

Factores relevantes en el financiamiento de empresas jóvenes en la visión de los emprendedores de Argentina

Rubén Andrés Ascúa¹

RESUMEN

El propósito de este artículo es explorar e interpretar los resultados de un trabajo empírico, el cual intentó "bucear" en las causas que explicarían las dificultades en el acceso al financiamiento que deben enfrentar los emprendedores en Argentina con posterioridad a la crisis del año 2002, a partir de la valoración e interacción de un set de factores en la visión de los propios emprendedores.

Del análisis del trabajo empírico realizado se infiere que las asimetrías de información con los financistas forman parte importante de un conjunto de barreras en el acceso al financiamiento pero no son consideradas fundamentales por los emprendedores, destacándose la ausencia de conocimientos acerca de cómo disminuir esas asimetrías entre aquellos que no accedieron al financiamiento. Se destaca que los emprendedores argentinos valoran fuertemente la influencia de la incertidumbre y la volatilidad macro-económica del país.

La influencia de la red de vínculos personales del emprendedor se correlaciona positivamente con la utilización por parte de los financistas del sistema de análisis "soft" basado en las relaciones personales, según el grupo minoritario que logró acceder al financiamiento. Dentro del espectro de "spill-over" del entorno, la acción eficiente del sistemas de garantías y la existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas "madrinas" al emprendimiento constituyen mitigantes que con frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas y permiten un mejor acceso al financiamiento

¹ Economista. Docente en UTN Rafaela, UNG Sarmiento. Consultor externo de la Oficina Buenos Aires de la CEPAL. Rivadavia 703, Rafaela, Argentina - Tel. +54 03492 437463, Fax +54 03492 437463

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de creación de empresas ha venido ganando creciente interés académico en los últimos años, concentrándose la atención en su análisis como un fenómeno complejo y vinculado a factores sociales, culturales y económicos (Buame, 1992; Audretsch, 1995; Audretsch & Thurik, 2001; Reynolds et al., 2001; Kantis, 2002/2004).

Entre los principales temas de estudio del citado proceso, las restricciones para el financiamiento emergen como una de las problemáticas más relevantes tanto en el lanzamiento del emprendimiento como en los primeros años de vida del mismo (Ang, 1991; Storey, 1994; Binks & Ennew, 1996; Sahlman et al., 1998; Schulz, 1999; Berger et al., 2001; Studart y Suaznábar, 2004; García Sánchez y Fernández de Bobadilla, 2004).

El propósito de este trabajo es completar un trabajo empírico iniciado en la segunda parte del año 2006, a través del cual primero se estudiaron los factores de riesgo más relevantes en el acceso al financiamiento según la opinión de los banqueros y en una segunda etapa, que se presenta en este "paper", se busca completar la investigación con la opinión de los emprendedores sobre la misma temática, quedando para un futuro próximo la comparación entre ambas visiones.

No hay que dejar de tener en cuenta que, en Argentina, el sistema financiero se caracteriza por un escaso desarrollo de los mercados de capitales, una presencia dominante de las entidades bancarias y la carencia de instrumentos diversificados que se adecuen al mercado (Salloum y Vigier, 1997; Cañonero, 1997; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Ascúa, 2001/2005/2007; Ruda et al., 2006).

2. CONCEPTOS RELATIVOS AL FINANCIAMIENTO DE JÓVENES PYMES

El financiamiento de las primeras fases de un emprendimiento en general comienza con la inversión de recursos financieros originados en el propio capital de los emprendedores y en los que pueden obtener de la red de vínculos personales (Winborg & Lanström, 2000; Kantis 2004).

En estos primeros pasos, el acceso al financiamiento por parte de empresas jóvenes se ve influido negativamente por factores tales como inmaduro desarrollo de productos, riesgo de mercado, disponibilidad de capital, solvencia patrimonial, estructura de propiedad y decisión (familiares involucrados), insuficiente track record en el mercado (Van Auken, 2004; Timmons 1999).

La teoría financiera tradicional sugiere que las firmas deben conformar una estructura de capital que maximice el retorno de la inversión a la vez que satisfacen los requerimientos de los analistas de riesgo comprometido (Van Auken, 2004). Sin embargo y más allá de los especiales motivos que pueden conducir a los emprendedores en su trayectoria de capital, los propietarios de nuevas empresas en general carecen de adecuada información acerca de su rango de alternativas de financiamiento, tanto en diversidad de instrumentos como de oportunidad de acceso², lo que determina que el emprendedor se sitúe en un nivel subóptimo en su estructura de financiamiento (Studart y Suaznábar, 2004; Altman & Sabato, 2006).

A su vez, las empresas deben enfrentar la mayor o menor eficiencia con que actúan los mercados financieros a los que tienen acceso. En el caso de las pymes y en particular, el de las más jóvenes, el mercado financiero de referencia es el doméstico y geográficamente más cercano a su localización (lejos del concepto de globalización).

En Argentina, el sistema financiero se caracteriza por un escaso desarrollo de los mercados de capitales y una presencia importante de intermediarios financieros bancarios (Salloum y Vigier, 1997; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Ascúa, 2005; Ruda et al., 2006). Estos agentes se ocupan tanto de las transacciones operativas de corto plazo como de estructurar financiamiento de largo plazo a las empresas. Ello atenta contra la igualdad de atención de los distintos segmentos de mercado y/o agentes solicitantes de financiamiento. De esta morfología del sistema de intermediación financiera argentino deviene la carencia de nuevos instrumentos que se adecuen a las diferentes necesidades del mercado.

Así mismo, es dable destacar que tanto las "barreras al financiamiento" de pymes ("sector poco

transparente u opaco") derivadas de las características de una oferta dominada por entidades bancarias extranjeras y de gran tamaño, como los obstáculos derivados de la volatilidad macroeconómica, típica de países en vías de desarrollo como Argentina y que se materializan a menudo a través de crisis financieras, representan significativas causas de disminución de asistencia financiera a pymes (Berger, Klapper & Udell, 2001).

La teoría de la intermediación financiera sugiere que los bancos se especializan en la producción de información y el diseño de contratos de préstamo de manera de resolver los problemas de racionamiento crediticio de las pymes, donde las asimetrías de información son más importantes (Lehmann & Neuberger, 2001).

Un sistema financiero consiste básicamente en un set institucional diseñado para transformar ahorro en inversión; para lo cual se utilizan leyes, decretos, circulares, etc. que "coordinan" y supervisan el funcionamiento del sistema a través de instrumentos y/o vehículos. Sin embargo, también es importante reconocer la influencia en el sistema de los usos y costumbres bancarias que se van acumulando y evolucionando con el paso del tiempo (influyen la manera de relacionarse entre las entidades y sus clientes prestatarios Berger & Udell, 2004). Las nuevas propuestas de negocios ante los financistas normalmente sufren la no existencia de antecedentes (track-record) en el desarrollo del tipo de negocio propuesto (inexistencia y/o dificultad extrema para evaluar ex-ante la bondad del proyecto Baumol, 1997; Mason, 1998; Beck et al., 2000). Esta situación se ve agravada en el caso de nuevas empresas que involucran la introducción de innovaciones tecnológicas. Así, el financiamiento del proceso de creación de empresas implica para los bancos un importante desafío (Diamond, 1991; Storey, 1994; Baumol, 1997).

Es típico que las pymes provean menos información a terceros (financistas) que las grandes firmas. A su vez, el grado de asimetría de información depende de la antigüedad (correlación inversa), tamaño (correlación inversa) y figura jurídica y/o legal que la contiene (Stiglitz & Weiss, 1981; Lehmann & Neuberger, 2001).

Dado que la obtención de información es costosa, los bancos tienden a realizar el proceso hasta el

punto en que los beneficios marginales esperados de esa búsqueda sean igual a cero. Si la asimetría de información remanente induce un riesgo premium, estas firmas deberán hacer frente a condiciones de seguridad por parte de los bancos (materializados a través de las conocidas garantías) en lugar de enfrentar precios más altos por el financiamiento (Stiglitz & Weiss, 1981).

En el caso de pequeñas empresas que buscan acceso a financiamiento, los altos costos de transacción relacionados con la obtención y entrega de información resultan en un racionamiento del crédito. Sin embargo, para las nuevas empresas el problema de acceso a mercados formales de financiamiento es aún más grave. Una empresa recién creada carece de historial de crédito y, por tanto, es prácticamente imposible un análisis tradicional de riesgo crediticio y de descuento de flujos de caja futuros, a la vez que los banqueros no han podido establecer consistentes lazos de relación con la empresa (Gertler, 1988). Así, diversos estudios han utilizado tanto la edad como el tamaño como criterios para clasificar firmas con restricciones y sin restricciones financieras (Deveraux & Schiantarelli, 1990; Oliner & Rudebusch, 1992).

Así, en el caso de las empresas jóvenes, el problema es más complejo ya que no sólo se trata de información asimétrica, sino también de falta de información (o en el mejor de los casos de información incompleta). Así, las empresas jóvenes deben enfrentar obstáculos más importantes que el resto de las firmas, en su proceso de financiación, a la vez que este tipo de empresas tienen también una mayor sensibilidad en su cash-flow y/o en sus requerimientos de inversión (Devereux & Schiantarelli, 1990; Oliner & Rudebusch, 1992; Beck et al., 2004).

La incertidumbre está relacionada con la falta de información pasada, necesaria para inferir la probabilidad de los eventos futuros. Las asimetrías de información están asociadas con la falta de acceso a la información de por lo menos uno de los agentes involucrados. En este caso la información también es necesaria para inferir resultados futuros del proyecto en cuestión que, en el caso concreto de una transacción financiera, sirve para inferir los riesgos de no pago de un crédito. Sin embargo, el acceso a la información no supone que ambos agentes compartan la

² El emprendedor debe enfrentar la incertidumbre de "perder" la oportunidad de acceder a mejor y mayor financiamiento futuro, sin disponibilidad de acceso al momento de decidir satisfacer esa necesidad.

misma visión sobre el futuro; éstos pueden tener distintos modelos de formación de expectativas o asignar probabilidades diferentes a la realización de eventos.

Para resolver el problema de falta de información los financistas suelen optar por solicitar a los emprendedores, es decir, un activo (en lo posible suficientemente líquido) garantía que sirva como cobertura en caso de falencia (la propia regulación emanada del banco central incentiva a solicitar este tipo de garantías preferidas). En América Latina, en general, el bajo desarrollo de los mercados de aseguramiento de activos y los obstáculos del sistema legal limitan la diversificación de instrumentos que actúen como garantías mitigantes del riesgo financiero (acercar el "piso de riesgo" emprendedor con el respectivo "techo" aceptable por los bancos)³.

En América Latina, al contrario de lo que ocurre en las economías desarrolladas, los fondos de capital riesgo son un fenómeno relativamente reciente y de baja participación en el mercado de financiamiento a nuevas empresas (Stuart y Suaznabar, 2004). El bajo nivel de desarrollo de los mercados financieros, entre otros factores, impide la proliferación de instrumentos de financiamiento de este tipo.

Sin embargo, el problema del acceso al financiamiento parece ir más allá de problemas de información, al incluirse en el análisis los problemas que surgen del propio proceso de intermediación financiera, ya que el marco teórico antes señalado subestima las diferencias entre las estructuras de los sistemas financieros de cada país y de sus sistemas de préstamos utilizados, en el nivel de acceso y disponibilidad de financiamiento a las pymes (Berger et al, 2004; Stuart y Suaznabar, 2004). Se trata de describir el doble plano en el que se desenvuelve el mecanismo de financiamiento a pymes: por un lado la presencia de diferentes tipos de entidades financieras y de sus actividades en el marco de la competencia, y por el otro, la existencia de un Sistema Financiero, con sus reglas y las condiciones establecidas para el funcionamiento

del sistema financiero por las autoridades gubernamentales y que afectan las posibilidades de financiar diferentes tipos de clientes⁴.

Las tecnologías de financiamiento transaccionales están primariamente basadas en información cuantitativa ("hard") posible de ser observada y verificada durante el proceso de creación del préstamo. Esta información "hard" incluye, entre otros, ratios financieros calculados a partir de estados contables auditados, credit-scores estimados sobre información del track-record de los clientes pymes y de sus propietarios aportada por los burós de crédito, o información contabilizada y transmitida por los propios clientes. Esta información puede ser fácilmente recolectada, verificada y transmitida a través de los canales de comunicación de la entidad financiera. Las tecnologías de transacciones individuales se diferencian por el tipo y fuente de información "hard" que es la principal base para tomar la decisión crediticia.

Las tecnologías de financiamiento a partir de las relaciones, se basan fundamentalmente en información cualitativa ("soft") recolectada por el contacto a lo largo del tiempo con los propios clientes pymes (empresas, propietarios y gerentes) como miembros de una comunidad local. Esta información "soft" incluye el carácter y la confianza de los oficiales de crédito en los propietarios de las pymes (a partir de la experiencia en el contacto directo con el cliente) y/o en las perspectivas futuras de la pyme a partir de juntar información emanada de los proveedores, clientes, etc. relacionados con el cliente, potencial prestatario. La información "soft" puede ser a menudo apropiada por el oficial de crédito y en algunos casos no es perfectamente transmisible en la entidad financiera. (Berger, Miller, Petersen, Rajan, and Stein, 2004).

Hay un número importante de razones en virtud de las cuales los bancos grandes pueden tener ventajas comparativas en el empleo de tecnologías para el financiamiento transaccional basadas en información "hard" mientras que las pequeñas instituciones pueden tener ventajas comparativas

en el uso de tecnologías de préstamos basadas en las relaciones y en información "soft".

Los grandes bancos pueden captar economías de escala en el procesamiento de información "hard" pero suelen ser incapaces de alcanzar las ventajas de procesar adecuadamente la información "soft" porque es de difícil transmisión y cuantificación a través de los canales internos a las instituciones grandes (Stein, 2002; Cole, Goldberg, and White, 2004; Berger, Miller, Petersen, Rajan, and Stein, 2004).

El sistema de financiamiento a pymes basado en credit-scoring es empleado por los grandes bancos para analizar solicitudes de empresas pymes (Berger & Udell, 2004). Esta tecnología está basada en el track-record y capacidad de crédito del propietario de la empresa pyme más que en los duros ratios financieros de la propia empresa. A su vez, la tecnología de préstamo basado en los activos es empleada a menudo por los bancos grandes para financiar el segmento pyme (más opaco). Estas operaciones implican elevados costos de procesamiento de la información suministrada por el cliente y su auditoría de veracidad (valuación de inventarios, flujo de fondos, etc.) a la vez que se involucran garantías como elemento clave de decisión por parte del financista.

Emergen diferencias claras si se trata de grandes o pequeñas instituciones, de capital nacional o extranjeros, de propiedad estatal o de capital privado. También ha merecido la atención de la bibliografía los efectos que tiene la concentración del mercado financiero sobre el financiamiento a pymes (Petersen and Rajan, 1995). Bajo el enfoque de relaciones de financiamiento aparecen más problemas de agencia creados dentro de las propias instituciones, porque los oficiales de crédito que tienen contacto directo a lo largo del tiempo con sus clientes pymes y son los depositarios del stock de información soft; no puede ser claramente comunicada a la dirección superior de la entidad bancaria. Esto genera ventajas competitivas a las pequeñas instituciones con menores costos de agencia porque típicamente tienen menor distancia entre la dirección superior y sus oficiales crediticios (existen normalmente menos capas o estratos jerárquicos - Berger & Udell, 2002; 2004).

Así mismo, los bancos grandes tienen desventajas en el desarrollo de relaciones de financiamiento con pymes por sus propias desventajas organizacionales y por su tendencia a proveer asistencia financiera a grandes corporaciones (Williamson, 1988).

Adicionalmente, las instituciones grandes desarrollan relaciones menos duraderas, menos exclusivas, más impersonales y distantes con sus clientes pymes (Berger, Miller, Petersen, Rajan, and Stein, 2004). A diferencia de sus clientes corporativos en los cuales el management está en permanente mutación y su grado de compromiso es sólo profesional; las empresas pymes se basan en interlocutores dueños y/o gerentes de baja rotación con alto nivel de compromiso personal.

El mercado también podría estar operando de manera de direccionar el segmento de pymes poco transparentes hacia financistas caracterizados por su pequeño tamaño y acción local, que operan con tecnología de préstamos basados en las relaciones. La evidencia empírica del proceso de fusiones (M&A) entre entidades financieras sobre el financiamiento a pymes ofrece también sustento a suponer que luego de la fusión, estas entidades más grandes tienden a disminuir su presencia como prestamistas de empresas pymes, dejando espacio a las entidades locales (Berger, Saunders, Scalise, and Udell, 1998; Berger, Goldberg, and White 2001; Avery & Samolyk 2004). Así, pensar en la posibilidad de incentivar la creación de nuevas entidades con acción local aparece como necesario para sostener la oferta de financiamiento a pymes (Berger, Bonime, Goldberg, and White, 2004).

La comparación internacional permite afirmar que las participaciones más elevadas en los sistemas financieros nacionales de pequeños bancos están asociadas positivamente con el mayor financiamiento a pymes (Berger, Hasan, and Klapper, 2004). La experiencia empírica también sugiere que si el ambiente regulatorio es restrictivo para las instituciones financieras, conduce a la reducción de financiamiento para las pymes.

El caso del sistema financiero argentino muestra una clara tendencia a la concentración en pocas entidades bancarias ubicadas con sede central en Buenos Aires y con elevada cobertura territorial.

³ A menudo este comportamiento conduce a un problema de "garantías en exceso" cuando, con el fin de reducir los costos potenciales de la ejecución de la garantía o de ejecutar colaterales menos líquidos, se piden garantías que superan el valor del crédito. (es práctica habitual solicitar entre el 140 y 200% del valor del financiamiento otorgado).

⁴ Hay que tener en cuenta que las prácticas habituales del sector dependen básicamente de las normas específicas que regulan el mercado y de las prácticas financieras del país donde operan más que de las características de la empresa (Dowers et al, 2000; Stallings y Stuart, 2002; Stuart y Suaznabar, 2004).

Entre diciembre 1994 y diciembre 2006, el sistema financiero argentino se redujo de 205 a 85 instituciones bancarias. A su vez, las 10 primeras entidades explican el 70% de los activos, el 74% de los depósitos y el 67% de los préstamos totales (BCRA Boletín Estadístico).

Esta tendencia en el sistema financiero argentino, evidentemente introduce una paulatina preponderancia de los sistemas de otorgamiento de financiamiento basado en información hard y menos "relaciones con clientes intensivos".

Una cuestión adicional en la temática analizada la constituye la volatilidad de los ciclos económicos registrada en países como Argentina. Así, el problema de las asimetrías de información involucra un factor adicional con elevada influencia derivada de las condiciones y perspectivas macroeconómicas para los prestatarios, es decir, que el diferencial de riesgo no sólo está asociado al tipo de proyecto y de gestión que realiza una empresa individual. El grado de volatilidad macroeconómica es una de las diferencias importantes entre los escenarios en los que operan los emprendedores latinoamericanos y los de economías más desarrolladas.

América Latina ha experimentado en la década de los años noventa niveles de volatilidad mucho más significativos que en el caso de economías más desarrolladas, como la Unión Europea o las economías de la OCDE (Stuart y Zuasnábar, 2004). Mayor volatilidad macroeconómica y subdesarrollo relativo del sistema financiero implican mayores riesgos en el momento de analizar el financiamiento para las nuevas empresas latinoamericanas en comparación con empresas nuevas en economías más desarrolladas, a la vez que conducen a tasas de interés más altas y plazos de amortización más cortos.

3. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

Se utilizó una encuesta escrita que sirvió de guía para las entrevistas personales realizadas a un grupo de 100 emprendedores que iniciaron su empresa luego de la crisis macroeconómica del año 2002⁵.

La encuesta se compuso de cuatro capítulos básicos:

- i) Tipología del emprendedor: edad, nivel de educación, experiencia previa, emprendimiento unipersonal o asociativo.
- ii) Evaluación de los principales factores de riesgo: 1. Potencial conflicto en la Dirección de la empresa; 2. Potenciales conflicto con los socios y/o familiares participantes en el emprendimiento; 3. Riesgo propio del sector (falta de demanda, precios de venta y rentabilidad inalcanzables); 4. Debilidad de la competitividad del emprendimiento; 5. Condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento (requerimientos de información y de garantías, altas tasas de interés); 6. Falta de liquidez; 7. Escasa disposición de capital; 8. Limitaciones estructurales de la nueva empresa para ejercer la función financiera; 9. Volatilidad macroeconómica del país.
- iii) Factores más influyentes en la probabilidad de aceptación de la solicitud de financiamiento: 1. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional; 2. El emprendimiento es unipersonal; 3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de 5 años); 4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada.; 5. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital; 6. Los motivos especiales del fundador del emprendimiento; 7. El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio); 8. El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses; 9. Disponibilidad de capital propio; 10. Disponibilidad de otorgar garantías; 11. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos).
- iv) Grado de acceso a financiamiento en los últimos dos años: nivel y satisfacción en términos de plazos, tasas, garantías y condiciones en general.

Hipótesis 1: La provisión imperfecta de información y comunicación (gerencial, de mercado y financiera) genera asimetrías entre las partes. (Akerlof, 1970; Stiglitz & Weiss, 1981; Binks et al, 1992; Deakins y Hussain, 1994).

Hipótesis 2: Las características del emprendedor tienen implicaciones en la diferente valoración de los factores de riesgo. Se supone que los emprendedores con mayor edad, experiencia previa en el rubro y nivel de formación logran mejor acceso al financiamiento.

Hipótesis 3: La presencia de factores-soporte al nuevo emprendimiento, tales como red personal y programas de apoyo gubernamental, de universidades, incubadoras, de agencias de desarrollo, entre otros; influye en la capacidad de las nuevas empresas en acceder al financiamiento. Se trata de validar la hipótesis del spill-over del entorno sobre la efectividad en el desarrollo de nuevas empresas.

Las pruebas de hipótesis se realizaron a través de pruebas no paramétricas (test Chi-Cuadrado y exacta de Fisher) y la utilización del Análisis de Interacciones Dinámicas (AID), las cuales otorgaron información sobre los diferenciales en la valoración de los diferentes factores. Se buscó interpretar los posibles efectos de las interacciones entre un gran número de factores (variables) independientes. El análisis de una importante cantidad de interacciones se realiza con la ayuda del AID. Los determinantes del acceso a financiamiento fueron analizados utilizando sistema de regresión OLS.

Los factores de riesgo se ordenaron según ranking de importancia y frecuencia asignada por los entrevistados (escala de Likert: 1=muy importante/siempre ↔ 5=insignificante). Adicionalmente, se evaluó la influencia de cuatro principales rasgos característicos del emprendedor entrevistado (edad, nivel de formación, experiencia previa en el rubro, emprendimiento individual o asociativo).

Por último, se analiza el nivel de acceso a financiamiento bancario de los emprendedores entrevistados, relacionando los factores de riesgo valorados en las secciones 2 y 3 y teniendo en cuenta la tipología del emprendedor (sección 1).

4. RESULTADOS DEL TRABAJO DE CAMPO

El trabajo empírico ofrece evidencia suficiente para afirmar que la restricción en el acceso al financiamiento no se trata sólo de asimetría de información sino que influyen en él una valoración

asimétrica de factores de riesgo por parte de los propios emprendedores al presentar su negocio ante los financistas.

En opinión de los emprendedores, la influencia de la incertidumbre macro-económica de países como Argentina constituye el principal factor de riesgo que enfrentan sus emprendimientos (media 1,30 puntos ver Tabla 1). Este factor junto a la percepción de una escasa disposición de capital propio (media 3,30) y a la falta de liquidez en el nuevo emprendimiento (media 3,08), son los que determinarían significativamente el racionamiento de crédito que reciben las nuevas empresas.

Los conflictos relacionados con la conducción del negocio (media 4,42), tanto los vinculados a la dirección de la empresa como los relativos a potenciales conflictos entre los socios y familiares participantes en el emprendimiento (media 4,51), no revisten importancia alguna para los emprendedores.

Los factores microeconómicos relacionados con el propio sector en el que se desempeña la empresa (media 3,32) y con la capacidad competitiva del emprendimiento (media 3,13), constituyen variables cuya valoración es considerada como insignificante por el emprendedor en el análisis de riesgo.

Las condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento, las que incluyen requerimientos de información y de garantías y el nivel de las tasas de interés ofrecidas, son valoradas como muy importantes por los empresarios y consideradas como principales barreras en el acceso al financiamiento (media 2,11).

Del análisis estadístico realizado y con relación a la provisión imperfecta de información y comunicación (gerencial, de mercado y financiera) que genera asimetrías entre las partes, se puede aceptar que los financistas requieren siempre del emprendedor información estratégica de gestión y de mercado para evaluar la solicitud de financiamiento, destacándose la importancia y la frecuencia con la que son evaluados factores tales como demanda, competencia, precios de venta, liquidez, capitalización. La capacidad de los emprendedores de satisfacer estos factores constituye un punto crítico a resolver al momento de la solicitud de financiamiento.

⁵ En el trabajo de campo se utilizaron asistentes de investigación que hicieron contacto con los encuestados, se atendieron sus interrogantes y personalmente se solicitaron las devoluciones de la encuesta.

En este sentido, resulta importante mencionar la valoración que realizan los propios emprendedores como debilidad en su gestión, al registrar como un factor de riesgo importante, a sus propias limitaciones estructurales para ejercer la función financiera (media 2,64).

La tipología del emprendedor influye sobre su valoración, ya que aquellos emprendedores jóvenes, con mayor nivel educativo y sin experiencia previa, se muestran con mayor confianza en su evolución futura y una menor valoración de las condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento y de la volatilidad macroeconómica. (ver Tabla 1).

Tabla 1: Importancia de los factores de riesgo en el financiamiento a nuevas empresas

Factores / Importancia *	Media	Moda	Desviación standard	Coef Asimetría
1. Conflicto en la Dirección de la Empresa	4,42	5,00	0,966	-1,90
2. Conflictos con los socios y/o familiares participes en el emprendimiento	4,51	5,00	0,870	-2,14
3. Riesgo del propio sector (falta de demanda, precios de venta y rentabilidad inalcanzable)	3,32	3,00	1,091	-0,19
4. Debilidad en la competitividad del emprendimiento	3,13	3,00	1,116	-0,17
5. Condiciones del propio mercado de oferta de financiamiento	2,11	3,00	0,952	0,13
6. Falta de liquidez	3,08	3,00	1,269	-0,00
7. Escasa disposición de capital propio	3,30	5,00	1,330	-0,20
8. Limitaciones estructurales de la nueva empresa para ejercer la función financiera	2,64	3,00	1,210	0,24
9. Volatilidad macroeconómica	1,30	1,00	0,560	1,73

* p≤0,01

Con relación a la frecuencia e importancia con que son considerados los principales factores de riesgo que el financista analiza al momento de otorgar financiamiento a nuevas empresas⁶ se mencionaron once factores explícitos, en los cuales el emprendedor podría ofrecer al financista señales que le ayuden a evaluar la posibilidad de otorgar financiamiento. Por ejemplo, el hecho que una empresa joven haya recibido un premio o haya accedido a un certificado de calidad, deberían otorgar un indicio positivo al financista en la evaluación crediticia. Si una empresa se ha incubado exitosamente y comienza sus actividades independientes, presenta indicios de probabilidad de éxito diferente a una empresa naciente que no haya recibido ese apoyo y entrenamiento previo. La acción de las redes empresariales y sus ventajas en el acceso a información y toma de decisiones, en Argentina no se ha visto extendida a la acción de los banqueros cuyas normas y lógica de

acción se basan fundamentalmente en el track-record y en los "burós" de información crediticia.

De esos once factores, la disponibilidad de otorgar garantías (media 1,70) y la disponibilidad de capital propio (media 2,04) constituyen aquellos más importantes en la perspectiva de los emprendedores (ver Tabla 2).

Siguiendo estudios previos para el caso argentino, no se han podido captar factores del conjunto señalado que permitan individualmente mitigar el riesgo y conduzcan al financista a aprobar indubitablemente la solicitud (Ascúa, 2007). Solamente la presencia de garantías preferidas favorecería el otorgamiento de financiamiento (es decir, aquellas que cuentan con elevada liquidez y/o muy bajo nivel de riesgo). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas "tutoras" al emprendimiento (factores 1, 3 y 5) constituyen mitigantes parciales y que en opinión y experien-

cia de los emprendedores, hasta el presente sólo con una baja frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas en el momento de analizar una solicitud de financiamiento (ver Tabla 2).

Tabla 2: Frecuencia e importancia en la consideración de factores mitigantes de riesgo

Factor / Importancia - Frecuencia *	Media	Moda	Desviación standard	Coef Asimetría
1. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional	3,90	4,00	1,020	-1,136
2. El emprendimiento es unipersonal.	3,81	4,00	0,837	-0,470
3. La creación del emprendimiento está relacionada a otra empresa exitosa y con suficiente experiencia	3,59	4,00	0,911	-0,559
4. La creación del emprendimiento ha sido formalizada	2,60	2,00	0,964	0,607
5. Que existe involucramiento en el emprendimiento de un financista privado que aporte capital.	3,27	4,00	0,994	-0,190
6. Los motivos especiales del fundador del emprendimiento.	2,95	3,00	0,914	-0,304
7. El emprendimiento registra rentabilidad inicial por recibir apoyo exógeno a la firma (subsidio)	2,82	2,00	1,158	0,161
8. El emprendimiento está preparado para soportar un diferencial más alto de intereses.	2,80	3,00	1,005	0,110
9. Disponibilidad de capital propio.	2,04	2,00	0,764	0,901
10. Disponibilidad de otorgar garantías.	1,70	1,00	0,948	1,582
11. Capacidad del emprendedor para relacionarse (red de vínculos)	2,63	2,00	0,991	0,297

* p≤0,0

La salida a estos condicionantes emerge por la vía del sistema de relaciones de financiamiento entabladas por los gerentes y sus clientes. Se verifica una correlación positiva entre los emprendedores con mayor edad y experiencia previa como empresario y su disposición a plantear el análisis de financiamiento a nuevas empresas por la vía de las relaciones personales con los financistas. Lo interesante es que no se trata sólo de un análisis cualitativo sino de un set de indicadores adicionales que se concentran alrededor de los siguientes factores:

1. Nivel potencial de conflicto entre los integrantes de la dirección de la empresa (reglas escritas o no de gobernabilidad interna)
2. Grado de potencial conflicto con los socios y/o familiares intervinientes en la gestión de la nueva empresa.

3. El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional (media 3,90 ver Tabla 2). Se han mencionado, entre otros, indicios positivos cuando una empresa nueva ha contado con el apoyo de una incubadora, del gobierno local, de universidades, etc. o registra por ejemplo, haber recibido premios y/o participado en concursos de emprendedores.
4. La creación del emprendimiento está relacionada con otra empresa exitosa y con suficiente experiencia (más de 5 años). Media 3,59 en Tabla 2.
5. La creación del emprendimiento ha sido formalizada (media 2,60 en Tabla 2).
6. Que existe compromiso en el emprendimiento de un financista privado que aporta y/o asegura disponibilidad de capital (media 3,27 en Tabla 2).

6 Con relación a la importancia en la aceptación de riesgo al analizar una solicitud de financiamiento, se trató de captar que el entrevistado indicara la importancia de cada factor en el posibilidad de acceso a financiamiento.

7. Capacidad del emprendedor para relacionarse (Red de vínculos) en los ambientes tales como cámaras empresarias, centros de desarrollo y transferencia tecnológica vínculos comerciales más complejos que el sólo sistema de compra-venta (calidad de clientes y proveedores), programas de apoyo y desarrollo de gestión comercial (mercado interno y externo). Media 2,63 en Tabla 2.

La red personal del emprendedor puede ser relevante al momento de bucear mejores vías de acceso a financiamiento. De acuerdo con la perspectiva de red, los emprendedores no actúan solos ni toman decisiones aisladamente sino que fundamentalmente la actividad del emprendedor es actuar en red, dentro de un contexto socioeconómico (Johannisson, 1991). Cuanto más larga y compleja sea la red del emprendedor, mayor y mejor información contará para acceder a financiamiento (influyen positivamente los contactos con profesionales, consultores, asesores, abogados, etc. Timmons, 1999; Johannisson, 2000).

De acuerdo con el estudio de campo, esta capacidad del emprendedor para relacionarse no es valorado como un factor relevante en el análisis de elementos que permitan acceder más y mejor a financiamiento (ver Tabla 2). Sin embargo, la influencia de la red de vínculos personales del emprendedor se correlaciona positivamente con la utilización por parte de los financistas del sistema de análisis "soft" basado en las relaciones personales (Berger et al. 2001).

La vía alternativa de otorgar el financiamiento a nuevas empresas, que utiliza el citado análisis "soft" se materializa a través de la utilización del canal de calificación crediticia personal de los integrantes de la nueva empresa.

Se podría señalar que a partir del panel consultado, los emprendedores han realizado una especie de "bootstrapping bancario" ya que haciendo uso de mecanismos de relación personal con los financistas (básicamente gerentes de sucursales de bancos) acceden a financiamiento evitando las reglas o normas para empresas. A diferencia de lo que sucede en países anglosajones, en el caso argentino se utiliza el crédito personal y/o de consumo más que las típicas tarjetas de crédito personales (Winborg & Landström, 2000).

Surge claramente del trabajo de campo el integral conocimiento que los emprendedores tienen sobre la importancia de disponer de garantías satisfactorias para lograr acceder al financiamiento (en especial si son preferidas, con elevada liquidez y/o elevada seguridad), ya que su valoración es la más elevada con una media 1 de 1,70 (ver Tabla 2). La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas "madrinas" al emprendimiento constituyen mitigantes parciales que con frecuencia son tenidos en cuenta por los financistas.

Tal como se señaló, los mismos emprendedores reconocen sus limitaciones estructurales para desempeñar eficientemente la función financiera. Superficialmente se asimilan estas restricciones a cuestiones informativas de la gestión, fuertemente vinculadas al problema de asimetrías de información. En lo sustantivo, los emprendedores, si bien reconocen esta limitación, no realizan gestión financiera consistente con la vía de las relaciones con financistas y canal de calificación crediticia personal.

Es obvio que la existencia de volatilidad macroeconómica observada en las economías en desarrollo (Stuart, 2003) afecta el proceso de decisión y planificación en la empresa. La mayoría de los emprendedores entrevistados reconocen la importancia de este factor, dejando la sensación que su relevancia es sustantiva y determinante en el éxito de largo plazo del emprendimiento. También señalan que esta volatilidad macro impide planificar y por ende generar documentos de proyección del negocio valederos, cuya probabilidad de concreción sea elevada y susceptibles de ser analizados por los financistas. En general los emprendedores, tanto pertenecientes a esta muestra como los consultados en recientes y similares estudios (Kantis et al 2000; Kantis, 2004; Ascúa, 2007), no se muestran propensos a ofrecer esta información a los financistas ni a aceptar la razonabilidad de estas normas de análisis que utilizan los bancos.

El nivel de acceso a financiamiento bancario de los emprendedores consultados es en términos generales bajo, 28%, proporción que disminuye al 13% si esa proporción es ponderada en términos de satisfacción superior a 50% (ver Tabla 3). El plazo obtenido y "otras condiciones" son los factores con menor valoración, mientras que

"tasas de interés" a diferencia de lo supuesto a priori es el factor con mejor nivel de satisfacción. Resulta interesante la apertura de la valoración del factor "otras condiciones" ya que la media señala un nivel de baja satisfacción (mayor a 3), incluyendo en él temas como requerimientos de información, oportunidad para su presentación, gastos adicionales, imposiciones comerciales⁷ y formalidades de la instrumentación del préstamo.

En esta sección también se visualiza la influencia del factor "macroeconómico" ya que el nivel de

satisfacción está directamente relacionado con el acceso a financiamiento bancario subsidiado por intervención estatal. En una economía como la argentina, con inflación creciente, la pretensión de los empresarios es acceder a financiamiento (deuda) nominado en moneda doméstica, a largo plazo (3 a 5 años) y con tasas de interés fijas subsidiadas por el Estado. Como la distribución de estas líneas se realiza a través de las entidades financieras (bancos) el racionamiento afecta especialmente a empresas jóvenes, sin track-record.

Tabla 3: Acceso a financiamiento en el último año

SÍ = 28%	Media	Moda	Desviación standard	Coef .Asimetría
Nivel de satisfacción *	3,46	5,00	1,347	-0,46
1. Plazo	3,89	3,00	0,956	-0,05
2. Tasa de interés	3,36	3,00	1,062	-0,20
3. Garantías	3,79	5,00	1,424	-0,84
4. Monto	3,86	4,00	1,208	-1,06
5. Otras condiciones	4,00	5,00	0,903	-0,33

Escala de valoración: 1=alto, 5 = bajo

* p≤0,01

Los resultados de la regresión sobre acceso al financiamiento son presentados en la Tabla 4. De acuerdo con las hipótesis 2 y 3, la evaluación de factores de riesgo tales como disponibilidad de capital propio, disponibilidad de otorgar garantías, habilidad del emprendedor para interactuar (redes y vínculos), nivel educativo, experiencia previa como emprendedor, tienen positivo impacto en el proceso de acceso al financiamiento. El ejercicio

de regresión permite probar aquellas hipótesis. La experiencia previa empresarial está también positivamente relacionada con el acceso al financiamiento. También, el apoyo desde la red aparece positivamente correlacionado. La percepción negativa y de volatilidad macroeconómica no está correlacionada con el acceso al financiamiento.

Tabla 4: Resultados de Regresión Acceso al Financiamiento

Variables	Coficiente	Error std. robusto	t
El emprendedor tiene experiencia previa en el sector	0,0298295	0,0393839	0,75
Edad	0,0170733	0,0021221	0,41
Nivel educativo	0,1271138	0,0356174	2,73***
El emprendedor tiene experiencia previa como emprendedor	0,0749787	0,0420799	1,75*
Conflictos en la dirección de la empresa	-0,1018282	0,0401879	-2,31**
Conflictos con los socios y/o familiares en la empresa	-0,1119375	0,0540817	-2,53
Propio riesto del sector (falta de demanda, inalcanzables precios proyectados y rentabilidad)	0,0470476	0,0061019	1,28

⁷ Ya se ha señalado que las entidades bancarias en Argentina básicamente son multipropósito, con fuerte inclinación a obtener ingresos por operaciones de transacción, las que se transforman en "imposiciones comerciales" al momento que una empresa solicita asistencia financiera.

Variables	Coefficiente	Error std. robusto	t
Debilidad en la competitividad del negocio	0,0170733	0,0021221	0,41
Condiciones del mercado de oferta de financiamiento	0,1513652	0,0563004	-1,96
Falta de liquidez	0,1932562	0,0134224	2,90***
Escasez de disponibilidad de capital	0,1135972	0,0124431	2,95***
Limitaciones estructurales de la nueva empresa para gerenciar la función financiera	0,1271138	0,0356174	-2,93
Volatilidad macroeconómica	-0,0485218	0,0664691	-1,09
El emprendedor recibe apoyo estatal y/o institucional	0,0293191	0,9063819	2,93
El negocio es unipersonal	0,2385462	0,0286854	-1,09***
La creación de la empresa está relacionada a otra compañía exitosa.	0,0119571	0,0717585	0,28
La creación de la empresa ha sido formalizada	0,0389481	0,0393953	-0,10
Un financista privado se encuentra involucrado en el emprendimiento, aportando capital y experiencia.	1,0925327	0,0348448	1,48**
Las especiales razones del fundador.	0,2789023	0,0518311	1,95***
El negocio registra rentabilidad inicial porque recibe un apoyo exógeno (subsidio)	-0,745899	0,2110794	-1,48
El negocio puede afrontar tasas de interés más elevadas.	-0,6530819	0,1303933	-1,13
Disponibilidad de capital propio.	-0,4092983	0,0454438	1,31
Disponibilidad para otorgar garantías.	1,9912193	0,9468353	3,97
Habilidad del emprendedor para interactuar (red y vínculos)	0,0108652	0,0706565	2,55**
Resumen modelo			
N	100		
F estadístico	5,82***		
R ²	0,38		

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

5. CONCLUSIONES

El análisis del trabajo empírico realizado, permite afirmar que las asimetrías de información con los financistas forman parte importante de un conjunto de barreras en el acceso al financiamiento pero no son consideradas fundamentales por los emprendedores, destacándose la ausencia de conocimientos acerca de cómo disminuir esas asimetrías entre aquellos que no accedieron al financiamiento. Si bien es considerada por los emprendedores la influencia de la incertidumbre y la volatilidad macro-económica de países como Argentina, su

valoración se ubica como variable exógena al emprendimiento.

Los resultados del análisis de regresión para el acceso al financiamiento teniendo en cuenta como variables independientes a los factores señalados en las Tablas 1 y 2, indican que de acuerdo con la Hipótesis 1, la provisión imperfecta de información y comunicación entre las partes genera asimetrías entre las partes. Esta hipótesis se acepta ya que para los emprendedores que accedieron a financiamiento, su valoración de los factores vinculados a generación de información y comunicación es relevante.

La falta de liquidez, la escasa cuota de capital propio y la escasa disposición de capital constituyen los más importantes factores de riesgo para el acceso al financiamiento en las empresas jóvenes. Los conflictos relacionados con la conducción del negocio y las inexactitudes en la proyección de mercado (demanda y precios) constituyen factores de riesgo irrelevantes en opinión de los emprendedores. Esta valoración se halla influida por la experiencia previa y la edad del emprendedor.

A partir del trabajo empírico realizado, también se han podido captar factores que permiten mitigar los riesgos para el financista de otorgar financiamiento. Dentro del espectro de "spill-over" del entorno, la acción eficiente de sistemas de garantías reconocidos por el sistema financiero son determinantes al momento de acceder al financiamiento. La existencia de apoyo gubernamental, institucional y/o de empresas "madrinas" al emprendimiento constituyen mitigantes parciales que son tenidos en cuenta por los financistas.

Los emprendedores son conscientes de que la complementariedad existente entre garantías satisfactorias para el banco y la utilización del método del flujo de caja futuro para evaluar el otorgamiento del financiamiento.

De acuerdo con la hipótesis 2, las características del emprendedor tienen implicaciones en la diferente valoración de los factores de riesgo. Esta hipótesis se acepta en función que la tipología del emprendedor determina la diferente valoración de factores de riesgo y condiciona el acceso al financiamiento.

Aquellos emprendedores que accedieron al financiamiento, porción que representa sólo una parte minoritaria de la muestra (alrededor del 30%) combinaron estas características:

- Experiencia previa personal de los emprendedores.
- Fuertes vínculos personales con el sistema financiero.
- Adecuada disposición de garantías.
- Haber demostrado capacidad del emprendedor para relacionarse en red.
- Tener fuertes condiciones de competitividad en su emprendimiento.

Si bien se consideran importantes para disminuir el riesgo moral y la asimetría de información con el financista, contar con factores tales como fluido acceso a capital, con adecuada cuota de capital propio y con el involucramiento de empresarios exitosos, estos factores no se visualizan en aquellos emprendimientos que lograron acceder al financiamiento.

A su vez, los emprendedores que mejor accedieron al financiamiento bancario, no se encuentran comprendidos entre aquellos que consideran el riesgo macro-económico como uno de los principales factores de riesgo que afectan el acceso al financiamiento.

Por último, en cuanto a la hipótesis 3, que planteó que la presencia de factores-soporte al nuevo emprendimiento, tales como red personal y programas de apoyo gubernamental, de universidades, incubadoras, de agencias de desarrollo, entre otros; influye en la capacidad de las nuevas empresas en acceder a financiamiento, se acepta teniendo en cuenta los resultados del análisis de regresión, ya que se detectó impacto positivo en el acceso a financiamiento de aquellos emprendedores que recibieron con mayor intensidad el "spill-over" del entorno cercano.

BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, G. (1970), "The market for lemons: qualitative uncertainty and market mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, 89.
- Altman, E. & Sabato, G. (2006) "Modeling credit risk for SMEs: Evidence from the UD market". Working Paper SSRNid872336.
- Ang, J. 1991 "Small business uniqueness and the theory of financial management" *The Journal of Small Business Finance*, 1.
- Ascúa, R. (2001), "La revalorización del rol de las garantías en el proceso de acceso al crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas", DT Fundación Potenciar Rafaela, Memorias 6ª. Reunión Anual Red Pymes MERCOSUR.
- Ascúa, R. (2003) "Estudio y propuestas para el fortalecimiento de la oferta de financiamiento."

- Cap. 3 en Kantis, H. (Coord.) "Estudio en el área del desarrollo empresarial en la República Argentina" - Agencia de Cooperación Internacional del Japón (JICA) y Universidad Nacional de General Sarmiento - Instituto de Industria.
- Ascúa, R. (2005) "Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina" D.T. N° 26 Serie Estudios y Perspectivas CEPAL Oficina Buenos Aires.
- Ascúa, R. (2007) "Evaluation of the risk factors in the financing to new companies in Argentina" ICBS 52° World Conference, Turku, Finland.
- Audretsch, D. (1995) "Innovation and Industry Evolution" Cambridge, MA: MIT Press.
- Audretsch, D. y Thurik, R. (2001) "Linking entrepreneurship to growth" OECD Directorate for Science, Technology and Industry Working Paper.
- Avery, R. and Samolyk, K. (2004) "Bank Consolidation and the Provision of Banking Services: Small Commercial Loans." Journal of Financial Services Research 25.
- Baumol, R. (1997) "Entrepreneurship, Management and the Structure of Payoffs." Cambridge, MA: MIT Press.
- Beck, B.; Demirgüç-Kunt, A.; Laeven, L. & Maksimovic, V. (2004) "World Bank Policy Research" Working Paper 3204.
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, Levine and Maksimovic, V. (2000) "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence". Papers 2423, World Bank- Country Economics Department.
- Berger, A. & Udell, G. (2004) "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance" World Bank Conference on Small and Medium Enterprises: Overcoming Growth Constraints - World Bank, MC 13-121. October 14-15, 2004
- Berger, A., Klapper, L. and Udell, G. (2001) "The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses" - Policy Research Working Paper 2656 - The World Bank Development Research Group Finance.
- Berger, A., Miller, M., Petersen, M., Rajan, R. and Sctein, J. (2004) "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks." Journal of Financial Economics.
- Berger, A.; Bonime, S.; Goldberg, L. and White. L. (2004). "The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on Entry in the Banking Industry." Journal of Business 74.
- Berger, A.; Hasan, I. and Klapper. L. (2004). "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance." Journal of Financial Services Research 25.
- Berger, Allen N. and Gregory F. Udell. (2002). "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organizational Structure." Economic Journal 112: F32-F53.
- Berger, Allen N., Anthony Saunders, Joseph M. Scalise, and Gregory F. Udell. (1998). "The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending." Journal of Financial Economics 50.
- Berger, Allen N., Lawrence G. Goldberg, and Lawrence J. White. (2001). "The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business Credit." European Finance Review 5.
- Binks, M. and Ennew, C. (1996) "Growing firms and credit constraint" Small Business Economics. Vol. 8 N° 1.
- Binks, M. and Reed, C. (1992), "Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms", International Business Journal, Vol 11.
- Bleger, L. and Rozenwurcel, G. (2000), "Financiamiento a las pymes y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información" Desarrollo Económico (IDES) vol. 40, N°157 (abril-junio de 2000).
- Buame, S. (1992) "Stimulation of Entrepreneurship: An Integrative Approach". European Small Business Seminar.
- Cañonero, G. (1997) "Bank concentration and the supply of credit in Argentina" IMF Working Paper.
- Cole, Rebel A., Lawrence G. Goldberg, and Lawrence J. White. 2004. "Cookie-cutter versus character: The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks." Journal of Financial and Quantitative Analysis 39.
- Deakins, D. & Hussain, G. (1994), "Risk assessment with asymmetric information", Journal of Bank Marketing, 12.
- Devereux, M. & Schiantarelli, F. (1990), "Investment, Financial Factors and Cash Flow from U.K. Panel Data", in: G. Hubbard (ed.), Information, Capital Markets and Investment, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Diamond, D. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and directly placed Debt", Journal of Political Economy, pp. 687-721.
- Dowers, K.; Gómez Acebo, F. y Masci, P. (2000) "Making Capital Markets Viable in Latin American", Infrastructure and Financial Markets Review, vol. 6, n° 3, Washington: IMF, diciembre.
- García Sánchez, A. y Fernández de Bobadilla, G. (2004) "Motivaciones y obstáculos en la creación de empresas. Efectos de la experiencia empresarial" BOLETÍN ECONÓMICO DE ICE N° 2819.
- Gertler, M. (1988), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview" Journal of Money, Credit, and Banking 20.
- Johannisson, B. (1991) "Entrepreneurship the management of ambiguity" Lund+Växjö University
- Johannisson, B. (2000) "Networking and entrepreneurial growth" in Sexton, D. & Landström, H. (eds.) Handbook of Entrepreneurship, London, Blackwell.
- Kantis, H. (2004) "Nacimiento y desarrollo de empresas dinámicas en América Latina" Cap. 2 en Kantis, H. (2004) "Desarrollo Emprendedor. América Latina y la experiencia internacional" Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) y Fundes Internacional.
- Kantis, H. y Komori, M. (2002) "Empresarialidad en economías emergentes. Creación y desarrollo de nuevas empresas en América Latina y el Este de Asia" BIDD+UNGS+JERI
- Kantis, H., Angelelli, P. y Gatto, F. (2000). "Nuevos Emprendimientos y Emprendedores en Argentina: De Qué Depende su Creación y Supervivencia?." Universidad Nacional de Córdoba, Memorias de la 5ª. Reunión Anual de la Red PyMEs Mercosur.
- Lehmann, E. & Neuberger, D. (2001) "Do Lending Relationships Matter? Evidence from Bank Survey Data in Germany" Journal of Economic Behavior & Organization Volume 45 Issue 4.
- Mason, C. (1998). "El Financiamiento y las Pequeñas y Medianas Empresas". En Desarrollo y Gestión de PyMEs: Aportes Para Un Debate Necesario, ed. H. Kantis. Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Oliner, S. & Rudebusch, G. (1992), "Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment", Review of Economics and Statistics 74.
- Petersen, M. & Rajan, R. (1995) "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship." Quarterly Journal of Economics 110: 407-443.
- Reynolds, P., Camp, S., Bygrave, W., Autio, E. y Hay, M. (2001) "Global Entrepreneurship Monitor. Executive Report". Kauffman Center for Entrepreneurial Leadership Babson Collage.
- Ruda, W., Pfeffer, M. y Ascúa, R. (2006) "Relaciones con inversores y mercado de capitales. De la experiencia de Alemania a la potencialidad en Argentina" Ed. De los Cuatro Vientos.
- Sahlman, W., Bhide, A. and Stevenson H. (1998) "Financing entrepreneurial ventures" Harvard Business School Publishing (HBS N° 9202)
- Salloum, D. y Vigier, H. (1997) "Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos pymes" en Dichiara, R. (Ed.) "Competitividad de pequeñas y medianas empresas industriales y desarrollo regional" Universidad Nacional del Sur (2002).

- Schulz, E. (1999) "Die Finanzierung von Existenzgründungen" Frankfurt am Main.
- Stallings, B. y Studart, R. (2002), "Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The Experience of Latin America since the Tequila Crisis". WIDER Discussion Paper nº 2002/45, Helsinki, Finland: United Nations University.
- Stein, J. (2002) "Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical Firms" *Journal of Finance* 57, 1891-1921.
- Stiglitz, J.E. y Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information" *American Economic Review*, vol 71, N° 3.
- Storey, D. (1994), "New Firm Growth and Banking Financing". *Small Business Economics*, Vol. 6.
- Studart, R. (2003) "Estados, mercados y sistemas financieros". CEPAL
- Studart, R. y Suaznabar, C. (2004) "El acceso al financiamiento, un reto para la creación de empresas dinámicas" Cap. 6 en Kantis, H. (2004) "Desarrollo Emprendedor. América Latina y la experiencia internacional" Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) y Fundes Internacional.
- Timmons, J. (1999) "New venture creation. Entrepreneurship for the 21st. Century" Boston: Irwin McGraw-Hill
- Van Auken, H. (2004) "The use of bootstrap financing among small technology-based firms" *Journal of Developmental Entrepreneurship* (Aug 2004).
- Williamson, O. (1988). "Corporate finance and corporate governance." *Journal of Finance* 43.
- Winborg, J. & Lanström, H. (2000) "Financial bootstrapping in small business: examining small business managers resource acquisition behavior" *Journal of Business Venturing*, 16.