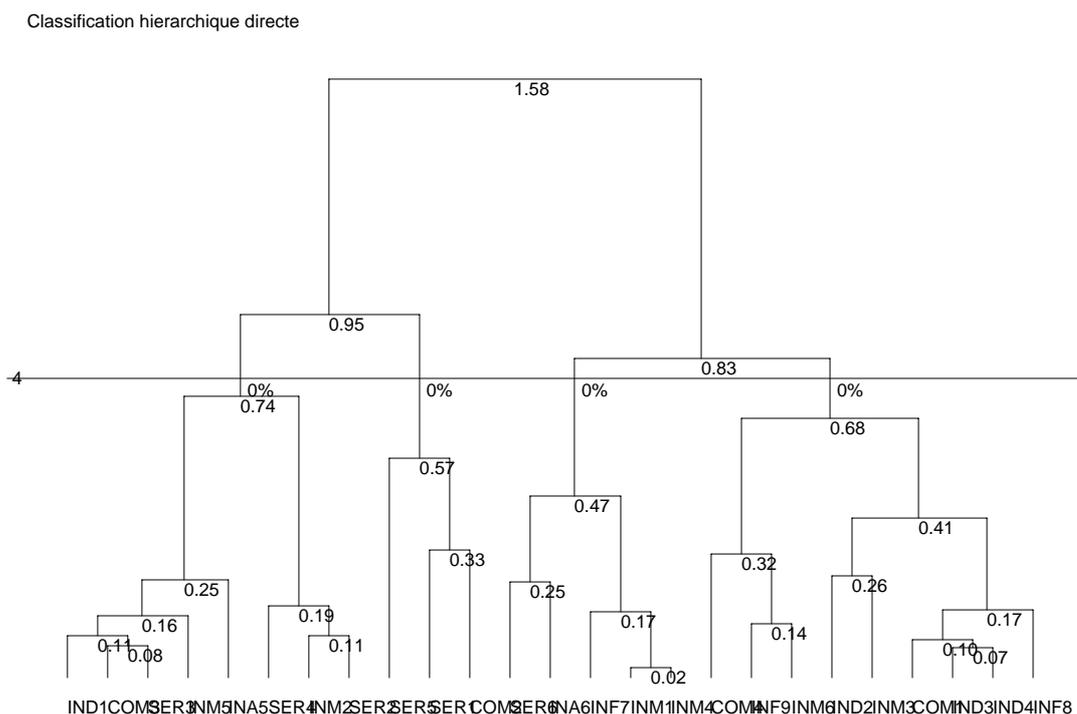
Costo de Proveedores	Deuda Bancaria / Pasivo
Crédito de Proveedores/ Pasivo	Pasivo / Patrimonio Neto
Costo Deuda Bancaria	Rendimiento requerido para aportes de
Descubierto Bancario / Pasivo	Capital Propio
Otras Deudas /Pasivo	UAIT

A través del análisis de componentes principales podemos determinar la relación más o menos fuerte entre las variables antes mencionadas para, por su intermedio, caracterizar o describir a las empresas (variables activas en el análisis).



Aplicando al efecto la matriz de correlaciones como herramienta pertinente, que aparece representada en un primer plano factorial, se observa que

- las empresas caracterizadas por altas relaciones de pasivo con proveedores y descubierto bancario se oponen a las que exhiben un alto rendimiento sobre el PN y altas relaciones de deuda bancaria respecto del Pasivo Total, lo que puede resultar consecuencia lógica de la prevalencia de relaciones formales entre los que más recurren a bancos como fuentes de financiamiento. Tal eje representaría, en consecuencia, la existencia o inexistencia de relaciones formales empresas-instituciones financieras. Se comprobaría así que empresas con buenos rendimientos se asocian con las que tienen relaciones más regulares con bancos, diferenciándose con ventaja respecto de los que recurren a fuentes consideradas irregulares o no convencionales (en ciertas circunstancias “el financiamiento irregular desplaza al regular”, según se propuso en un trabajo anterior remedando la conocida *ley de Gresham* respecto de las monedas malas y buenas respectivamente).
- el otro eje factorial refleja una clara oposición entre empresas que reconocen un alto costo por utilización del financiamiento de proveedores y la utilización de deudas fiscales y previsionales respecto de aquellas con altos niveles de rentabilidad operativa. Se puede interpretar que las empresas con alta rentabilidad operativa evitan el incremento



- Otro grupo que representa al 20 % de las empresas reúne a empresas que reconocen un alto costo del descubierto bancario conjuntamente con una clara adhesión al *pecking order*. El hecho que entre estas empresas se cuentan algunas con alta proporción de Descubierto en el Pasivo Total evidenciaría una clara limitación para acceder al crédito bancario convencional.
- Otra clase, con el 36 % de las empresas se caracterizan por exhibir las mayores relaciones Crédito de Proveedores /Total del Pasivo pero al mismo tiempo en la mayoría de los casos no hacen uso significativo del Descubierto Bancario ni del Crédito Bancario Directo en su gran mayoría. En consecuencia, cabría pensar en la necesidad de “pavimentar” el acceso a las fuentes tradicionales del financiamiento empresarial.

2. Síntesis final de observaciones efectuadas

A través de los trabajos realizados incluyendo al que se comenta en esta ocasión, se ha comprobado empíricamente la mayoría de las hipótesis que guiaron su desarrollo y se obtuvieron conclusiones que se sintetizan seguidamente por servir de fundamentos a las propuestas que se hacen en el capítulo siguiente:

- La Globalización magnifica asimetrías aumentando la segmentación que se observa en los mercados con desventaja para las PyME.
- La superación de asimetrías puede verse facilitada a través de la puesta a disposición de información adecuada originada y destinada a empresarios o emprendedores. Además, por la instrumentación de innovaciones en procesos, instrumentos y operaciones que se adapten en mayor medida al segmento de PyME.
- Se evidencia la sistemática ausencia de financiamiento a largo plazo en este segmento empresarial. Dada la proverbial insuficiencia de las utilidades retenidas para financiar el funcionamiento y expansión, la vigencia del *pecking-order* origina un exagerado y muy antieconómico recurso a fuentes de corto plazo como el crédito de proveedores y el descubierto

bancario renovados automáticamente. No acceden regularmente al mercado de dinero institucionalizado.

- Entre los factores o variables que más incidencia demuestran tener en el destino, éxito o fracaso de las organizaciones, es el financiamiento el que se destaca por sobre todos los demás.
- El apoyo que pueda decidirse a favor de las PyME no debe ser entendido, necesariamente y ni siquiera convenientemente para las mismas, como subsidios via tasas u otros mecanismos que transgredan las reglas del mercado en particular la transparencia y objetividad de tratamiento.
- Entre las fuertes asimetrías observadas, se entiende del mayor poder multiplicador la eventual superación de la referida a información, considerando que esta variable estratégica, dada una adecuada formación del directivo, estaría en condiciones de salvar limitaciones severas para la competitividad empresarial.
- El crédito se correlaciona positivamente con la mayor *tangibilidad* de los activos, en coincidencia con las conclusiones alcanzadas por Booth y otros en el trabajo que se referencia más adelante y que señala además de la vigencia de la hipótesis del *pecking-order*(Majluf-Myers), que a mayor *tangibilidad* de la inversión, mayor es la capacidad para obtener crédito y menor la información revelada respecto de ganancias futuras.
- No puede soslayarse la contribución esencial del mercado en la orientación y canalización del crédito además de la facilitación de la movilidad de los capitales. A este respecto las PyME regionales denotan un marcado desprecio por merecer una mejor apreciación de su valor de mercado, basando sus decisiones en valorizaciones subjetivas y personales. Coexisten en la realidad observada empresas con bajo valor de mercado (por la información expuesta en sus estados económico-financieros) pero de un alto *valor subyacente*, por ejemplo para quien esté en condiciones de aportar visión , capital y/o *management*.
- El ámbito local posibilita la atención de otros factores generadores de valor además de los cuantitativos que la concentración de la banca ha necesitado estandarizar y considerar de manera mecánica.
- La detección de importantes márgenes de beneficios potenciales que las prácticas empresarias ignoran supone una retribución muy alta para la inversión en capital humano y la innovación en procesos decisivos de significación estratégica.
- La movilización de los recursos monetarios en el ámbito local puede ser incrementada través de mecanismos que generen confianza en dicho ámbito y se legitimen en prácticas coherentes con objetivos de apreciación por parte del mercado.
- Existen en el ámbito regional interesados legítimos en el aumento de competitividad empresarial que podrían conformar y sostener redes institucionales eficientes a ese fin, además de beneficiarse de la mejora en competitividad regional que resultaría las interrelaciones virtuosas que se generarían.
- Son relevantes las limitaciones que se evidencian en términos de formación de dirigentes, en la disponibilidad y empleo de información, en formulas operativas cuyas condiciones, muy gravosas, no logran disimular las carencias institucionales e instrumentales observadas tanto en el mercado de dinero y de capitales. Por otra parte, es notable la incidencia de situaciones irregulares de las empresas en materia fiscal , previsional y laboral, suficientes según evidencia empírica para que fuentes regulares de financiamiento sean evitadas a muy alto costo.

II. RESPUESTAS AL DESAFÍO INSTITUCIONAL

La pretensión de una actividad de investigación es la de convertirse finalmente en una innovación o de contribuir a ella, ya que se la reconoce factor determinante de la competitividad. La

racionalidad exigida por esta orientación a la acción (praxeología) se articula en este caso por la racionalidad instrumental de la economía, la racionalidad comunicativa y la posición constructivista basada en interacciones sinérgicas. Al respecto, está implícita la adhesión a postulados epistemológicos que destacan el papel de las instituciones y las organizaciones respecto del desarrollo, y en particular la aceptación de la importancia que adquiere la generación de relaciones de confianza como medio de disminuir los costos de transacción, una postura que asocia a North, Williamson, Peyrefitte, Luhman y Fukuyama (5). Además, en razón del ámbito regional que reconoce el alcance de este trabajo, también se enfatiza la trascendencia del reconocimiento a la estructura social y del sistema de valores locales como prerequisites del diseño de todo programa (6).

Por tal razón, una de las posibles combinaciones resultante de las conclusiones obtenidas en diferentes trabajos realizados por los integrantes del Grupo Finanzas, adopta la forma de una propuesta susceptible de generar innovaciones deseables de tipo institucional e instrumental además de adherir a determinadas formas de promoción de ventajas competitivas. Básicamente se centran en la convicción de que es necesario superar una doble limitación: a) la necesidad para las empresas de una mayor inversión en capital humano y, b) la de facilitar institucionalmente la superación de una exagerada asimetría informativa entre los agentes económicos y de también importantísimas restricciones del sistema financiero para empresas PyME. Dicha propuesta es expuesta en dos apartados según se orienten a la superación del problema cognoscitivo o a la reducción de la asimetría informativa entre las contrapartes del crédito, manteniendo de tal forma la adhesión a una partición del problema central en dos componentes esenciales (7).

1. Promoción de Factores de la Competitividad

Los factores de competitividad a que se refiere este apartado responden en conjunto a la necesidad de superar debilidades notorias, sobretudo en empresas PyME, referidas a formación-capacitación del *management* (inversión en capital humano), a insuficiencias de información y al generalizado requerimiento de innovaciones en tecnologías (duras y blandas). Al respecto se propone la institucionalización de ofrecimientos como los siguientes:

a) Programas (Cursos, Simposios o Seminarios, Talleres, Conferencias) ya sea por anticipación o reclamo espontáneo de los interesados potenciales como por su inclusión en requisitos para calificar o mejorar *ratings* en solicitudes de beneficios en programas de promoción o desarrollo, etc.

Esto ha sido ya ensayado a través de la metodología con que se mide el mérito relativo de solicitudes para acceder al Fondo Municipal de Desarrollo de Rauch, una metodología elaborada y aplicada por el Grupo Finanzas por acuerdo UNICEN (Facultad de Ciencias Económicas)- Municipalidad de Rauch, que implica el deber de todo favorecido de participar en eventos declarados *de interés empresario* por la autoridad de aplicación.

Adicionalmente, se prevería como oferta institucionalizada de formación continua *in company* o en cursos abiertos a interesados diversos, el funcionamiento de un **Centro de Formación y Actualización Empresaria (CeFAPE)** sería otra innovación de carácter institucional sinérgica con las demás proposiciones. Sobre todo para PyME aplica la sentencia de Handfield-Jones: "Talent can be bought, but the best companies develop their own" (8)

b) Vinculación tecnológica Universidad – Empresas y otras redes conspicuas.

De manera similar a las formas de cooperación ensayadas y probadas en otras latitudes (USA, Comunidad Europea, etc.), y que también ha permitido la participación del Grupo Finanzas en un programa convenido por la UNICEN (Facultad de Ciencias Económicas a través del CEAE) denominado Programa para el Aumento de la Competitividad (PAC), la participación de universidades junto con cámaras o entidades empresarias, consejos profesionales, etc., debiera ser un objetivo asumido por las universidades con el propósito de no sólo propender al

mejoramiento de la competitividad empresarial sino a la ejercitación de sus alumnos de años superiores a través de pasantías en empresas como también la posterior vinculación de los graduados en las mismas empresas. Otro programa interinstitucional que contó con la participación de integrantes del Grupo Finanzas, y que sirve de referencia al respecto, fue el Proyecto de Investigación y Desarrollo del Programa de Modernización Tecnológica (PMT.SID) N° 0198 (FONCYT-CONICET-CEIL-UNLP-UBA), en particular respecto de modalidad de intervención en PyME (9).

c) Infocentros: Al mejoramiento del entorno también contribuye la atención por parte de cámaras, consejos profesionales, entes municipales, provinciales y nacionales, organismos vinculados al comercio exterior y entidades bancarias y laborales-previsionales, de centros destinados a proveer información precisa y completa a las PyME regionales sobre todos los aspectos asociados a tales entes. Una información que, en casos que lo requieran, pueden ser complementados con ofertas del tipo a) o b) antes referidas.

2. Facilitación y promoción del crédito

Este objetivo apunta a resolver, en principio, un problema central que recientemente se ha interpretado como cambio trascendente en el mercado financiero: la atención de los que no califican en bancos (por la cantidad limitada de su demanda, por baja calidad de sus presentaciones según estándares tradicionales, por tratarse de flujos formalmente irregulares o por temor a ir a bancos por exposición frente a la DGI). A partir de la legislación de fideicomisos, se ha difundido la solución a tales casos vía *securitización*, captando el segmento de mercado tradicionalmente atendido por escribanías (a través de hipotecas). Pagando un precio exagerado, la no calificación ante bancos y las dificultades para concretar vinculaciones con unidades superavitarias, deviene en usos improcedentes del crédito de proveedores, de financistas particulares (hipotecas y prendas) y del descubierto, o de la costosa realización de créditos o venta de valores (cambio de cheques).

a) Calificación Regional de Empresas PyM (CREPyM)

La serie de trabajos efectuados sobre la problemática de las organizaciones de menor dimensión, que incluyeron los denominados microemprendimientos y las PyME de la región (el estudio alcanzó a abarcar a empresas cotizantes en busca de la deseada generalización) ha concluido con la relativamente minuciosa descripción de circunstancias y fundamentos que subyacen en la decisión de financiamiento. Esta decisión ha resultado ser una variable decisiva del éxito-fracaso de las organizaciones según la evidencia empírica, por lo que ha dado fundamento a la preparación de un proyecto de extensión que, focalizado en un aspecto central como el de asimetría informativa y las formas de resolverla, anticipa resultados relevantes a partir de las siguientes metas ya explicitadas en el ámbito de su acreditación:

- a) Elaboración de una metodología de análisis y calificación regional de PyME, una categoría que será específicamente definida a tales efectos y que no siendo vinculante a las decisiones adoptadas por entidades que pudieran interesarse en la misma, no comprometería sino la relación empresa-ente calificador decidida libremente voluntad propia. En caso de ser empleada por cualquier institución para fundar una decisión, tal empleo será propia de su total y exclusiva responsabilidad, como asimismo eventuales consecuencias para contrapartes en tales decisiones.
- b) Proyecto de constitución del Ente de Calificación Regional (ECR), estructura, integración y funciones del Consejo Directivo y dependencias ejecutivas, con pautas de procedimientos de designación de responsables y de aspectos operativos fundamentales.
- c) Proyecto de manual descriptivo de formalización e instrumentación de operaciones crediticias entre deudores y acreedores en relaciones empresa-empresa, empresa-entidades

financieras, empresas-acreedores, empresas-deudores, etc. con el objeto de evitar problemas en caso de incumplimientos de contratos en tiempo y forma.

- d) Análisis de viabilidad y en caso favorable, proyecto de constitución de una entidad regional de Garantía Recíproca cuya operación pueda eslabonarse con el procedimiento de calificación anteriormente referido.
- e) Procedimiento para Acceso al Centro de Formación y Asistencia Continua (CeFAC) cuyo funcionamiento se integraría a la oferta de servicios prevista.

Se invitará a participar de tal Proyecto de Extensión en calidad de contrapartes cofinanciadoras a instituciones como la Facultad de Ciencias Económicas (UNICEN), el CPCE-PBA, la Cámara Empresaria del Tandil, la Usina Popular de Tandil, los Bancos con Casa Central y/o sucursales, otros Consejos Profesionales, Sociedad Rural de Tandil, entre otros legítimos interesados.

Se propiciará el ofrecimiento de una calificación sin costo para las PyME (10) con un alcance regional. Dicha calificación del crédito (*credit scoring*) de una empresa estaría a cargo de un ente específico. La condición de gratuita (subsidiada) se legitimaría por responder positivamente a pretensiones como las siguientes:

- Disminuir asimetrías informativas en relaciones empresa-empresa
- Disminuir el *spread* en relaciones empresa-bancos a partir de mejoras en información
- Facilitar la formación y desarrollo de mercados financieros (dinero y capitales)
- Plasmar una intervención eficiente del gobierno y/u otras instituciones en beneficio de la competitividad contextual e indirectamente de las unidades económicas individuales.
- Propiciar la constitución de redes diversas de cooperación
- Promover la remoción de debilidades estructurales básicas que tipifican a este segmento empresario.
- Contribuir a la detección y aceptación de restricciones cognitivas por parte del empresario PyME (en función de ser una calificación asistida complementada eventualmente por talleres en el CeFAC).
- Favorecer la comprensión y eventual adopción de formas diversas de apertura del capital societario (emisión de participaciones, acceso al *capital venture*, etc.)
- Favorecer la debida instrumentación del Crédito con el objeto de prevenir dificultades ulteriores en caso de mora o gestión judicial de las obligaciones.

La Calificación Regional de Empresas PyM (en adelante CREPyM) sería otorgada por un ente específico a través de un proceso recursivo (interactivo) de *credit scoring and grading*. Tal característica persigue el objetivo de posibilitar, además de una mera calificación como “salida” específica del proceso, facilitar la familiarización o aprendizaje por parte del sujeto calificado (persona o institución) de atributos o valores impuestos por el mercado. Y que por tanto debieran constituir referencias obligadas de la gestión empresarial.

El proyecto de extensión propuesto tendrá entre sus metas la elección del modelo y metodología de calificación y clasificación de las empresas respecto de la mayor o menor capacidad para cumplir sus compromisos (mayor o menor probabilidad de incumplimiento) debiendo ponderar fortalezas y debilidades, pertinencia y operatividad, de las alternativas disponibles basadas en métodos más o menos cualitativos y otros decididamente cuantitativos. Entre los primeros, atendiendo factores específicos o ideosincráticos del solicitante del crédito (real o potencial), como reputación, apalancamiento, colaterales, volatilidad de resultados, etc., y del mercado (con impacto en cualquier solicitante). Entre los segundos, básicamente:

- Modelos probabilísticos lineales (usan regresiones lineales para obtener probabilidades que suelen apartarse del intervalo de 0 a 1).
- Modelos *logit* (probabilidad acumulada de incumplimiento entre 0 y 1 según función logarítmica)

- Modelos *probit* (probabilidad acumulada de incumplimiento entre 0 y 1 según distribución normal)
- Modelos discriminantes lineales (ej. El modelo de E.I. Altman)

Se dejarán de lado métodos basados en una información de mercado que no se dispone en el universo aquí considerado, caso de los métodos derivados de la estructura temporal del rendimiento de títulos de deuda corporativa entre empresas de la misma categoría, o derivados de la tasa de mortalidad (donde por ejemplo p es la probabilidad de un título de sobrevivir cierto período y $1-p$ la tasa marginal de mortalidad, de morir o de incumplir los compromisos), en ambos casos basándose en la historia o experiencia pasada sobre incumplimientos.

En definitiva, la metodología y las variables-atributos objeto de evaluación estarán determinados por la finalidad de la calificación, que estaría referida (en principio y sujeto a la definición del equipo responsable del proyecto de extensión) a tres destinos fundamentales, a saber:

- *Solvencia financiera de tesorería (30 días)*: Apunta a anticipar la capacidad de la empresa para cumplir compromisos asumidos a plazos muy cortos con la finalidad de brindar seguridad a proveedores de fondos a cambio de cheques o pagarés, facturas o documentos de terceros (calificados o avalados por la empresa calificada). Promovería vinculaciones financieras Inter.-empresas o de éstas con particulares o inversores institucionales en reemplazo de formas muy costosas. Énfasis notorio en liquidez de corto plazo. Para aventurar su potencial se adelanta que cabría el reclame “rendimiento doble para su dinero; mitad de costo para crédito” (el que presta ganaría dos veces lo que un banco por ejemplo le reconoce en caja de ahorro o plazo fijo mientras que el que demanda fondos pagaría menos de la mitad de lo que está pagando por descubiertos o crédito de proveedores –perdiendo descuentos por pronto pago- o cambiando cheques en el mercado irregular.
- *Solvencia financiera del ciclo comercial (30 a 180 días)*: Buscaría otorgar un aval de confianza en el cumplimiento de obligaciones contraídas por la empresa en un horizonte temporal definido aproximadamente por el ciclo financiero generado por el ciclo comercial y las políticas de cobros y pagos de la empresa. Sería una operatoria típica del mercado de dinero y dentro del mismo lo que se define por mercado del commercial paper (obligaciones comerciales de corto plazo)
- *Aptitud estratégica básica (posicionamiento comercial)*: Daría a conocer el valor asignado a la idea de negocio, al posicionamiento en el sector o industria (producto –mercado), al comportamiento anticipable para éste en el futuro previsible, a la fortaleza del management, aptitud percibida por clientes y la satisfacción de los empleados, capacidad de aprendizaje y de cambio por parte de la organización, etc.. Es decir, se centraría en un potencial fundamental que subyace no obstante eventuales dificultades focalizadas en lo financiero, distribución, capacidad de producción, etc. Obviamente, se apunta a satisfacer el interés de empresas grandes o de inversores institucionales capaces de proveer financiamiento a más largo plazo o de aprovechar sinergias a través de participaciones en el capital de la empresa y, eventualmente, de alguna participación en la dirección.

Estas calificaciones serían propiedad exclusiva de la empresa que lo solicite y susceptible del uso que ella decida, incluido el de su difusión (en panel de la Cámara por ejemplo). En caso de así decidirlo, queda tácitamente incluida entre las partes potenciales de una eventual vinculación que se apoyaría precisamente en tal dictamen producido por un ente independiente, calificado, insospechable.

b) El Ente Regional de Calificación (ERC)

Como se anticipara, la propuesta significaría para las empresas la obtención de un atributo valioso (una calificación confiable) sin costos que limiten o impidan alcanzar tal beneficio, una condición suficiente para considerarla eficaz. Además, sería eficiente por legitimarse en función de la satisfacción de interesados legítimos en el desarrollo y competitividad de las empresas fundada en la promoción de valores de referencia impuestos por el mercado, en aceptación del principio que reconoce al propio mercado como orientador del crédito.

En efecto, los manuales de organización y los procedimientos de control interno podrían estipular la obligación de gestionar tal calificación (en condiciones de bien público) en beneficio propio y de otros interesados, por ejemplo:

- a) Las empresas reciben y conceden crédito en condiciones de gran incertidumbre por desconocimiento de la situación de la contraparte lo que representa un factor negativo y de presión de altísimo costo dado que la negativa o aceptación de la operación puede significar la pérdida del cliente o el *default* del beneficiario. En caso de contar con la CRE-PyM (Calificación Regional de Empresas PyM) implicaría, en cambio, una rutina que decide automáticamente el desenlace de la operación, facilitando enormemente las operaciones inter-empresas tanto por parte de las solicitantes como de las otorgantes ocasionales del crédito en cuestión.
- b) Las empresas deben gestionar créditos en instituciones bancarias sin previo conocimiento de requisitos y de formalidades a satisfacer, haciendo engorrosa y prolongada una operación que por lo dicho promueve el uso de fuentes alternativas más onerosas y con generalizada desatención de aspectos que, en casos de incumplimientos en tiempo y forma, multiplican los problemas.
- c) Las empresas que enfrentan circunstanciales o más bien permanentes dificultades financieras coexisten con otras que excedentarias en similares referencias periódicas. La confianza que sea capaz de merecer una calificación como la propuesta propendería a la vinculación financiera empresa-empresa a través de aceptaciones u otra forma de *commercial paper* negociable que se aprovecharía del margen o *spread* que se determina por las tasas pasivas y activas del sistema financiero institucionalizado (10') y con mayor razón en el segmento irregular
- d) Asimismo, la línea de investigación seguida ha permitido comprobar empíricamente la necesidad de la PyME de abrir su capital y, simultáneamente, la existencia de factores esenciales que lo inhiben. El conocimiento de las características y calidades de una organización que al tiempo que exhibe restricciones básicas para su desarrollo puede estar denotando una idea de negocio estratégicamente promisorio en una etapa inicial de su existencia, puede despertar el interés de empresas consolidadas con alta generación de fondos. Tales situaciones inversas, que pueden repetirse respecto de calidades de *management*, hacen plausible la posibilidad de un *joint venture*, eventualmente la forma de apertura del capital con más alta viabilidad en un medio donde el previo conocimiento de las personas puede tornar decisivo el aporte de información sobre aspectos económico-financieros siempre esquivos y limitados para la adecuada apreciación por parte de terceros.
- e) Desde otro punto de vista también asociado al tema de *institucional building*, es notoria la limitación del *mercado de dinero*, una debilidad que según la evidencia empírica potencia el recurso a fuentes irregulares, más por excesos en su empleo que por la potencial conveniencia en un uso mesurado y justificado. Al respecto, el papel comercial que pu

diera ofrecer una empresa circunstancialmente requerida de fondos podría ser un activo interesante para los recursos líquidos de una empresa superavitaria frente a potenciales alternativas con rendimientos en torno al nivel de las tasas pasivas del sistema bancario. Naturalmente, esta calificación haría que un interés muy inferior a la tasa activa (la que paga la empresa solicitante de fondos) resultara de interés para otra empresa que disponiendo de superavits financieros tuviera como costo de oportunidad la muy baja tasa pasiva de los intermediarios financieros. Tal *spread*, sumado a una calificación que reduzca el premio por riesgo, deviene una alternativa de inversión de buena calificación en términos de rendimiento-riesgo.

- f) Conceptualmente más próximo a lo que se conoce como *mercado de capitales*, la CRE-PyM podría estar beneficiando además un proceso que se caracteriza al inicio por la presencia del *capital riesgo* y que finalmente puede consolidarse como financiamiento permanente de la empresas o, en mercados más desarrollados, con la posible *salida a Bolsa*. Esta nueva forma de financiación, muchas veces comprendido en el concepto de *nuevos mercados* (11), es particularmente adecuada para las PyME porque resuelven un gran problema común con otras organizaciones, en apariencia tan lejanas como próximas en ciertos aspectos: *las puntocom* (12)). Dicho problema es el tener que superar la dificultad de generar confianza para la apreciación del inversor cuando la valoración de su performance y la valuación del ente resulta ciertamente compleja (13). En tales casos se han sugerido como formas de solución algunas innovaciones respecto de mecanismos tradicionales para empresas cotizantes, entre ellas la difusión de información cualitativa complementaria, el aval de ciertos *sponsors* que acrediten liquidez, asesoramiento y credibilidad, la aceptación de cláusulas que aseguren el refuerzo del capital, etc. Como se apreciará, se trata de condiciones que la CREP estaría en condiciones de satisfacer en buena medida.

Esta forma de financiación (el *venture capital*) resuelve problemas no sólo de financiamiento: también es una manera de beneficiarse de la experiencia de la empresa de capital riesgo en temas tales como la gestión empresarial, el marketing y la administración de los recursos humanos. De tal forma se podría resolver el ya señalado problema de empresas que con alto *valor subyacente* no alcanzan a obtener reconocimiento por parte de terceros, una debilidad que está en la esencia del *venture capitalist* poder resolver para que el precio convalide el valor creado. Obviamente, también logra la aceptación de un alto nivel de riesgo en función de la diversificación que la empresa de capital riesgo está en condiciones de cumplir. Contra tales contribuciones, la empresa debe aceptar las condiciones que se le impondrán en un contrato que estipulará los derechos de cada parte sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la asamblea, el nombramiento de los miembros del directorio y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación, además del monitoreo permanente de la marcha de la empresa (14).

Está muy difundida en Estados Unidos (más de 1700 compañías de *Venture Capital* en catálogos ampliamente difundidos) y algo menos en el Reino Unido. En Europa se la ha impulsado desde hace unos 50 años, aunque su consolidación se produce en los ochenta con la aparición de *salidas* institucionalizadas para el capital riesgo, tal como del AIM (Alternative Investment Market) en Londres, el EASDAQ en Bruselas (con 44 compañías cotizantes de cierta envergadura) y el Euro.NM (nuevo mercado del euro) que integra los nuevos mercados nacionales preexistentes en los países de la Comunidad Europea (hoy cotizan en el mismo unas 250 compañías, con una capitalización de 60 millones de euros) (15).

c) Sociedad Civil para el Mejoramiento de la Competencia (SoCiMeC)

Institucionalmente, el ERC como asimismo otras dependencias atendidas directamente por otras instituciones integrantes de la Red a conformar, formaría parte de la Sociedad Civil para el Mejoramiento de la Competitividad (SoCiMeC), cuyo órgano directivo estaría conformado por todos los asociados. Es decir, con la participación de representantes de la Facultad de Ciencias Económicas (por la UNICEN), del CPCEPBA (Deleg. Tandil), de la Cámara Empresaria de Tandil, de la Municipalidad de Tandil, y eventualmente otras instituciones que adhieran, de Tandil o de partidos vecinos que conforman la región.

La unidad ejecutiva del ERC estaría a cargo de un responsable que dependería directamente del Consejo Directivo de la SoCiMeC y designado a través de un concurso abierto al igual que los integrantes *seniors* del staff. Los integrantes *juniors* serían cubiertos mayormente con pasantes de las Facultades de la UNICEN más estrechamente vinculadas al tema.

De la SoCiMeC dependerían en consecuencia unidades responsables, específicamente, de los servicios que también han sido mencionados y que se reiteran seguidamente:

<i>Unidad organizativa</i>	<i>Servicios ofrecidos (enunciativa)</i>
Ente Regional de Calificación (ERC)	Calificación Regional de Empresas PyM (CREP)
Centro de Formación y Actualización Continua (CeFAC)	Cursos, Seminarios, Simposios, Talleres, Programas in company
Sociedad de Garantía Recíproca Regional (SGR Regional)	Co-garantía de empresas asociadas y vínculos con similares del orden provincial y nacional.
Centro Promotor de Regulación Laboral (CePREL)	Orientación y Asistencia sobre evaluación de programas y, eventualmente, presentaciones
Comité Asesor para la Debida Instrumentación del Crédito (CADIC)	Asistencia para prevenir causales de dificultades en casos de créditos en mora o gestión.

Se anticipa que estas unidades conformen una red interrelacionada y que sus prestaciones sean responsabilidad de la entidad asociada afín con el servicio respectivo, excepto el ERC que sería absolutamente autónomo en función de la necesaria independencia y transparencia funcional propias de su cometido. Por ejemplo:

CeFAC : Facultades de Ciencias Económicas, C. Veterinarias, C. Agronómicas, Ingeniería, etc., con responsable rotativo por designación periódica de entre los socios.

SGR Regional: Idem CeFAC, sin repetir la participación de una misma institución en un mismo período.

CePREL: por ejemplo y en caso de ser integrante, un representante de la M.de Rauch, que tiene un programa exitoso en funcionamiento. Tomando tal caso de referencia, podría ser objetivo de una empresa acceder, por ejemplo y eventualmente, al Programa Municipal de Empleo Productivo, al Fondo de Desarrollo Industrial, al Programa Municipal de Empleo Doméstico, etc.

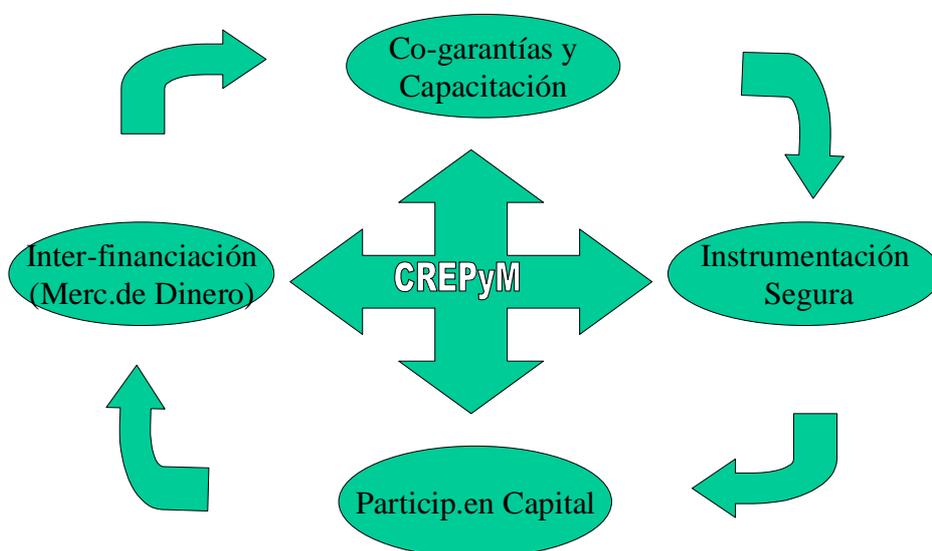
Otra pauta operativa sería que la relación entre estas unidades de la SoCiMeC y las empresas se conduzcan a través del profesional actuante en las empresas según sus incumbencias reconocidas, por caso:

Temas contables, impositivos y de sistemas de información	Profesionales de Ciencias Económicas
Responsabilidades y formalidades	Profesionales del Derecho
Plan de Producción, Sanidad, etc.	Ingeniería, Veterinaria, Agronómicas

El respeto por incumbencias reconocidas no sería sólo materia de ética profesional sino de la pretendida eficiencia (economía de recursos, tiempo requerido, familiaridad con el objeto del estudio, etc.), optimizando el uso de las relaciones ya existentes. La ponderación del valor empresarial subyacente, del valor de una idea de negocio y su proyección estratégica, la apreciación de las capacidades del *management* y el valor del capital humano, etc. serán competencia exclusiva del ECR, aunque para su dictamen haga uso de toda fuente de información disponible.

3. Interacciones ventajosas

Si subsiste alguna duda sobre la trascendencia que adquiere para una PyME poder ofrecer una calificación independiente, segura, confiable, como palanca informacional capaz de generar valor a partir de una inversión de costo cero (se insiste en su carácter gratuito por el aporte de una creación institucional de interesados legítimos), se destaca que tal calificación (CREPyM) es el pasaporte que facilita el ingreso a una serie de ventajas, que darían respuesta a la pregunta de porqué calificar. La figura siguiente sintetiza su vinculación con otros instrumentos eficaces para facilitar la superación de muchos de los problemas detectados, tales por ejemplo los referidos al alto riesgo que asumen las empresas por el crédito comercial automáticamente concedido entre ellas (el corralón de materiales a la empresa contratista), el desaprovechamiento de aceptaciones de cheques o pagarés entre empresas superavitarias y deficitarias por carecer de información confiable que permita ventajas para ambas partes dado el altísimo spread bancario y mucho más el extrabancario, la posibilidad de acceder a garantías solidarias y a programas que promuevan la inversión en capital humano, la regularización laboral y la segura instrumentación de relaciones entre las partes.



En definitiva, se buscaría una calificación porque conviene ...

- Para saber a quién se le otorga crédito
- Para mejorar presentaciones a Bancos
- Para posibilitar financiamiento entre empresas
- Para posibilitar inversiones de particulares contra cheques o pagarés
- Para obtener el beneficio de garantías solidarias

- Para lograr asistencia en programas de aumento de competitividad, regulación laboral o seguridad en la instrumentación de las relaciones comerciales y financieras.
- Para acceder al **Infocentro** en la Cámara o a programas de formación continua.

Son derivaciones potencialmente valiosas las ventajas que pueden obtener empresas con necesidades financieras para financiar la inversión en cualquiera de las etapas fundamentales que en su ciclo de vida pueden identificarse: financiación de inicio o de siembra (*seed financing*); puesta en marcha (*startup financing*); crecimiento (*expansion financing*); financiación puente (*bridge financing*; adquisición o combinación (*buyouts*) o para su reorientación (*turnaround*). Al respecto, es de por sí valiosa tanto para el solicitante como para el oferente de fondos la detección precisa de la etapa en que una empresa se encuentra ya que de ello dependen aspectos como riesgo, rendimiento, liquidez, garantías, etc. Atendiendo a estas etapas y sus connotaciones, el financiamiento es provisto por fuentes y condiciones también diversas: al inicio por fondos propios, familiares y amigos; enseguida, por créditos promocionales y bancos; en tercer lugar, tratándose de empresas no cotizadas, el capital privado externo o *venture capital* (16).

Además, la calificación resulta esencial para resolver en mejores términos necesidades de funcionamiento por parte de empresas que debieran acceder a un mercado de dinero con más opciones, más dinámico y menos incierto, y por supuesto, todas las ya aludidas ventajas referidas a facilidades para mejoras en formación, información y aptitudes de gestión propiamente dichas que se eslabonan con la referida calificación.

Debe enfatizarse el rol asignado a la Cámara Empresaria de Tandil como pivote de estas interacciones en una etapa en la que se acepta que su legitimación social y económica se apoya en su contribución como centro difusor de información, promotor de vinculaciones, motivador de actitudes y de eventuales acciones.

Si el proyecto de extensión que sintetiza las conclusiones alcanzadas en una laboriosa actividad de búsqueda y análisis, se concreta en un proyecto listo para su puesta en marcha, se habrá hecho realidad una iniciativa originada en el compromiso de legítimos interesados en la mayor competitividad de las empresas, pero en este caso a través de su propia acción y esfuerzo pecuniario, superando otras fórmulas muy repetidas a pesar de comprobados fracasos. En este caso, sin transgredir las reglas sanas del mercado.

REFERENCIAS

- (1) *Globalización y eficiencia Vs. segmentación en mercados financieros* (Alonso A., 1994); *Innovaciones Financieras en el ámbito regional* (Alonso A., 1995); *Anticipación del éxito-fracaso de las organizaciones según variables cualitativas* (Alonso A.-Legato A., 1997); *Factores asociados al éxito empresario según variables cuali y cuantitativas* (Alonso A.-Legato A., 1998), *Modelos y evidencia empírica sobre destinos empresarios* (Alonso A.-Legato A.-Alonso Bafico H., 1999), y sobre la validez teórica de las decisiones de financiamiento (Alonso A., Legato A., Lauría D., 2000).
- (2) A título de ejemplos la síntesis de debilidades de PyME en los Cuadernos del Instituto de Crédito Oficial Español, en la publicación de FIEL, *Las pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina*, 1996.
- (3) Alonso Bafico H., *El Mercado de Capitales, palanca del crecimiento y competitividad de la Argentina*, CPCECF, 2º Premio en Concurso Anual Manuel Belgrano Año 1999.
- (4) Conste el reconocimiento de los autores a la colaboración recibida del Jefe Operativo del Centro IDEB Tandil, Juan Pablo Peredo en el diligenciamiento de encuestas y por los valiosos comentarios efectuados.
- (5) Boisier Sergio, *Post-scriptum sobre desarrollo regional: modelos reales y modelos mentales*, ILPES, documento 98/45, Serie Ensayos, 1998.

- (6) Estos aspectos son atendidos por ejemplo en el trabajo también dedicado a un ámbito local de Quintar A. - Gatto, F., *Distritos Industriales Italianos*, Convenio de Cooperación Técnica CFI-CEPAL, Publicación CEPAL, lc/bee./r.173.
- (7) Ya sugerida por Cuervo Cazzurra A. y Lessard D. en *Acceso a la financiación externa para empresas en Argentina*, Proyecto CIT/MIT, Mendoza, 1997.
- (8) Handfield-Jones, Helen, *How executives grow*, McKinsey Quarterly, 2000, pag. 117.
- (9) Neffa, J.C., *¿Qué hacer para mejorar la competitividad de las PyME argentinas?*, Asociación Trabajo y Sociedad, Programa de Investigaciones Económicas sobre Tecnología, Trabajo y Empleo (CEI-PIETTE CONICET), 2000.
- (10) Esta condición de *calificación libre* que venimos sugiriendo desde hace tiempo (concretamente desde 1995, A. H. Alonso en el trabajo *Innovaciones financieras en el ámbito regional. Justificación y alternativas*, Disertaciones, CI-SADAF), ha sido también sostenida como alternativa plausible por Aramburu L. E., Lodola A., y Menéndez L., *El Financiamiento como Instrumento para el Crecimiento Económico*, 1er. Premio en concurso Premio Anual Manuel Belgrano Año 1999, pág. 125. No obstante, se alude en este caso a una subvención oficial generalizada para empresas de este segmento que se diferenciaría fuertemente en aspectos centrales como por caso la existencia de *sponsors* comprometidos regionalmente, la necesidad de una metodología de calificación que atienda variables menos estandarizadas, la complementación con otros servicios que redundan en beneficio de la calificación, etc.
- (10') Un trabajo reciente de Booth, Aivazian, Demirguc-kunt and Maksimovic, *Capital Structures in Developing Countries*, *The Journal of Finance*, Vol. 56, N° 1, February 2001, ofrece entre otros datos algunos que probarían la existencia de (ex-post) excesivos *spreads* en países emergentes: en Brasil los bancos comerciales “are very profitable (from 1980 to 1984 ROE was 66 %”...; en México, “from 1985 to 1989 banks were very profitable with real ROE of over 50 % in some cases”; en South Korea “banks are among the most profitable”; en Turquía, “Profits in the banking sector increased substantially, particularly after the mid-1980s, and by the end of 1990 had reached levels more than three times the OECD average; en Zimbabwe, “banks are quite profitable”... Estas citas darían fundamento a la posición que entiende que los bancos no son adecuados evaluadores del riesgo, castigando excesivamente su presencia con tasas muy altas, no obstante no participar del riesgo empresarial.
- (11) Vera Santana, F.L., *Los Nuevos Mercados y sus alternativas de Financiación*, Perspectivas del Sistema Financiero, N° 76, Fundación de Cajas de Ahorro Confederadas, Madrid, Año 2000.
- Sobre la denominación de Capital Riesgo o *Venture Capital* los autores de esta presentación preferimos la de *Private Capital* o Inversión en Capital para expresar el concepto de Inversión en Capital de Empresas no Cotizadas, denominación propuesta por la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA, 1995).
- (12) Alonso A.H. y Peredo J.P., *Las chicas frente al espejo de las puntocom*, Jornadas Nacionales de Estrategia, Capítulo Argentino, Tandil, 2000.
- (13) McKinsey Quarterly, *Valuing dot.coms*, #1, 2000; Fornero, R., *Valor de la Empresa: Las opciones reales y financieras en el marco integral de la valuación*, CI-SADAF, Disertaciones, 2000.
- (14) Walmsley J. y Scott-Quinn B., *Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la CE*, Perspectivas del Sistema Financiero, N° 70, 2000.
- (15) Pratt's *Guide to Venture Capital Sources*, Ed. 1997., IMPI, *El Capital Riesgo en España*, Ministerio de Industria y Energía, España; Martí Pellón, José, *El Capital Inversión en España*, Civitas, 1997
- (16) Batterson L.A., *Raising Venture Capital and the Entrepreneur*, Prentice-Hall, USA, 1965.

OTRA BIBLIOGRAFÍA

- Duen-Li Kao, *Estimating and Pricing Credit Risk: An Overview*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, n° 4; July/August 2000, pag. 50 y sigts.
- Fabozzi F.J.-Modigliani F.-Ferri M., *Mercados e Instituciones Financieras*, Pearson-Prentice Hall,
- Haslett B. and Smollen L., *Preparing a Business Plan*, Pratt's *Guide to Venture Capital Sources*, Ed. 1997.

- Timmons J. and Sapienza H., *Venture Capital: More than Money?*, Pratt's Guide to Venture Capital Sources, Ed. 1997.
- Sneddon G. and Turner J., *Non-traditional Financing Sources*, Pratt's Guide to Venture Capital Sources, Ed. 1997.
- Saunders, Anthony, *Financial Institutions Management*, Irwin-McGraw-Hill, 1997, Chapter 10, Credit Risk, pág. 176 y sgtes.
- Jimenez Moreno, J.J., *Teoría de la Información: su aplicación a la información financiera*, Tesis Doctoral, Universidad Castilla-La Mancha, 1995.
- Cuadernos ICO (Instituto de Crédito Oficial de España), *Las Sociedades de Garantía Recíproca como Instrumento financiero de las PyME*.
- Ribas i Mirangels, Monitor i Serrats y Tarrazón Rodón, *La Empresa en el Sistema Financiero Español* Albina, Pablo, *Calificación del Riesgo en el Sistema Financiero*, Disertaciones, CI-SADAF, 1994
- Espondaburo, Pedro, *Municipio, Desarrollo y Empleo - Los socios del futuro*, Dunken, Buenos Aires, 2000.
- Federal Reserve Bulletin, *The Evolution of the U.S. Commercial Paper Market since 1980*, Vol. 78 # 12, Dec. 92.
- Fischer K., Ortiz E. y Palasvirta A., *Financiamiento corporativo e integración financiera: el papel de las asimetrías en la información en el financiamiento accionario*, en la Compilación Integración Financiera y TLC: Retos y Perspectivas, Siglo Veintiuno Editores, 1993.
- Martí Pellón, José, *La financiación de Pymes mediante capital riesgo*, IMPIVA (Instituto de la Mediana y Pequeña Industria Valenciana, 1004.
- Aranda F., Martínez R. y Corona J.F., *El Segundo Mercado, una fuente de financiación para la pyme*, Ediciones Gestión 2000, 1989.
- Koch, Timothy W., *Bank Management*, 3rd. edition, Dryden Press, 1995.
- Stiglitz J. and Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, American Economic Review, N° 3, 1981, pag 393 y sigts.
- Williamson S.D., *Costly monitoring, financial intermediation and equilibrium credit rationing*, Journal of Monetary Economics, N° 2, Sept. 1986, pág. 159-179.