

**¿POR QUÉ FRACASAN LAS EMPRESAS?  
REATRINCHERAMIENTO, REFLOTAMIENTO Y RECUPERACIÓN EN  
ENTORNOS DEPRESIVOS**

**PINKAS FLINT**

Doctor en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Master en Derecho por la Universidad de Harvard.  
Magister en Administración de Negocios para Graduados (ESAN)  
MBA por la Université du Québec à Montréal - UQAM.  
Profesor del Programa Magister de ESAN y del Programa de Maestría en Derecho Empresarial  
de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

**SUMARIO:**

I. Presentación.- II. Introducción.- III. Realidad económica, financiera y normativa como factor externo de crisis.- IV. La normatividad como factor externo de crisis.- V. La crisis empresarial como resultado de factores internos.- VI. Modelos concursales: I. El modelo de dos etapas de Arogawany, Barker III, Yosi Andekai; 2. El modelo de refinanciamiento propuesto por Pierre y Robbins.- VII. Modelo propuesto de refinanciamiento.- VIII. Reflexiones finales.

**I. PRESENTACIÓN**

El propósito de este artículo es explorar las diversas corrientes de pensamiento, perspectivas legales y financieras, con la finalidad de proponer un modelo integrador sobre la insolvencia financiera y económica y el tratamiento de la misma por los sistemas concursales.

Estadísticas de países emergentes y del primer mundo ilustran la importancia del tema, pues empresas grandes, medianas y pequeñas abandonan el mercado afectando a cientos de miles de personas, tanto empleados como inversionistas, acreedores y gobiernos.

Comprender el fenómeno es no solo relevante, sino esencial, si se quiere regular una salida ordenada del mercado. Más aún, si se es consciente de la importancia de la normatividad tributaria, bancaria y concursal en la posibilidad de reorganización y reflotamiento de la empresa.

¿Cuál es el impacto de factores externos como la alta volatilidad, políticas inestables, cambio de reglas? ¿Cuál es el rol de una mala gerencia? ¿Es este fenómeno inevitable o producto de la mala suerte? ¿Es resultado de una buena o mala gerencia?

La crisis es un tema central, pero, al igual que la muerte empresarial, se prefiere ignorarlo. De allí su ausencia en currícula en la mayoría de las escuelas de administración. Se plantea frecuentemente que la crisis y salida del mercado surge como resultado de errores gerenciales. Usualmente es así, pero es la misma crisis la que permite a otras firmas prosperar y hacerse del mercado. De allí que lo que es malo para unas empresas resulta ser bueno para otras. Las crisis económicas dan lugar a la regeneración empresarial, a una supervivencia del más apto, similar al ciclo de la evolución propuesto por Darwin. Este trabajo tiene como objetivo central estudiar el efecto de la normatividad concursal y las políticas gubernamentales en la posibilidad de reorganización y reflotamiento.

Como es conocido, los sistemas concursales siguen dos posibles perspectivas: aquellos cuyo modelo es el sistema concursal norteamericano, que privilegian la posibilidad de reflotamiento del deudor (Chapter 11) y con posibilidad de liquidación (Chapter 7), y aquellos sistemas, como el peruano, que declaran su preferencia por el cobro del crédito.

**II. INTRODUCCIÓN**

Las empresas atraviesan distintas etapas de desarrollo, enfrentando en cada una de ellas constantes crisis que tienen su raíz en desajustes entre aquellas y su entorno. Si bien los cambios empresariales pueden explicarse como decisiones frente a nuevas situaciones creadas por la evolución

de factores económicos, sociales, políticos, tecnológicos o jurídicos, cada uno de estos desafíos obliga a un tipo distinto de adaptación. Las crisis empresariales son, así, una constante que no puede ser explicada exclusivamente por factores gerenciales, como señala la literatura académica. En entornos turbulentos, esto es, de alta inestabilidad social y política, el comportamiento de crisis y declive no se explica exclusivamente a través del análisis de disfunciones gerenciales.<sup>1</sup> Se requiere, entonces, una mejor comprensión sobre la interacción del rol del Estado sobre los interesados (stakeholders internos y externos). De allí la importancia de diseñar una estructura organizacional con la flexibilidad necesaria para absorber la turbulencia. Debemos considerar que el mercado de industrias en declive es distinto, en su estructura, al mercado en expansión.<sup>2</sup>

La literatura académica no ha estudiado debidamente la interrelación entre la normativa concursal y la supervivencia empresarial en economías emergentes afectadas por una alta turbulencia social y política y que sufren, además, de mercados financieros poco profundos y asimétricos con creciente concentración e informalidad, pues estas características son diferentes a las de los países de mayor productividad y estabilidad. La literatura tampoco ha privilegiado el estudio de las relaciones de poder y costos de transacción en empresas en crisis. Si bien se han abordado los efectos de atrasos tecnológicos<sup>3</sup> y de crisis estructurales<sup>4</sup>, el impacto de las normas jurídicas no ha sido debidamente estudiado en el Perú pese a la enorme relevancia del problema, como se explicará a continuación.

Hablar de reflotamiento implica tomar medidas estratégicas u operativas (Platt 1998) y ello en función al deterioro empresarial. Si este deterioro es acentuado, la reorganización demandaría el amparo de normas concursales, pues de otro modo las acciones de los acreedores actuando independientemente imposibilitan el reflotamiento. El incentivo, en ausencia de la protección concursal, es cobrar primero.

Para empresas con dificultades financieras que entren en procesos de cesación de pago, concursos preventivos o insolvencia, el problema es aún más complejo, pues los sistemas concursales requieren, bajo sanción civil y penal, el sinceramiento inmediato de toda la contabilidad para la formulación de los planes de reorganización (Ley 27809). Esto plantea el siguiente dilema: el ingreso temprano a un régimen concursal provoca el cierre del acceso al crédito, contradiciendo la línea doctrinal que afirma que las empresas que ingresan con antelación al sistema concursal tienen más posibilidades de recuperación. El falsear información posibilita subsistir con la complicidad o complacencia de la banca, pero el ingreso a un sistema concursal genera responsabilidad de la plana ejecutiva frente a los acreedores por dicha conducta.

Una revisión crítica de la literatura nos permite relacionar una visión estructural de mercados depresivos<sup>5</sup> con patrones disfuncionales<sup>6</sup> y verificar si el modelo de reflotamiento de dos etapas, propuesto por Aroyanswamy, Barker y Ardekani (1995), es aplicable en economías emergentes.

Abarcar este tema obliga a tratar diversas áreas que cubren aspectos económicos, financieros, culturales y educativos. Este artículo las organizará en torno a líneas de investigación actuales y desafíos pendientes.

El tema es importante, pues la crisis empresarial, con su posibilidad de insolvencia y salida del mercado, es una realidad que merece ser estudiada con profundidad. Creemos que la mala gerencia

---

<sup>1</sup> CAMERON, K. S., WHETTEN, D. A. y KIM, H. U., *Organizational Dysfunctions of Decline*. En: *Academy of Management Journal*, Vol. 30, No. 1, 1987, pp. 126-138.

<sup>2</sup> HARRIGAN, K.R., *Distress as Divestiture*. En: *Academy of Management Journal*, No 2, 1981, pp. 306-323.

<sup>3</sup> ANDERSON, Dave, *Leading in Crisis*. En: *Executive Excellence*, Vol. 19, Issue 9, 2002, p. 4.

<sup>4</sup> HARRIGAN, Op. Cit., pp. 306-323.

<sup>5</sup> HARRIGAN, K. R. y PORTER, M.E., *Endgame strategies for declining industries*. En: *Harvard Business Review*, Vol. 61, Issue 4, 1983, pp. 111-120.

<sup>6</sup> CAMERON, K. S., WHETTEN, D. A. y KIM, H. U., *Op. Cit.*, pp. 126-138.

no es la única o la más importante razón para analizar una crisis si es que el mercado tiene una estructura fragmentada y la empresa ha alcanzado un alto nivel de apalancamiento financiero, pues en esta situación se han externalizado la mayoría de las decisiones requeridas para el reflujo.<sup>7</sup>

Por ello, las decisiones gerenciales que llevan a la crisis se toman mucho antes de cuando estas se reflejan en la incapacidad de enfrentar las obligaciones contraídas con los financistas.

Este artículo se haya dentro de un marco temporal y geográfico: en cuanto a la primera variable solo nos referiremos al período donde se presentan procesos depresivos o recesivos acentuados y en cuanto al ámbito geográfico solo al territorio peruano, toda vez que de este modo será posible medir el impacto de los ciclos recesivos y depresivos. Se detallará el rol del gobierno en cuanto normatividad regulatoria así como el comportamiento de los principales stakeholders internos y externos con la finalidad última de cualificar el modelo de dos fases predominante en la literatura. El tema central es el reflujo, el declive y las estrategias empresariales aplicables a industrias en crisis; barreras de movilidad y salida; el concepto moderno de corporación; los ciclos económicos y la predicción de insolvencia.

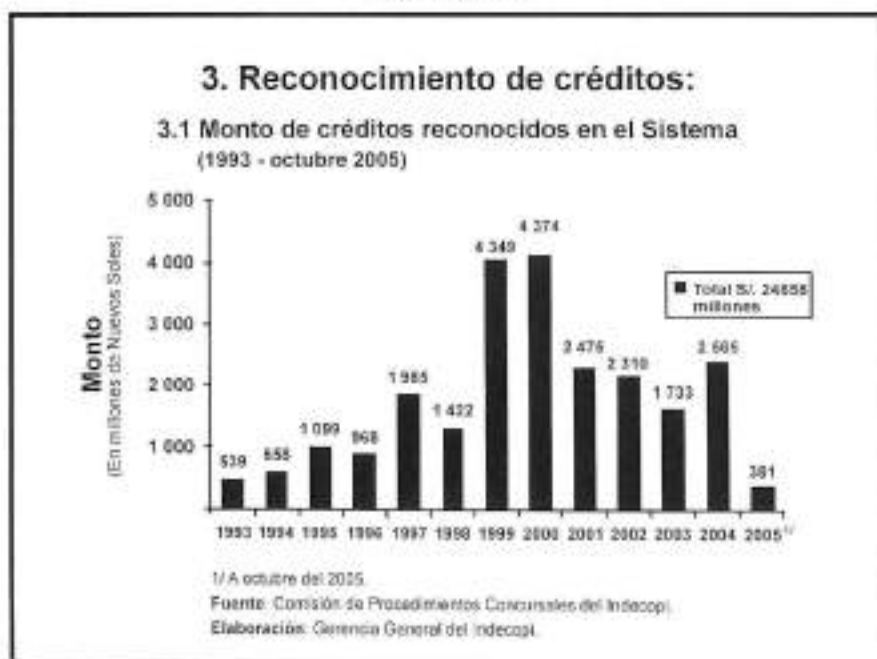
La elevada proporción de firmas que solicitan acogerse al sistema concursal en el país nos da una clara idea de la importancia de responder a la pregunta: ¿por qué las empresas fracasan? Según la información tomada de INDECOPI (el Cuadro No. 1), puede verse la evolución de solicitudes de ingreso presentadas al sistema de reestructuración patrimonial durante el período 1993 al 2005. El Cuadro No. 2 nos ilustra respecto a la cantidad de dinero en créditos que es reconocida por el sistema; y, finalmente, el Cuadro No. 3 ilustra el desarrollo de ingresos y salidas al sistema durante los últimos meses mostrándonos la frecuencia con la que dicho fenómeno ocurre, con lo cual podemos tener una clara idea de la vigencia e importancia de este tema.

Cuadro No. 1



<sup>7</sup> FLINT, Patrick, *Business Financial Distress: An In-Depth Examination of Depressive and Recesive Environments as predictors of their Innovative Strategy*, CLADEA, 2003; FLINT, Patrick, *Tercero de Derecho Concursal, Decretos - Jurisprudencia*, Vol. I, Editora Jurídica Grigley, 2001.

Cuadro No. 2



Cuadro No. 3



En el Cuadro No. 4 ilustraremos los distintos enfoques de la literatura sobre el origen de las crisis y la respuesta a la pregunta: ¿por qué fracasan las empresas?, además de ocuparnos de factores externos e internos, el papel que cumple la normatividad concursal, las variables políticas y sociales, así como los aspectos gerenciales de disfunción y los estudios empíricos desarrollados en ese sentido. Mostramos también los modelos de investigaciones que se han realizado al respecto tratando de ubicar al lector sobre el estado actual de desarrollo en este tema. Proponemos finalmente un modelo que reúne conceptos y señala posibles rutas de investigaciones futuras.

La lectura del gráfico obliga a una reflexión multidimensional y multidisciplinaria. No se trata de un problema económico o legal exclusivamente. Ambos están interrelacionados, pues siendo en esencia un problema de gestión, esta se desarrolla dentro de un marco legal y político que promueve o destruye opciones de reafortamiento.

### III. REALIDAD ECONÓMICA, FINANCIERA Y NORMATIVA COMO FACTOR EXTERNO DE CRISIS

Si la empresa es grande, y tiene acceso a los mercados internacionales, puede escapar al impacto del mercado depresivo cambiando de mercado. De allí que las empresas grandes puedan evitar los efectos de ciclos depresivos exportando, si la naturaleza de sus productos y costos se lo permiten. Frecuentemente, esto es vedado para la pequeña y mediana empresa, que no alcanza la escala necesaria para exportar.

Vamos a tratar de concentrarnos en empresas medianas que actúan en el país. A fin de ilustrar la importancia de factores económicos y políticos, podemos relacionar el comportamiento macroeconómico con la permanencia o salida del mercado de las empresas.

Las empresas en crisis sufren mayor deterioro financiero en entornos depresivos y recesivos al tornarse la competencia más intensa. Bernard y Colli (1985) definen a la **recesión** como el proceso de aminoración de la actividad económica. Estos autores señalan que en las distintas fases de los ciclos que caracterizan el endeudamiento de las fluctuaciones económicas, la recesión denomina aquellos que están señalados por una desaceleración pronunciada del crecimiento y acaso hasta por un verdadero estancamiento que puede acarrear la disminución del nivel global de producción.

Este aspecto es importante pues, a mayor dificultad, mayor necesidad de escindir y no fusionar, no agregar sino separar y segmentar. Todo ello en contra de la teoría organizacional. Con referencia al tamaño más grande en crisis equivale a una mayor y no a una menor dificultad.

El desempleo inevitablemente crece durante la contracción y la inflación empeora durante la expansión. Una fase del ciclo de negocios se caracteriza por un periodo general de declive de la actividad económica. Una contracción es una de tres fases básicas del ciclo de negocio; la otra es la expansión. La transición de una contracción a una expansión se conoce como depresión y la transición de una expansión a una contracción se denomina pico. El término popular para la contracción (que se usa en los medios de expresión) es recesión.

Dentro del tema de factores externos, debe tratarse el tema de la depresión y la recesión como etapas de los ciclos económicos asociadas a los periodos de crisis, siendo los otros dos la recuperación y la prosperidad.

La etapa del ciclo económico que corresponde a la depresión tiene características específicas; a saber: primero se experimenta un severo desempleo y un exceso de capacidad instalada; trabajadores ociosos y planta y equipo sin operar (capacidad industrial ociosa); el desempleo implica una baja demanda agregada y poco ingreso, lo que a su vez genera bajos niveles de producción y productividad.

y, por último, los precios generalmente caen y las utilidades son bajas o negativas (pérdidas generalizadas):

El exceso de capacidad, una caída en la demanda de los consumidores y la incertidumbre contribuyen a que las empresas no realicen nuevas inversiones. Las empresas no reemplazan maquinarias ni equipos. El punto más bajo es conocido como la depresión acentuada. Eventualmente, una fuerza interna o externa estimula la economía y el ciclo entra en una etapa de recuperación automática y, si el estímulo es suficientemente fuerte, puede crear un incremento en el consumo.

Nosotros consideramos que para América Latina este medio ambiente o entorno involucra dos factores esenciales, como son: el Riesgo País y la relación con la Banca.

De acuerdo a la escuela de análisis transaccional de costos (TCA), podemos esperar problemas en la medición de desempeño que refuercen la necesidad de apoyo del gobierno en mantener oportunidades de valor añadido y verificar los beneficios y costos asociados con las contribuciones entre las partes que participan en la comercialización. Tal apoyo gubernamental ha sido conceptualizado como "intermedio" o modos híbridos de gobierno y jerarquía.<sup>8</sup>

Las investigaciones sobre los medios gubernamentales tienen implicancias para la gerencia estratégica, debido a que exploran opciones críticas relacionadas con el alcance y la frontera de la firma.

La coordinación vertical implica la organización del flujo de actividades, recursos e información entre proveedores y compradores hasta un grado más allá de lo normal, relaciones legales asociadas con el intercambio de precios y la cuantificación de la información. Esta coordinación que permite reducir costos de transacción encuentra su límite en la normatividad de libre competencia (Decreto Legislativo 701) que penaliza y sanciona la concertación vertical.

De acuerdo al análisis transaccional de costos, los activos específicos y la incertidumbre que rodea el intercambio entre compradores y vendedores representan la dimensión principal de una transacción. La composición de estas dimensiones es decisiva para la firma en cuanto a la eficiencia de costos de los gobiernos que deben ser asignados a una transacción.<sup>9</sup> Cuando tratados bilaterales tienen lugar bajo ciertas condiciones de incertidumbre, la presencia combinada de activos específicos y problemas en la medición del desempeño implica que se creen dependencias y riesgos de comercio que incrementan la necesidad de una más fuerte coordinación vertical (Buvik, Andersen 2002).

Luego de habernos ocupado de los factores económicos que rodean una crisis empresarial, pasaremos a ocuparnos de la normatividad que regula el fenómeno.

#### IV. LA NORMATIVIDAD COMO FACTOR EXTERNO DE CRISIS

La crisis empresarial es un tema que siempre ha formado parte del campo del Derecho Empresarial. De esta manera, las leyes corporativas se ocupan de regular las firmas cuyos proyectos han tenido éxito, mientras que las leyes de quiebra se ocupan de las firmas cuyos proyectos han fracasado.

Una tendencia es la aplicación del método económico para entender las instituciones jurídicas. El punto central dentro de esta línea de pensamiento está en el concepto de "costos de transacción", que, tal como su nombre lo afirma, son los costos en los cuales se incurre a fin de llegar a concretar una transacción.

<sup>8</sup> WILLIAMSON, *The economic institutions of capitalism*. Nueva York: Free Press.

<sup>9</sup> *Id.*, *Id.*

Este concepto es el que nos ayuda a comprender la naturaleza y razón de ser de una empresa. Según el premio Nobel en Economía, Ronald Coase (1937), el problema principal consiste realmente en determinar cuándo es que la asignación de recursos debe hacerse a través del mercado, mediante decisiones atomizadas y no coordinadas de ofertantes y demandantes, y cuándo debe hacerse dentro de una empresa a través de decisiones centralizadas de sus administradores. Gran parte de la solución radica en comparar el costo de organizar las decisiones centralizadas con los costos de transacción derivados de usar el mercado.

Cuando las estructuras de organización distintas al mercado, jerárquicas y centralizadas, pueden alcanzar resultados deseados a un menor costo, la gente organizará su comportamiento económico bajo este tipo de estructuras, ya se trate de empresas o Estados.

## V. LA CRISIS EMPRESARIAL COMO RESULTADO DE FACTORES INTERNOS

La estructura de la corporación puede ser entendida como un patrón establecido de relaciones entre los componentes o partes de una organización (Kast y Rosenzweig 1982). Se pueden distinguir dos tipos de estructuras: el primero, resultado de un proceso explícito de decisiones de diseño, es la estructura planeada y representa un intento deliberado de establecer relaciones estables entre las partes de una organización de modo que satisfaga sus objetivos. Como todo plan, la estructura formal es una realidad esperada y, por ello, de naturaleza prescriptiva más que descriptiva. El segundo se refiere a aspectos del sistema organizacional, no planeados explícitamente, que surgen a partir de las actividades e interacciones de sus participantes (Blau y Scott 1962). Cuando falla cualquiera de estas estructuras, la firma entra en un proceso de conflicto y deterioro, de entropía creciente.

Una visión distinta del declive empresarial es la brindada por estudios que describen una serie de errores propios de la gerencia en crisis. Estos conforman un patrón que puede identificarse en organizaciones en declive. Cameron, Whetten y Kim (1983) investigan buscando encontrar los atributos disfuncionales organizacionales, típicos de periodos de declive y encuentran que los mismos atributos se dan tanto en periodos en declive como en periodos estables. Una interpretación retrospectiva los lleva a proponer que tiene más sentido pensar en patrones típicos para periodos de crecimiento y estancamiento, basados en que las organizaciones acostumbradas a la abundancia que obtienen en periodos de crecimiento entran en conflicto interno cuando estos periodos de superórit terminan.

Nosotros consideramos que el liderazgo es un factor importante a tener en cuenta, pero no al determinante. Si el liderazgo endeudó a la empresa en su etapa de expansión y comprometió su existencia, es irrelevante el perfil de la nueva gerencia, salvo que tenga la capacidad de recapitalizar la empresa, disminuyendo el apalancamiento financiero y pueda, con ello, volver a tomar el control de las decisiones empresariales. En otras palabras, si la empresa por malas decisiones compromete su permanencia en el mercado, debe tenerse en cuenta que las medidas de restrincheramiento solo serán efectivas si cuentan con el apoyo de los acreedores, principalmente aquellos ubicados en la cadena de valor.

Las variables económico-financieras son universalmente utilizadas para determinar la situación de insolvencia y para medir el riesgo de una organización. Mientras no cambie la legislación o se modifiquen los "principios de contabilidad generalmente aceptados", son los únicos indicadores tomados en cuenta para ser declarado insolvente y serán los que utilizaremos en nuestro modelo; sin embargo, puntualizaremos algunos aspectos de estos indicadores. Decimos esto porque aspectos muy importantes generadores de valor no se consignan en el balance ni en el estado de resultados. Nos referimos al *good will*, al conocimiento de cómo hacer las cosas, al conocimiento del mercado, listas de clientes, posicionamiento y recordación de marca. Nada de lo dicho aparece en los estados

financieros. Estos aspectos intangibles de difícil cuantificación son, cada vez más, los elementos a considerar cuando se evalúa la permanencia en el mercado, pues se pierden irremediablemente con la salida de la empresa. Toda empresa en crisis debe sincerar su contabilidad a fin de tomar decisiones adecuadas, toda vez que la distorsión de las cifras impide controlar y planificar.

La literatura da énfasis a una perspectiva secuencial para un reflatamiento efectivo. Este se da en dos etapas, a saber: reatrincheramiento y recuperación. Sin embargo, aquí se ignoran aspectos contingentes críticas en el declive, tales como las normas mencionadas que moderaran la decisión gerencial.<sup>10</sup>

La etapa de reatrincheramiento o ajuste está destinada a reducir costos (en productos ineficientes, personal, clientes costosos no rentables, y territorios difíciles de compatir) y vender activos tangibles e intangibles<sup>11</sup>; además, debe permitir detener la hemorragia de recursos (Donaldson, 1980) y estabilizar la empresa en un período breve. Según esta escuela, sin esta etapa de ajuste o reatrincheramiento no hay futuro posible.

La estrategia de respuesta al declive depende principalmente de la gravedad de la crisis, las amenazas del entorno y las alternativas que existen para enfrentar el reto.

Como se ha señalado, reatrincheramiento es la reducción de costos y venta de activos; es el primer paso en el reflatamiento.<sup>12</sup> Todos estos autores describen el impacto en la caja de la empresa. La gerencia debe buscar la viabilidad empresarial, la cual se logra aumentando la productividad y cambiando el modo de hacer las cosas. Esto significa variar la mentalidad privilegiando medidas generadoras de efectivo (gerencia de efectivo). La gestión de tesorería se vuelve esencial para sobrevivir. Este paso, definido por varios autores<sup>13</sup> como esencial, es cuestionado por otros académicos<sup>14</sup>, que señalan que estas medidas provocan en el largo plazo pérdidas de competitividad y explican el alto índice de fracasos en el mediano y largo plazo.

Consideramos que la normatividad laboral y financiera (bancaria) pueden dificultar o hacer imposible implementar las medidas que plantea la literatura. En primer lugar, si la norma imperante requiere permisos de la autoridad de trabajo, y estas autoridades actúan bajo el principio de *in dubio pro operario*, demorarán las autorizaciones para la reducción masiva. Si las normas establecen indemnizaciones altas por despidos, se vuelve oneroso implementar las medidas de ajuste. Finalmente, un sindicato combativo puede paralizar las medidas de reatrincheramiento arruinando la empresa.

En cuanto a las normas y regulaciones financieras, podemos señalar que una recalificación de la empresa que entra en problemas puede acelerar su salida del mercado (Normas de Basilea). En sistemas de información integrados, la recalificación a la baja de una empresa en proceso de refinanciamiento o en cese de pagos obliga a todo el sistema a compartir la misma categoría deficiente o la de problemas potenciales.

Muchas compañías ven el reatrincheramiento como un incidente aislado, no placentero y que debe ser sobrellevado y olvidado tan pronto como sea posible. Esta actitud ignora el hecho que el reatrincheramiento no se diseña como una operación aislada. Es claro que los costos escondidos son significativos y pueden amenazar la supervivencia futura de la organización. Hay numerosos factores que pueden elevar estos costos escondidos, entre ellos, la resistencia sindical, la posición de la empresa

<sup>10</sup> BBEALLET, D. Corporate Turnover: How Managers Turn Losses into Winners. McGraw-Hill, Nueva York, 1982. FERCE, J. y ROBBINS, K., *Speed Improved Theory and Research on Business Turnover*. En: *Journal of Management*, 1993.

<sup>11</sup> FERCE, J. y ROBBINS, K. Op. Cit.

<sup>12</sup> BBEALLET, D. Op. Cit.

<sup>13</sup> FERCE, J. y ROBBINS, K., Op. Cit.; SLATTER, S. *Corporate Turnover: Successful Turnaround Strategies and their Implementation*. Harwardsworth, Maldenox: Piters, 1988.

<sup>14</sup> HARSOY, C. Investing in Revivification: Avoiding the Hidden Costs. En: *California Management Review*, California, 1987.



en el mercado, su calificación como proveedor del Estado, los cuales independientemente de la forma que tomen, pueden ocasionar graves problemas a la gerencia. Una huelga puede debilitar a las organizaciones más fuertes; los empleados pueden tomar por asalto las fábricas u hospitales e impedir la venta de activos o tomar las transferencias de activos en un proceso costoso; el sindicato puede retirar su cooperación, volver las negociaciones de reducción de salarios en dificultosa, iniciar juicios y prevenir una transferencia de la producción a cargo de terceros (*outsourcing*), todo lo cual representa costos adicionales para la gerencia que desea realizar ahorros efectivos de costos.<sup>15</sup>

Igualmente, es importante considerar que la venta de activos se dificulta para una empresa altamente endeudada. En primer lugar, la dación en pago o el *leaseback* son figuras demandadas rápidamente por la banca ante las primeras medidas de ajuste. El *leaseback* provoca pérdida y, además, es una medida costosa desde el punto de vista tributario, que, al generar pérdidas en el estado de resultados, acelera el deterioro de la relación de la empresa con los *stakeholders* externos (otros bancos, proveedores y clientes) los que ven con preocupación el acelerado derrumbe de la situación financiera de la empresa.<sup>16</sup>

El *downsizing* o redimensionamiento de la empresa implica la reducción del uso de recursos humanos y de capital para corregir la falta de alineación de esta frente al mercado. Este redimensionamiento es capaz de atender y mejorar la *performance*, sobre todo cuando la organización o el entorno declinan. A través de estos recortes selectivos en los recursos, los procesos internos de la organización y el dominio se realinea para las limitadas oportunidades del ambiente.<sup>17</sup>

La etapa de ajuste es seguida de cerca por la reorientación o refocalización de la empresa que (Pearce y Robbins 1994) responde a preguntas como: ¿Dónde estamos? ¿Dónde no deberíamos estar? ¿Dónde debemos estar? Esto ha sido recogido en la frase: hacer las cosas correctas y no hacer correctamente las cosas (*Do the right things and not the things right*).

Otros factores ambientales también provocan que una firma vegete. La incertidumbre con relación a la tasa de crecimiento puede alentar a los acreedores permitir que una firma muy endeudada permanezca. Ello genera esperanza en los acreedores, pues pueden esperar un milagro especialmente si son adversos a reconocer un gran pérdida (Kahneman y Tversky 1979).

Otras firmas pueden postergar la quiebra a través de la reducción de sus operaciones. Otras generan caja vía venta de activos en liquidaciones pre-quiebra: otras, saliendo de líneas de poco margen y liquidando sub-unidades (Miller y Friesen 1977).

Si los grupos internos constituidos por accionistas, directivos y empleados entran en conflicto, el nivel de deterioro aumentará. Si los grupos de interés externos (proveedores, bancos, clientes) suspenden su apoyo, la empresa colapsará. A mayor crisis, mayor tensión sobre la estructura organizacional.

Citando estudios de redimensionamiento (Cameron 1991, 1993 Sutton 1986), estos señalan que el *restructuring* reduce la habilidad de la firma en cuanto moral empresarial y que los empleados con habilidades que son apreciadas por el mercado abandonan la firma empobreciéndola más (Baker y More 1994).

Esto también ha sido comprobado por D'Aveti.<sup>18</sup> Si concebimos la empresa como una constelación de actores vinculados a través de valores y relaciones contractuales, podemos afirmar que estos procesos resienten la cultura organizacional y provocan la salida de aquellos que el mercado más valora permaneciendo los empleados y ejecutivos de menor valor y costo. La desintegración cultural provoca no solo la pérdida de identidad, sino que da inicio a un proceso entrópico.

<sup>15</sup> Lee, Ck.

<sup>16</sup> FUNT, Pedro, Op. Cit.

<sup>17</sup> DEWITT, B.L., *The Structural Consequences of Downsizing*. *En: Organization Science*, Vol.4, No.1, 1993, pp. 30-41.

Esto implica analizar la firma en forma aislada sin relacionarla a la estructura de la industria en la cual actúa. El entorno puede ser determinante para un tratamiento diferenciado, pues los estudios mencionados suponen homogeneidad en todas las industrias. Nosotros pensamos que, desde los trabajos precursores de Porter (1976), hasta los aportes de Harrigan (1985), no se puede ignorar la estrecha relación entre la estructura de la industria en la cual actúa la empresa y las medidas a tomar, pues a cada acción puede seguir una reacción, tanto de grupos internos como externos de la empresa como de la competencia, máxime si esta tiene recursos para ello.

Los resultados de los estudios empíricos realizados por Bibeault, Hambrick, Schecter y Slatter<sup>20</sup> son equívocos y comprenden principalmente empresas que declinan por: (i) razones de contracción de la industria; y (ii) pobre estrategia en industrias en crecimiento. Por ello, la teoría debe reconocer la importancia de la causa del declive.

Lo que sí está claro es que frecuentemente la alta dirección es despedida considerando que tal medida es un paso forzoso y dramático para dar a conocer el cambio requerido. No se debe perder de vista que esta medida no es fácil de implementar en empresas de tipo familiar donde familia, propiedad y gerencia se identifican o donde la ventaja diferencial radica en los contactos y relaciones del empresario-gerente.

Debemos realizar una precisión. El caso de las grandes empresas, que generalmente cotizan en la bolsa, difiere de la mayoría de las empresas bajo el estudio proyectado. Tal como señalamos brevemente, en el primer caso los accionistas son bancos de inversión o fondos provisionales que exigen rentabilidad y un comportamiento determinado (apreciación de la acción y pago de dividendos). En el caso de las Pymes los requerimientos son diferentes, ya que los accionistas principales son miembros de la familia que manejan la organización. Si los stakeholders externos (bancos) desean la remoción de la administración deben considerar el grado en el cual la viabilidad se verá afectada. Si se trata de una empresa comercial (trader) la confianza se otorga a la familia y no al funcionario de banca; a lo cual se suma el conocimiento y empuje empresarial. De allí la preferencia por la intervención o la co-administración. La experiencia ha marcado la decisión de las entidades financieras: solo se remueve la administración por grave incapacidad o sospecha de manejo doloso. Los estudios ignoran realidades propias de América Latina en general y del Perú en particular.

La literatura reconoce dos tipos de declive organizacional: declinación con estancamiento (stagnation) y declive por reducción. El primero se encuentra en organizaciones burocráticas, pasivas e insensibles; puede o no ser resultado de pérdida en las utilidades y es más frecuente encontrarla en periodos de abundancia o durante periodos en los que el entorno contiene pocos competidores. El segundo tipo; es decir, el declive por reducción, se define en términos de tamaño y en función a una reducción en la participación de mercado o en la habilidad de la organización para competir con otras firmas (Whetten, 1980).

El declive puede ser visto como un fenómeno que ocurre por etapas y de manera gradual. Asimismo, puede observarse en varios puntos a lo largo de una línea continua.<sup>21</sup>

Los estudios empíricos han identificado atributos comunes en las empresas en declive. Estos factores disfuncionales que ristan competitividad se ilustran en el siguiente cuadro<sup>21</sup>:

<sup>20</sup> D'AVENI, R., *The Aftermath of Organizational Decline: A Longitudinal Study of the Strategic and Managerial Characteristics of Declining firms*. En: *Academy of Management Journal*, Vol. 32, No. 3, 1989, pp. 577-605.

<sup>21</sup> BBEAULT, D., *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losses into Profits*. Nueva York: McGraw-Hill, 1982. HAMBRICK, DONALD y SCHECTER, DONALD, *Strategic strategies for mature industrial-product business unit*. En: *Academy of Management Journal*, Vol. 26, Issue 2, pp. 231-248. SLATTER S., *Corporate Recovery: Successful Turnaround Strategies and their Implementation*. Harwardsworth, Middlesex: Pergamon, 1984.

<sup>22</sup> WEITZEL, W. y JONSSON, E., *Decline in Organizations: A Literature Review and Extension*. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34, 1989, pp. 91-109.

<sup>23</sup> CAMBRON, K. S., WHETTEN, D. A. y KIM, M. U., *Op. Cit.*, pp. 126-138.

## Factores y consecuencias disfuncionales del decline de una organización

Cuadro No. 4

Atributo	Explicación	Aspectos cuestionables
1. Centralización pronunciada	La toma de decisión se centra en la instancia superior; la participación decrece y se hace fuerte énfasis en el control.	Las decisiones principales son centralizadas.
2. No se planifica para el largo plazo	Crisis y necesidad de corto plazo desplaza el planeamiento estratégico.	Se descuida la planificación de largo plazo.
3. Disminuye la innovación	No se experimenta. Existe aversión al riesgo y escepticismo sobre las actividades no centrales.	Actividades de innovación no se incrementan.
4. Chivos expiatorios	Los líderes son culpados por los problemas y las incertidumbres.	La alta gerencia es frecuentemente estigmatizada.
5. Resistencia al cambio	Tendencias conservadoras. Se presenta oposición a nuevas alternativas.	Se caracteriza por gran resistencia al cambio.
6. Rotación de Personal	Los líderes capaces son los primeros en salir. Se genera anemia de liderazgo.	Existe alta rotación de posiciones administrativas y gerenciales.
7. Baja moral	Pocas necesidades son resueltas. Apatía predominante.	La moral desciende en la empresa.
8. Pérdida de margen	Los recursos no comprometidos son utilizados para cubrir gastos operativos.	No se pueden reducir gastos sin dañar la empresa.
9. Pluralismo fragmentado	Se organizan grupos internos en defensa de sus intereses particulares.	Los grupos privilegian intereses particulares. Se organizan y se vuelven más fuertes y asertivos.
10. Pérdida de credibilidad	Los líderes pierden liderazgo y la confianza de sus subordinados.	La alta gerencia no posee credibilidad.
11. Recortes no priorizados	Intentos de aminorar conflictos conllevan a tratar de igualar los recortes.	Cuando los recortes ocurren, deben darse bajo la base de prioridades.
12. Conflicto	Competencia y enfrentamiento por la predominancia del control cuando los recursos escasean.	Los conflictos se incrementan dentro de la organización.
13. Pérdida de recursos financieros.	Se experimentan dificultades para conseguir financiamiento.	Los indicadores financieros empeoran en su performance.
14. Reducción de la fuerza de trabajo	Pérdida del personal altamente calificado.	El personal más capaz migra hacia otras empresas.

Los últimos dos (puntos 13 y 14) corresponden a aquellos que identifica la literatura sobre organizaciones en declive al estudiar la pérdida de tamaño, pérdida de recursos financieros y reducción de la fuerza de trabajo.<sup>33</sup>

Uno de los conceptos novedosos de la literatura administrativa actual es el valor agregado económico.

¿Cómo se mide el desempeño de una corporación renovada? Muchos ratios como el margen de utilidad, reemplazo de activos, y retorno del capital (ROE), que evalúa el éxito estratégico y financiero de las decisiones gerenciales, han sido analizados. El reciente descubrimiento de un nuevo estándar de medición proporciona una perspectiva diferente del rendimiento de una compañía.

El nuevo estándar empieza con el concepto de valor agregado de mercado (MVA), el cual mide la diferencia entre la percepción del mercado sobre el flujo de caja futuro de una compañía (Valor Total de Mercado) y el monto del dinero invertido en la firma (uso del capital total). Así:

El MVA proyecta el futuro de una compañía siempre y cuando la empresa cotice en bolsa.

$$\text{MVA} = \text{Valor total de mercado} - \text{Capital Total}$$

Otro concepto, aplicable a toda empresa, es el valor económico agregado (EVA) que mide la rentabilidad en un solo año. Comenzando con ingresos de operación, el EVA se calcula restando impuestos y un cargo por el uso del capital total.

¿Cuáles son los atributos de la recuperación?

$$\text{EVA} = \text{UAIL} - \text{Impuestos} - (\text{Total capital usado} \times \text{promedio ponderado del costo de capital})$$

- Un negocio capaz de generar un flujo de caja, mostrando preferentemente un UAIL corriente positivo y la habilidad de encontrar desafíos futuros.
- Una nueva fuente de financiamiento, preferentemente de largo plazo.
- Un equipo de gerencia capaz de asumir el control de operación de la firma.

Los ratios que evalúan el impacto de la estrategia son el grado de apalancamiento operativo (DOL) y el grado de apalancamiento financiero (DFL). El DOL evalúa la pregunta: ¿Está la compañía muy capitalizada (máquinaria)? mientras que el DFL considera la pregunta: ¿Adauda la compañía demasiado? El producto de los ratios es el grado de apalancamiento total, DTL. El DOL mide todo el riesgo corporativo: ¿Tiene la compañía muchas máquinas y mucha deuda?

$$\text{DTL} = \text{DOL} \times \text{DFL}$$

Las compañías se dividen entre aquellas con problemas internos, aquellas amenazadas a nivel macro, industrial o con problemas de operación y aquellas con mucha deuda. A la primera situación se le conoce como económicamente peligrosa y a la última, como financieramente peligrosa. Los dos ratios de apalancamiento proporcionan buenos estimados del riesgo de cada tipo de peligro.

<sup>33</sup> SUTTON, R. y D'ALFANO, T. Decreasing Operational Size: Interpreting the Effects of Mergers and Buyouts. *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 2, 1989, pp. 194-212.

El UAI define el ingreso operativo; qué es lo que gana la firma de su operación, ignorando los costos financieros. Las compañías que usan más máquinas incurrir en mayores costos de reparación y menores costos variables. Considerando que los costos de reparación no son intercambiables, estas compañías experimentan proporcionalmente mayores ingresos en su UAI como aumento de ventas. El DOL mide esta receptividad evaluando el estado de ingresos entre las ventas bajo el UAI,

$$DOL = \frac{\% \Delta \text{operating income}}{\% \Delta \text{in sales}}$$

DFL es calculado bajando los ingresos del UAI al ingreso neto. El DFL describe la receptividad del ingreso neto a cambios en su UAI.

$$DFL = \frac{\% \Delta \text{net income}}{\% \Delta \text{operating income}}$$

El DTL se encuentra multiplicando el DOL por DFL y nos da una medida del impacto de las decisiones estratégicas de la empresa.

## VI. MODELOS CONCEPTUALES

### I. El modelo de dos etapas de Arogyaswamy, Barker III, Yasai Ardekani

Este modelo se centra en descubrir cómo las firmas en declive se recuperan en refloating. Dichos autores señalan la necesidad de reatrincheramiento como paso previo a la recuperación; el mismo que involucra reducciones y recortes de costos (en productos, clientes, mercados) y venta de activos (superfluos, importantes, necesarios) para lograr redimensionar la empresa de modo que los ingresos que tiene cubran los costos. Es el ajuste de costos el que permite retomar a la rentabilidad, toda vez que el aumento de ingresos requiere respuesta del mercado, de la competencia y un mayor crédito o capital de trabajo.

El modelo de dos fases es el preferido por la literatura actual, pero no explica los procesos de ajuste y refocalización en mercados emergentes. En estos mercados es difícil el cambio de cultura organizacional, el despido de la alta dirección o tomar medidas ignorando el rol del Estado, los sindicatos y los bancos. Las medidas de refloating demandan intensa negociación para lograr coaliciones dominantes dispuestas al cambio. El descamillamiento del proceso provoca la salida del mercado. Un proceso conflictivo aumenta la posibilidad de entropía o destrucción interna al destruir los valores y la moral de la empresa. El elemento de mayor influencia en el cuestionamiento al modelo en cuanto a mercados emergentes como el Perú es la normatividad laboral que impide los ceses masivos propios de la sociedad norteamericana. Esto obliga a las empresas a manejar el factor laboral con cierto grado de informalidad o a través de empresas de servicios.

El concepto refloating se presenta cuando la firma sufre una performance económica declinante por un periodo extenso de tiempo<sup>21</sup> y el nivel actual es tan bajo que la supervivencia de la firma estaría amenazada sin una mejora en la performance<sup>22</sup>; es decir, las firmas sufrirían pérdidas si no cambian.

Así, refloating no equivale a cesación de pagos o insolvencia, sea esta económica o financiera, sino a la pérdida de competitividad de modo creciente. Para efectos de nuestro análisis,

<sup>21</sup> SCHEIDEL, D., PATTON, G.R. y RIGGS, J. Corporate turnaround strategies study of profit decline and recovery. En: *Journal of General Management*, Vol. 3, 1976, pp. 3-12.

<sup>22</sup> HOFER, Charles. Turnaround Strategies. En: *The Journal of Business Strategy*, Vol. 1, Issue 1, 1980, pp. 19-31. En: *Management Journal*, Vol. 44, No. 2, 2001, pp. 238-251. SLATTER, S., Op. Cit.

privilegiaremos situaciones severas, esto es, costos crecientes y recesión acentuada o depresión. La caída del nivel de actividad provoca que las menores unidades fabricadas soporten la estructura total de la firma, en tanto que el sobre-dimensionamiento genera sobre-costos que conllevan pérdidas.

Si el reflotamiento es exitoso, entonces será sostenible en el largo plazo y generará una tasa de rentabilidad a los propietarios. El modelo que se propone es el de una empresa con productos diferenciados compitiendo en líneas relacionadas; lo cual no ocurre en compañías que cuentan con un portafolio de productos o con verticas de divisiones no relacionadas en una firma multinegocio.

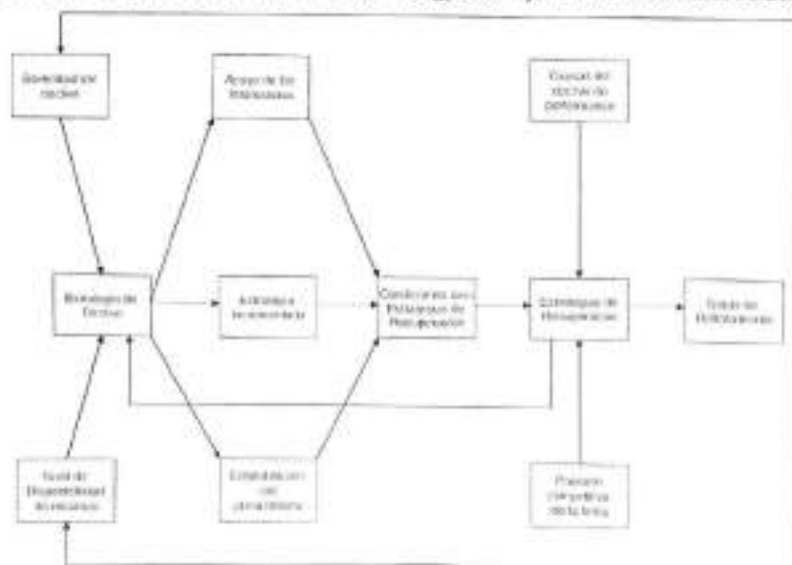
Si el declive se debe a contracciones cíclicas y temporales de la economía, la estrategia de recuperación no debe tratar de cambiar la orientación estratégica de modo fundamental.<sup>24</sup> En una industria en contracción todas las empresas compiten por un mismo mercado reducido y por ello las firmas más eficientes son aquellas que utilizan sus limitados recursos de una mejor forma (Zammuto y Cameron 1985). La reorientación puede ser peligrosa por los costos que involucra y el nuevo entorno en el cual ingresa la empresa (Hannan & Freeman 1984).

No todo cambio es posible ni positivo. Al refocalizar la empresa puede perder posicionamiento así como la lealtad de clientes y proveedores.

Para aquellas firmas en declive que tienen posiciones competitivas débiles, debemos señalar que durante una contracción industrial la estrategia de recuperación que solo implica cambios incrementales será más efectiva.<sup>25</sup>

El cuadro No. 5 ilustra el modelo de refotamiento planteado en 1995 por Arogyaswamy, Barker III y Ardekani, llamado Modelo de Dos Fases.

**Cuadro No. 5**  
**Modelo de dos fases para refotamiento - Arogyaswamy, Barker III & Yasai-Ardekani)**

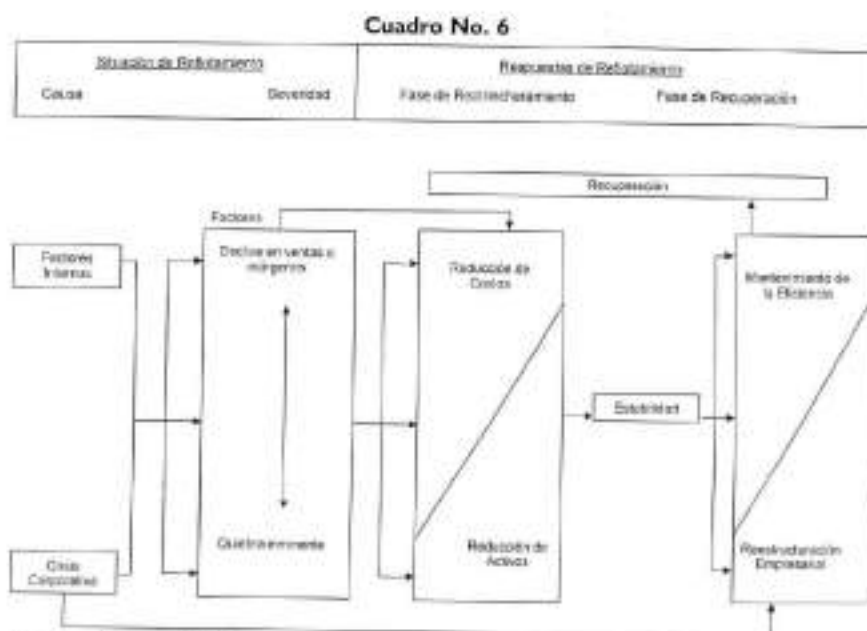


<sup>24</sup> AROGYASWAMY, K., BARKER, V. y YASAI-ARDEKANI, H. *Five Elements An Integrated Two-Stage Model*. *The Journal of Management Studies*, Vol. 32, 1995, (p. 493-525); BARKER, III, V.L., y MOONE, H.A. *Retrenchment: cause of downturn or consequence of Decline?* *Strategic Management Journal*, 1994.

<sup>25</sup> *Ibid.*, Cii.

## 2. El Modelo de reflotamiento propuesto por Pierce y Robbins

La clave para lograr un refotamiento exitoso radica en enfrentar las adversidades financieras y competitivas con medidas de reducción de costos, mientras la empresa se prepara para hacer las reconfiguraciones apropiadas en sus activos.<sup>27</sup> Este modelo propuesto por Pierce (Cuadro No. 6) describe la interrelación entre las causas y la severidad de la situación, entre el reatrincheramiento y las etapas de recuperación. Muestra las tres formas principales de refotamiento y cómo las respuestas al mismo están entrelazadas.<sup>28</sup>



Fuente: Pierce y Robbins

El modelo propuesto describe factores externos e internos que causan el deterioro de la performance de una firma. El grado de respuesta estratégica depende de dos dimensiones: la severidad y la causalidad; que son aplicadas tanto al analizar la causalidad de la situación como la respuesta a esta. Cuando la severidad es baja, la compañía amortigua sus efectos a través de el reatrincheramiento; en cambio, cuando esta es alta, la firma debe estabilizar el declive o la bancarrota será inminente.<sup>29</sup>

Barker y Mone<sup>30</sup> cuestionan los hallazgos de Robbins y Pearce (1992), al llegar a otra conclusión utilizando la misma data. Ellos afirman que la política de reatrincheramiento únicamente es exitosa en la performance de empresas que están atravesando un serio declive. Este intercambio de ideas revierte particular interés, pues es importante determinar y cualificar los entornos bajo los cuales el reatrincheramiento es útil.

Arogyasamy, Barker III y Yasai-Ardelani<sup>31</sup> respaldaron la posición de Robbins y Pearce (1992), con la diferencia que afirmaron que las estrategias que intentan lograr un refotamiento debían

<sup>27</sup> PIERCE, J. y ROBBINS, K., *Toward Improved Theory and Research in Business Turnaround*. En *Journal of Management*, 1993.

<sup>28</sup> Loc. Cit.

<sup>29</sup> Loc. Cit.

<sup>30</sup> Loc. Cit.

<sup>31</sup> Loc. Cit.

seguir dos caminos distintos: estrategias propias del declive a fin de revertirlo, y estrategias de recuperación para repositionar la firma en el mercado. Ambos modelos son fuente de nuestro modelo integrador.

## VII. MODELO PROPUESTO DE REFLOTAMIENTO

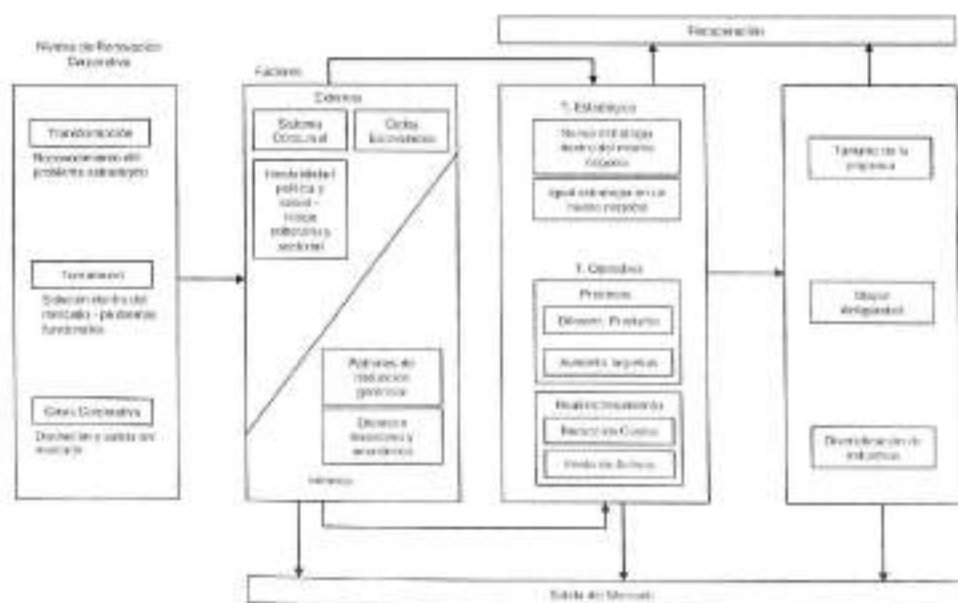
Vamos a recoger lo expuesto para plantear un modelo integrador que comprenda tanto los niveles de renovación de la compañía, como su relación con los factores externos e internos que hemos tratado en el desarrollo de este trabajo. El modelo ilustra los dos tipos de reflotamiento, el estratégico y el operativo, y su relación con variables reguladoras como el tamaño de la empresa, su antigüedad y la diversificación. Entre los factores externos hemos considerado el sistema concursal, la inestabilidad política y social y los riesgos soberanos y sectoriales, además de ciclos económicos (recesivos y depresivos).

La primera parte del modelo recoge los aportes de Platt (1998) respecto a la relación entre factores externos e internos. Para la decisión del tipo de reflotamiento sigue los lineamientos de Pierce y Robbins (1995).

El modelo trata de integrar los conceptos de la literatura con las realidades propia de economías emergentes para las cuales se deben privilegiar factores de riesgo e inestabilidad que le son inherentes, así como las implicancias del marco legal en materia financiera, tributaria, bancaria y, principalmente, concursal. El cuadro No. 7 ilustra este modelo.

Cuadro No. 7

### Modelo Propuesto de Reflotamiento Empresarial





## VII. REFLEXIONES FINALES

Creemos que las empresas difieren unas de otras por los estilos de liderazgo, cultura y formas de actuar. Consideramos que las empresas, como creaciones culturales, reflejan patrones propios del país, industria y organización. Dentro de la empresa observamos actuar grupos de interés (*stakeholders*) internos y externos que establecen relaciones de poder y jurídicas, las que, ante una crisis severa, se modifican y realinean. Es útil comprender estos aspectos culturales para relativizar modelos prescriptivos deterministas como el Modelo de Dos Fases. En economías emergentes, el problema se agudiza debido a las imperfecciones del mercado, que no solo es asimétrico en información y poder sino carente de opciones financieras. Por ello, consideramos de suma importancia estudiar de cerca la estructura legal de los mercados financieros y la normatividad concursal como predictor del abandono del mercado.

Otro de los aspectos que salen a la luz es la manera en la cual las distintas estrategias de reflatamiento, así como los procesos inherentes a los mismos, dependen del entorno en el cual se desarrollan, razón por la cual existen diversos enfoques posibles a través de los cuales puede ser llevado a cabo el reflatamiento de una empresa. Se ha mencionado el operativo y el estratégico.

Un reflatamiento exitoso activa diversos mecanismos de aprendizaje empresarial, los cuales podrán operar cambios en la forma de enfocar y manejar futuros reflatamientos. Estas medidas encuentran sus límites en el entorno en el cual actúan. La empresa se desarrolla en una economía y un marco legal. Este entorno permite, prohíbe, incentiva o desincentiva cursos de acción de modo que la gerencia no es libre de adoptar cualquier estrategia de reflatamiento.

Las características propias de las economías emergentes en América Latina obligan a tomar en cuenta de manera sustantiva el turbulento entorno tanto político como social, económico y legal—este último con su alta falta de predictibilidad—lo que obliga a dar importancia al aspecto jurídico propio de las normas del Derecho Concursal.

Los cambios frecuentes en las normas jurídicas desincentivan la inversión y la posibilidad de apoyar a la empresa en dificultades que, aun siendo viables, no pueden acceder al crédito por falta de garantías libres. Asimismo, existe la creencia en el gobierno y en niveles empresariales que la informalidad es capaz de crear empleo, por lo cual debe ser tolerada bajo el argumento que posteriormente desaparecerá al llegar el crecimiento económico. Sin embargo, ello no es cierto dado que el aumento de la informalidad obliga al gobierno eventualmente a aumentar la carga tributaria de las empresas formales a fin de contrarrestar las pérdidas en recaudación originadas por la disminución de la participación del sector formal en la economía, con lo cual se llega a un círculo vicioso que hace cada vez más lejana la posibilidad de que las empresas informales regularicen su situación lo que permitiría a sus trabajadores tener acceso a privilegios básicos tales como el gozo de vacaciones, gratificaciones, jornadas adecuadas de trabajo, etc.

El rol de la informalidad no puede soslayarse. No solo da cuenta del rol de la economía del país, sino que las empresas formales también venden a este mercado, con lo cual se distorsiona la contabilidad y la posibilidad de lograr reflatamiento o nuevas inversiones.

El INDECOP, siendo la institución encargada de ser un foro entre acreedores y deudores, debe ser el lugar donde la firma en problemas consiga la extinción y recomposición de sus deudas y donde se busque la recuperación de las empresas en crisis. Sin embargo, su efectividad es relativa, puesto que basta el hecho que la empresa se acoja al INDECOP, para que de inmediato se le cierren los créditos en el mercado por el alto riesgo que representa acoger a una empresa dentro del sistema concursal.

Ello ha generado una drástica reducción de ingreso de empresas al sistema, no tanto por la mejora de la economía, sino por el convencimiento que el sistema concursal equivale a la liquidación de la empresa y no una vía de reorganización.

A fin de establecer la aplicación o no de criterios de disfunción, tipos de reflatamiento y tamaño o antigüedad de las firmas, deben completarse con estudios empíricos, los que inicialmente pueden realizarse con análisis longitudinales sobre unas quince empresas en un periodo de diez años, observando las estrategias que adoptan estas empresas en entornos recesivos y depresivos comparándolos con otras quince empresas que no sufren crisis. Ello permitirá explicar algunas proposiciones de este trabajo.

Creemos que debe llevarse a cabo un programa ambicioso que podría establecer los pasos fundamentales a seguir por empresas en dificultades, al combinar el modelo de dos fases, cualificarlo y probarlo en un número significativamente mayor, *via pilot mining*. El objetivo del presente estudio es analizar la relación entre el sistema concursal nacional, la normatividad bancaria, financiera y tributaria con la permanencia o salida del mercado, adoptando como base la escuela de costos de transacción y el Análisis Económico del Derecho. Demandará trabajar con organismos oficiales, en el caso peruano el INDECOP (400-600 empresas), con la intención de probar empíricamente premisas referidas a políticas de crecimiento, apalancamiento, rol del gobierno y marco legal concursal.