



Trabajo de Licenciatura
Administración de Empresas

Inversores ángeles argentinos
Tipología local

Por: Agustina Cochello
Legajo: 9037
Mentor: Profesor Gabriel Jacobsohn

Buenos Aires, 31 de mayo de 2001

Agradecimientos

A Tomy por ser, no sólo un gran hermano, sino también un gran cadete
A mamá por haberme dado la posibilidad de estudiar en esta casa
A Fer y a Sole por el apoyo técnico a último momento
A mi mentor, el Profesor Gabriel Jacobsohn por sus muy útiles consejos y sus enseñanzas
de *entrepreneur*
A Rein Peterson por su gran experiencia y sabios consejos
A Colin Mason y John Sohl por el tiempo e interés que me brindaron a la distancia
A los inversores ángeles, que por una cuestión de confidencialidad no pondré sus nombres,
ellos saben quienes son.
A Mario Pelavski, por ayudarme en contactar a los inversores ángeles y a realizar las
encuestas



Universidad de
San Andrés



Fuente: Coveney and Moore (1998)

Universidad de
San Andrés

Abstract

Las **empresas emergentes**, en manos de los emprendedores, son generadoras de empleos y contribuyen al crecimiento económico nacional, junto con las empresas establecidas. Uno de los mayores problemas que obstaculiza el desarrollo de este tipo de empresas en el mundo y, específicamente, en la Argentina es la falta de financiamiento. Este tipo de empresas demandan **capital de riesgo**.

El mercado de capital de riesgo, se divide en dos sectores: el sector formal y el **sector informal**. Este trabajo estudia los **tipos de inversores** ángeles existentes en la Argentina, buscando identificar las diferencias con los inversores ángeles del Reino Unido.

Para ello se realizaron encuestas en las que se investigó el perfil de los inversores, haciendo énfasis en: las preferencias económico-financieras a la hora de invertir, factores motivacionales, factores limitantes y características personales. Las encuestas fueron realizadas con técnica de *snowball* para aumentar la cantidad de casos a analizar.

Encontramos tres tipos de inversores ángeles: **ángel activo**, **ángel corporativo** y **ángel marginal**. Los tipos se diferencian de los tipos identificados por Coveney y Moore en aspectos como: tamaño de sus inversiones, experiencia *entrepreneur*, número de inversiones en empresas emergentes y edad.

Universidad de
San Andrés

Índice

Introducción y metodología

Contexto	7
Guía de lectura	9

Capítulo 1: Los emprendimientos y el financiamiento

1.1 Relación entre actividad <i>entrepreneur</i> y crecimiento económico	15
1.2 Marco de la actividad <i>entrepreneur</i> : Alternativas de financiamiento	16

Capítulo 2: Fuentes teóricas de financiamiento

2.1 El financiamiento y el tiempo	18
2.2 Clasificación de las fuentes de capital de riesgo	21
2.2.1 Sector formal	21
2.2.1.1 Bancos comerciales	21
2.2.1.2 Empresas de capital de riesgo	22
2.2.1.3 Comparación entre bancos y empresas de capital de riesgo	23
2.2.2 Sector informal	23
2.2.2.1 Familiares, amigos y ahorros personales	23
2.2.2.2 Bootstrapping	24
2.2.2.3 Inversores ángeles	26
Caso Amazon	29
Caso Patagon	30

Capítulo 3: Los emprendimientos y el financiamiento en Argentina

3.1 Marco del proceso <i>entrepreneur</i>	32
3.2 Alternativas de financiamiento	33
3.3 Desarrollo de las alternativas de financiamiento	33
3.4 Una señal positiva al mercado	34
3.5 Imperfecciones del mercado de capital de riesgo	34
3.6 Inversores ángeles	35

Capítulo 4: Inversores ángeles teóricos y tipologías existentes

4.1 Definición	38
4.2 Características de sus inversiones	39
4.3 Razones para invertir	39
4.4 Características del mercado de inversores ángeles	40
4.5 ¿Por qué han cobrado mayor importancia en los últimos años?	41
4.6 Ventajas para los inversores ángeles	42
4.7 Ventajas para los emprendedores	42
4.8 Criterios de selección	43
4.9 Razones para rechazar propuestas	44

Trabajo de Licenciatura	
Inversores ángeles argentinos	
4.10 Tipologías existentes	45
4.10.1 Moore y Coveney	46
4.10.2 Kelly and Hay	48
4.10.3 Sullivan	48
4.10.4 Benjamín y Margulis	49
4.10.5 Tashiro	50
<u>Capítulo 5: Inversores ángeles argentinos</u>	51
5.1 Metodología	52
5.2 Características de la muestra	54
5.3 Resultados del trabajo de campo	54
5.4 Tipología local	59
5.5 Políticas propuestas para incentivar la actividad de los inversores ángeles	62
<u>Conclusiones y reflexiones finales</u>	65
Conclusiones	65
Bibliografía	70
Anexos	74



Universidad de
San Andrés

Contexto

En la Argentina existen 1 millón de micro, pequeñas y medianas empresas. Las Pymes representan el 99% del total de empresas del país y el 60% de la industria y el comercio. Y, ofrecen el 73% del empleo total de la Argentina.

Dentro del universo de las pequeñas y medianas empresas se encuentran las empresas emergentes caracterizadas por tener un alto potencial de crecimiento. El alto potencial de crecimiento es lo que las diferencia de las “empresas estilo de vida”. Las empresas emergentes, como las Pymes en general, tienen problemas de financiamiento. El capital que demandan las empresas emergentes en las primeras etapas de vida, conocido como capital semilla y *start-up*, es denominado capital de riesgo. El sector formal (bancos, empresas de capital de riesgo) prefiere no otorgar créditos a las empresas emergentes, básicamente, por dos razones, porque: los montos que demandan no justifican los costos fijos involucrados y por la falta de activos colaterales que poseen para respaldar el crédito.

La historia económica-política de la Argentina se ha visto caracterizada por el auge y el posterior repliegue de las pequeñas y medianas empresas. Y, es en este ámbito en el que las inversiones de capital de riesgo tienen un papel fundamental en la economía argentina, y por el que es necesario estudiar sus fuentes y las motivaciones de inversión de las mismas. El surgimiento de nuevos emprendimientos durante 1999 y el *boom* de Internet, funcionó como disparador de una demanda importante de capital de riesgo por parte de los emprendedores.

Es en este contexto en el que se define el objetivo del Trabajo de Graduación como: clasificar y definir cuáles son los tipos de inversores ángeles que existen en la Argentina. Los tipos han sido definidos en base a dos variables: experiencia *entrepreneur* y nivel de actividad de inversión. La variable experiencia *entrepreneur* mide la cantidad de negocios fundados por el inversor que hayan tenido más de cinco empleados y un volumen de ventas mayor a \$1 millón anuales. La segunda variable es un índice construido a partir del número de inversiones realizadas en empresas emergentes durante el 2000 y la inversión promedio.

Para la construcción de la tipología la elección de las variables se fundamenta en el hecho de que las mismas tienen una estrecha relación con la modalidad de inversión que los mismos presentan. Tanto la experiencia *entrepreneur*, como el nivel de actividad como inversor definen tipos de inversores ángeles con comportamientos diferentes en variables, como: rol en la inversión, aportes no financieros, limitaciones a aumentar sus inversiones, mínima tasa de retorno exigida y fuentes de consulta utilizadas.

La hipótesis del trabajo es que:

“Los tipos de inversores ángeles locales son distintos a los tipos de inversores ángeles del Reino Unido en las siguientes variables: tamaño de las inversiones, número de inversiones realizadas, actitud frente a la coinversión, experiencia *entrepreneur* y edad.”

Los inversores ángeles pertenecen al sector informal del mercado de capital de riesgo, junto con otras fuentes, como: familiares, amigos, ahorros personales y *bootstrapping*. En nuestro país existen inversores ángeles que vienen invirtiendo en empresas emergentes hace más de dos años pero ésta actividad está restringida a unos pocos.

El desarrollo del sector formal del mercado de capital de riesgo ha sido impulsado por fondos de inversión extranjeros que han entrado en la Argentina para impulsar la industria pero su función no reemplaza la de los inversores ángeles, sino que ambas funciones son complementarias. Por eso, se remarca la necesidad de impulsar el desarrollo y crecimiento del número y actividad de los inversores ángeles del mercado de capital de riesgo informal. El rol del sector formal, a través de las empresas de capital de riesgo, es continuador al de los inversores ángeles, y de ahí la importancia de estudiar y apoyar a aumentar este tipo de inversores.

Se eligió investigar este tema por cuatro razones:

- a) porque representa una nueva y creciente fuente de financiamiento para nuevos emprendimientos
- b) porque es un desafío ya que el tema es novedoso en nuestro país,

- c) por el interés que existe en el área de Entrepreneurship en la Universidad de San Andrés acerca del tema
- d) por la posibilidad que la investigación ofrece de tratar con los protagonistas: personas con mucha experiencia en el ámbito de los negocios y que están apostando a nuevas ideas argentinas.

En Argentina son muy pocos los estudios que se han realizado acerca de inversores ángeles. Esto no sólo se debe a la novedad de los mismos sino a su escasa exposición pública. Algunos de los inversores ángeles debutaron como tales de la mano del *boom* de Internet a principios del año 2000 pero la mayoría de los casos estudiados venían invirtiendo de antes.

En el ámbito académico, los primeros estudios o estudios de primera generación eran altamente descriptivos del mercado y de los inversores. Los principales autores fueron Wetzel a principios del '80 en los Estados Unidos. Sus investigaciones se desarrollaban en un contexto en el que los inversores ángeles financiaban, en su mayoría, emprendimientos tecnológicos. El autor intentó limitar la ignorancia acerca de estos nuevos inversores, describiendo sus perfiles, montos invertidos y expectativas. A este tipo de investigaciones se las llama de primera generación. Luego empezaron los estudios de segunda generación, más analíticos y orientados al diseño de políticas. Estos últimos se agrupan en: investigaciones de nuevos temas, aquellos enfocados en el diseño de políticas y aquellos que introducen una nueva perspectiva teórica. (Harrison Richard T. y Mason Colin M., 1999)

Actualmente, las tipologías que existen son de origen europeo y norteamericano. Los autores europeos principales son: Patrick Coveney, Karl Moore, Colin Mason, Richard Harrison, Michael Hay y Peter Kelly. Y, en Estados Unidos: William E. Wetzel, John Freear, Gaston, Evanson y John Sohl. Para la preparación del trabajo me puse en contacto con el Colin Mason y John Sohl, quienes me enviaron por correo importantes trabajos muchos de ellos los utilicé para la realización del Trabajo de Licenciatura. También estuve en contacto con ellos por correo electrónico, medio a través del cual, me contestaron dudas puntuales que me permitieron avanzar en el trabajo.

Guía de lectura

El Trabajo de Licenciatura se organiza en cinco capítulos, conclusiones y anexos. En los anexos están los resultados del trabajo de campo y la encuesta utilizada.

En el **primer capítulo** se presenta el modelo desarrollado por el Global Entrepreneurship Monitor (GEM) que estudia los factores que influyen sobre el crecimiento económico de un país. Uno de los factores es la actividad *entrepreneur* nacional, esta variable presenta una alta correlación con el crecimiento económico nacional. El GEM realiza investigaciones en diferentes países para analizar las diferencias en el nivel de actividad *entrepreneur* y para entender que factores influyen y hacen que un país sea más *entrepreneur* que otro. El apoyo financiero es un factor que está altamente relacionado con la actividad *entrepreneur*, y en consecuencia, con el crecimiento económico nacional.

El financiamiento es un factor crucial para el desarrollo de las empresas emergentes y las necesidades de capital van cambiando con el tiempo. En el **segundo capítulo** se presentan cuáles son las alternativas de financiamiento, en las distintas etapas del ciclo de vida de las empresas emergentes. Además se hace una descripción de cada una de ellas, y se las clasifica, entre: las que provienen del mercado de capital de riesgo formal, y las que pertenecen al mercado de capital informal.

En el **tercer capítulo** se presenta la situación de la Argentina en lo que se refiere al financiamiento de empresas emergentes, el desarrollo del mercado de capitales formal e informal. Se observa que existe una brecha en el mercado de capital de riesgo que el sector formal no cubre en la cual están ubicadas las empresas emergentes en las primeras etapas de formación. A partir de la existencia de esta brecha surge la necesidad de un mayor desarrollo del sector informal, específicamente de: los inversores ángeles.

El objetivo del **cuarto capítulo** es hacer una descripción de los inversores ángeles. Se parte de la definición de los mismos y se los caracteriza en distintos aspectos relacionados con su modalidad de inversión. Luego, se presentan cuáles son las tipologías principales en: el Reino Unido y Estados Unidos, y un estudio en Japón.

Luego de haber visto en el capítulo anterior las tipologías existentes, en el **quinto capítulo** se presenta la tipología construida para los casos locales. Primero aparecen los resultados de toda la muestra, para ubicar al perfil promedio de inversor ángel argentino. Y, luego se presenta la tipología en la que se distinguen tres tipos de inversores ángeles. A partir de los resultados obtenidos, también se plantean posibles medidas a tomar para incentivar el nivel de actividad de los mismos.



Capítulo 1: Los emprendimientos y el financiamiento

El Global Entrepreneurship Monitor es un proyecto creado en 1997 por iniciativa de Babson College (USA) y London Business School con el objetivo de estudiar la compleja relación entre *entrepreneurship* y crecimiento económico. El GEM estudia como es la relación de causalidad entre ambas y como se manifiesta en diferentes países. Además en el 2000 se agregó al estudio una nueva dimensión: evaluar el rol del Capital de Riesgo en los países en estudio.

El GEM esta compuesto por equipos de investigación es los diferentes países de la muestra. Yo soy parte del equipo canadiense bajo la conducción de Rein Peterson.

El crecimiento económico de un país esta relacionado directamente con la actividad económica de las grandes empresas y con el proceso *entrepreneur*. El contexto social, político y económico de los países definen sus posibilidades de desarrollo en ambos ámbitos. De esta manera quedan delineados un marco nacional y un marco de la actividad *entrepreneur*.

El **marco nacional** que da definido a partir de las características del país en cuanto a: la apertura del mercado, el rol del gobierno, la eficiencia del mercado financiero, el nivel de desarrollo tecnológico, la infraestructura, la calidad del *management* y la flexibilidad del mercado laboral. Por otro lado, al **marco de la actividad *entrepreneur*** queda delineado a partir de: las condiciones de financiamiento, las políticas gubernamentales, el nivel de educación y capacitación, la transferencia de tecnología, la infraestructura comercial, el grado de apertura de los mercados locales y la cultura del país.

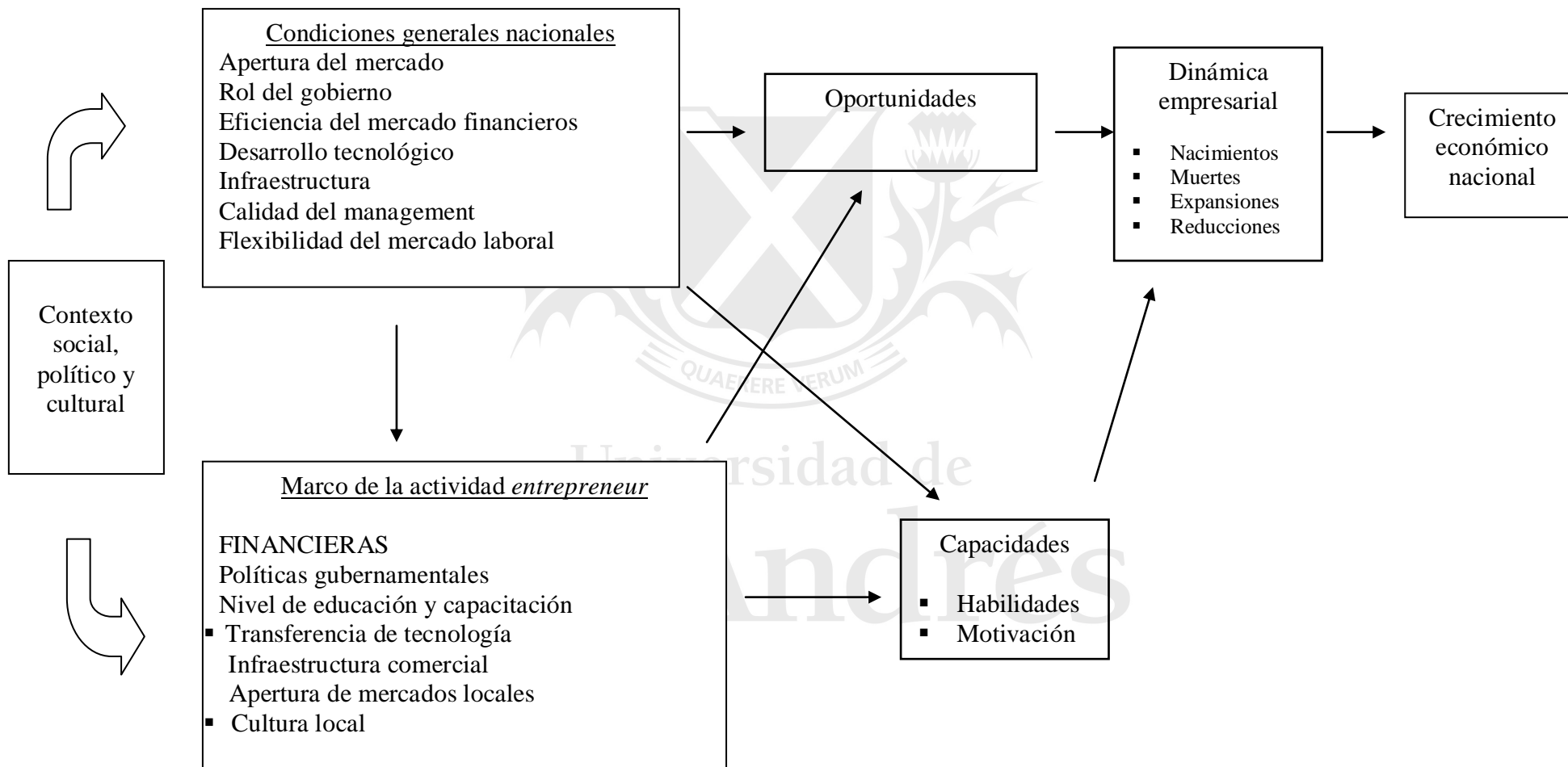
La combinación de **oportunidades** y **capacidades** genera un proceso de **dinámica empresarial**. El proceso de dinámica empresarial es el proceso de destrucción creativa mediante el cual surgen nuevas empresas y otras van desapareciendo. Las oportunidades que surjan en el mercado solo si son percibidas como tales pueden ser aprovechadas y contribuir a la dinámica empresarial, mediante la generación de nuevas empresas. Y las capacidades hace referencia a dos aspectos de los individuos: por un lado a la motivación de los mismos de generar nuevas empresas pero también a sus habilidades para realizarlo.

Finalmente, esta dinámica empresarial impacta sobre el empleo y el producto de las firmas, y consecuentemente en el **crecimiento económico nacional**.



Universidad de
San Andrés

Cuadro nro. 1
Modelo conceptual: El sector *entrepreneur* y el crecimiento económico



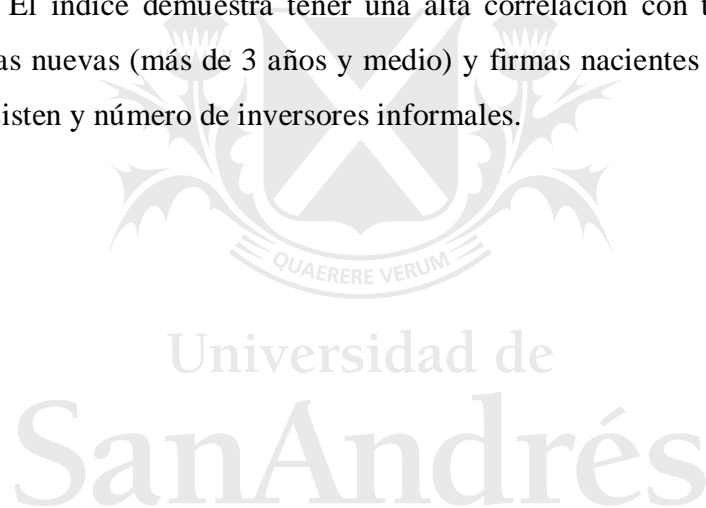
Fuente: Global Entrepreneurship Monitor- 2000 Executive Report

Investigaciones empíricas llevadas a cabo por el GEM probaron que las actividades entre grandes empresas sólo explican parte de las variaciones en crecimiento económico entre países y que el restante aporte tiene origen en él: proceso *entrepreneur*.

1.1 Relación entre actividad *entrepreneur* y crecimiento económico

El GEM parte del estudio del crecimiento económico y se propone estudiar en diferentes países como es la relación con el *entrepreneurship*. Los estudios de correlación realizados entre crecimiento económico y actividad *entrepreneur* dieron 0.69¹.

La actividad *entrepreneur* la mide en base a la *TEA (Total Entrepreneurial Activity Index)*. La TEA está construido en base a dos medidas: la tasa de firmas nacientes² y la tasa de firmas nuevas³. El índice demuestra tener una alta correlación con tasas que miden: el número de firmas nuevas (más de 3 años y medio) y firmas nacientes (menos de 3 años y medio) que subsisten y número de inversores informales.



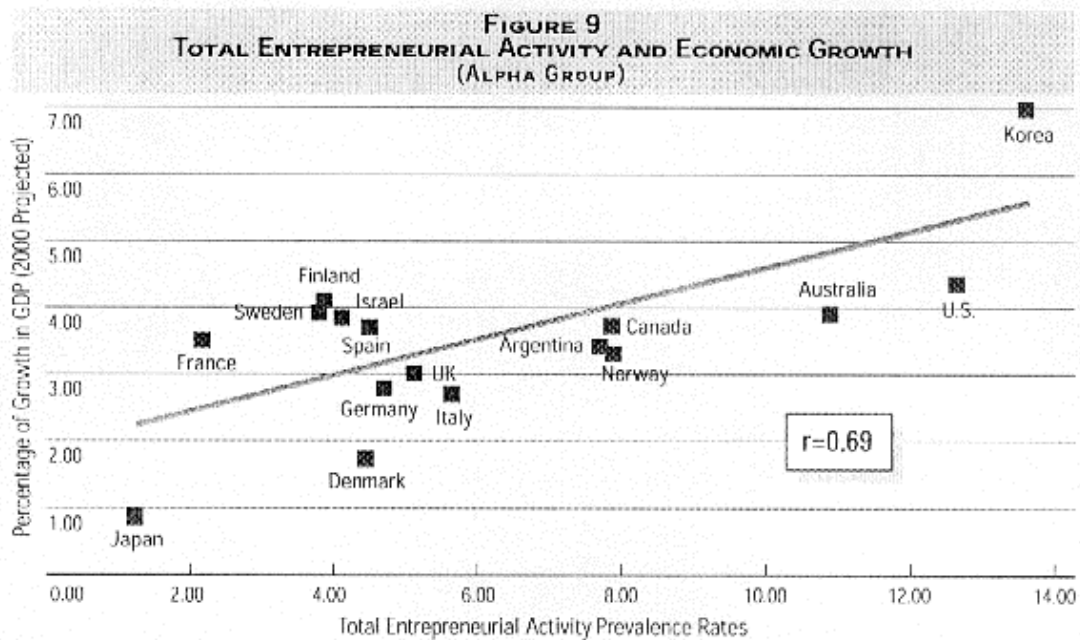
¹ En el análisis se aíslan factores como: las importaciones y exportaciones y la actividad agrícola, que sesgan los resultados porque afectan la composición del PBI y la distribución del mismo.

² Proporción de la población adulta en cada país que está comprometida actualmente en el proceso de creación de una empresa

³ Proporción de adultos en cada país que operan en una empresa que tiene menos de 42 meses de antigüedad

Cuadro nro. 2

Relación entre la actividad *entrepreneur* y el crecimiento económico



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor- 2000 Executive Report

1.2 Marco de la actividad *entrepreneur*: Alternativas de financiamiento

Las posibilidades de financiamiento son un factor clave en el desarrollo y crecimiento de los nuevos emprendimientos. El acceso a capital semilla y start-up es el principal obstáculo en las economías de carácter *entrepreneur*. Según el Global Entrepreneurship Monitor, los problemas vinculados con la financiación se encuentran entre los cuatro problemas más importantes que frenan y obstaculizan la actividad *entrepreneur*. Diversos estudios prueban y se sostienen la estrecha relación que existe entre el financiamiento y el desarrollo de emprendimientos. (Sexton and Smilor, 2000)

Las alternativas de financiamiento a las que pueden acceder los emprendedores varían según el desarrollo del mercado financiero de cada país. Pero está claro que sin apoyo financiero no se puede llevar a cabo la combinación entre capacidades y oportunidades para generar nuevas empresas y así aportar al crecimiento nacional.

Los resultados de los estudios del GEM son:

- La disponibilidad de financiamiento (formal e informal) en las primeras etapas de formación es mayor en aquellos países con altos niveles de actividad *entrepreneur*.
- Los inversores buscan buenas oportunidades y éstas se encuentran en los países con mayor actividad *entrepreneur*.

Existen en nuestro país, organizaciones que coinciden con estas líneas. Norberto Simone, presidente de la Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa, sostiene que: “ es necesario generar una cultura de adaptación, de innovación y de trabajo en equipo y aprovechar las fortalezas de cada emprendedor para poder competir. Este proceso se vería fuertemente sostenido, argumenta, si el sistema argentino le brindara al emprendedor una financiación adecuada con tasas razonables. (José Maria Simone, 2001)

En conclusión, las posibilidades de financiamiento que tengan los emprendedores impacta sobre la cantidad de nuevos emprendimientos generados, y por ende, en el crecimiento económico nacional. En un análisis realizado por el GEM se compararon 9 países para evaluar en que condiciones estaban frente a los factores de cultura, financiamiento, investigación y desarrollo, educación, marco legal y banca, que definen el proceso *entrepreneur*. Se concluyó que el factor que presenta una mayor correlación con la tasa de creación de *start-ups* es la cultura (0.87), y luego seguido por el financiamiento con *equity* (0.79). (2000 GEM Executive Report)

A partir de la importancia que tiene el financiamiento en el desarrollo de nuevas empresas, como factor crucial en el marco del proceso *entrepreneur*, en el próximo capítulo se verá cuales son las alternativas que tienen los emprendedores para satisfacer sus necesidades de capital.

Capítulo 2: Fuentes de financiamiento

El objetivo de este segundo capítulo es presentar cuales son las alternativas que tienen los emprendedores para financiar su negocio. En principio, las alternativas teóricas son: familiares, amigos, préstamos bancarios, inversores ángeles, empresas de capital de riesgo, colocaciones privadas y el mercado accionario.

Al hablar de financiamiento de nuevos emprendimientos nos referimos a capital de riesgo, definido como: dinero destinado a una inversión de alto riesgo y alto potencial de retorno, en una empresa a iniciarse o que está en fase temprana de su desarrollo. (Apertura, 2000)

2.1 El financiamiento y el tiempo

Las necesidades de financiamiento dependen de la etapa en la que esté el emprendimiento/ empresa. El factor tiempo juega un papel muy importante porque con él varía la tolerancia al riesgo del inversor, los montos demandados, y por lo tanto, las fuentes de financiamiento disponibles.

Se definen ocho etapas de financiamiento:

1) Seed: existe la idea de la empresa y/o se está en proceso de organización. Las investigaciones de mercado están en marcha pero no han terminado. Se desarrolla el plan de negocios y el equipo se está formando. En esta etapa el capital proviene de las 3 F's (*founders, family and friends*) y los montos de las inyecciones de capital rondan entre los \$50,000 y los \$250,000.

2) Research & Development: financiamiento del desarrollo de producto para las empresas en las primeras etapas de formación o empresas más desarrolladas.

3) Start-up: la empresa está terminando con el desarrollo de sus productos y está comenzando con desarrollos en marketing. Es una empresa con menos de dos años de vida. El plan de negocios ya está terminado y el equipo de management formado. En los Estados Unidos los **inversores ángeles** aparecen, en su mayoría, en estas etapas participando con montos entre los \$250,000 y los \$500,000.

4) Primera etapa de expansión: la empresa opera con un modelo de trabajo que ya ha superado las pruebas de riesgo beta. Comenzando comercialización pero sin ganancias. Aparecen las *empresas de capital de riesgo y los bancos comerciales*.

5) Segunda etapa de expansión: la empresa crece entrando en nuevos mercados y necesita capital para hacerlo. En general, en esta etapa la empresa tiene su **segunda ronda de inversores**. Por los montos necesitados, participan *empresas de capital de riesgo y fondos de private equity*.

6) Consolidación: la empresa tiene crecientes volúmenes de venta y alcanzó y superó el punto de equilibrio. Las ganancias se reinvierten en futuras expansiones, marketing o en capital de trabajo.

7)Acquisition/merger: la empresa tiene necesidad de capital para financiar una adquisición o un merger.

8)Turn-around: la empresa necesita capital para alcanzar y superar el punto de equilibrio.

En el gráfico en la próxima página se observa como las alternativas de financiamiento van variando en las diferentes etapas, junto con los montos aportados y el costo del capital.

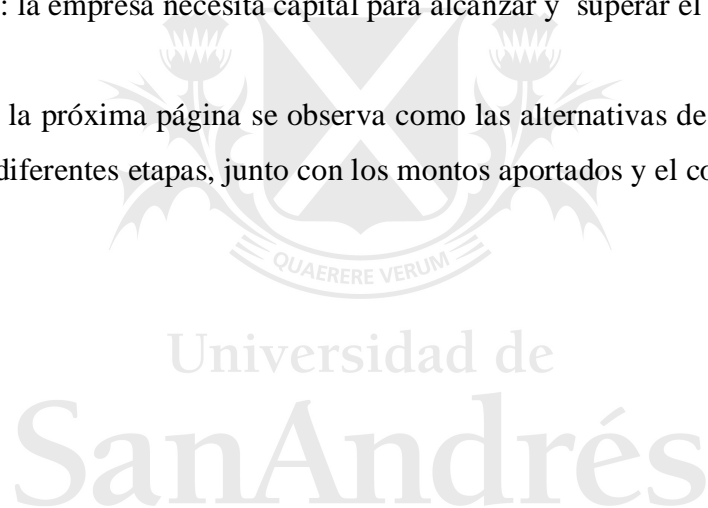
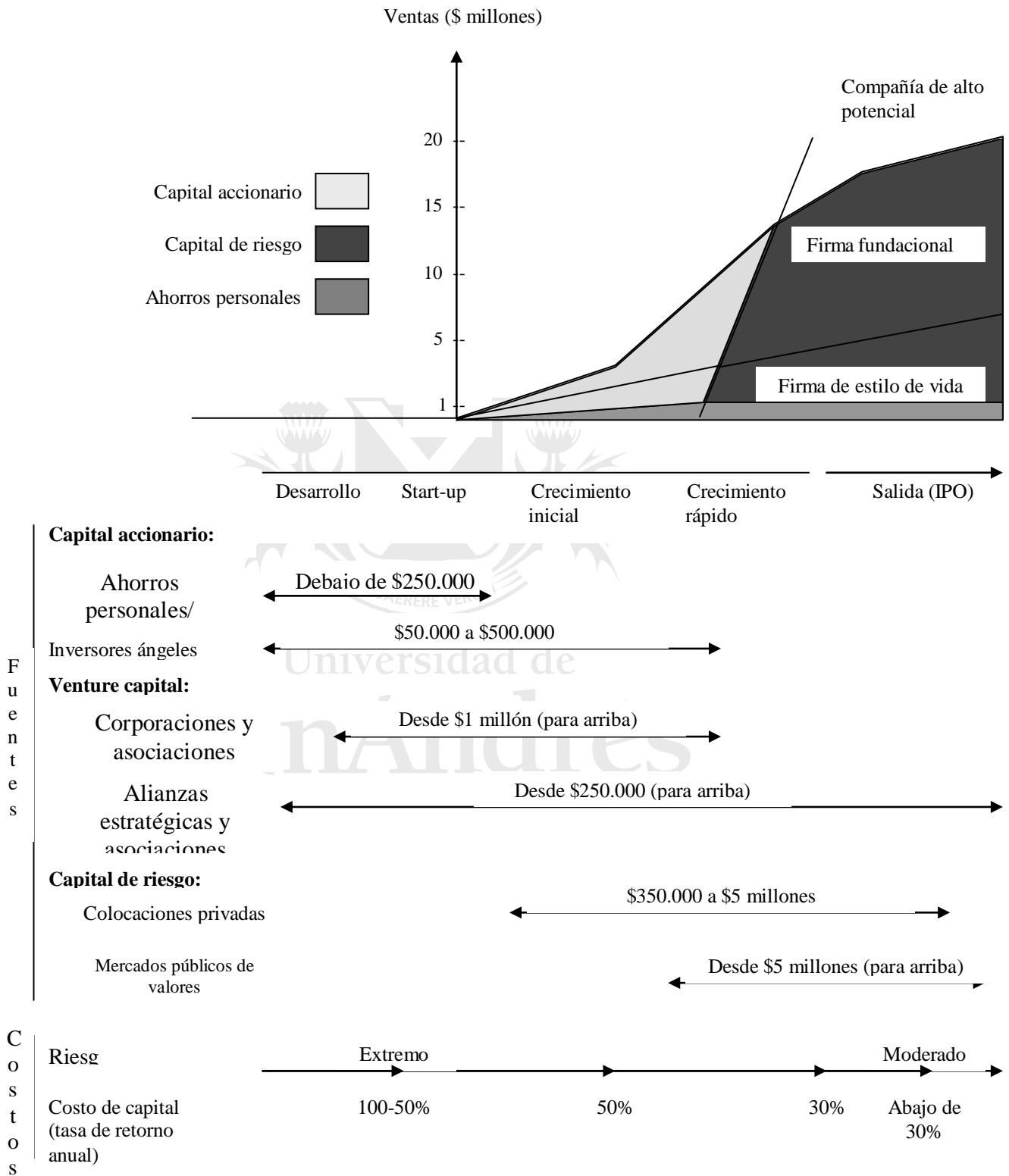


Gráfico nro. 1
Ciclos de vida financieros



Fuente: De Constantinidis adaptado de Timmons, Jeffrey A, (1999).

2.2 Clasificación de las fuentes de capital de riesgo

Las alternativas de financiamiento se pueden clasificar según el sector de donde provengan los fondos. Diferenciando así entre las opciones que ofrece el sector formal, a través de: bancos, empresas de capital de riesgo y oferta pública inicial de acciones en el mercado de valores. Y, las del sector informal: bootstrapping, las 3 f's (friends, family y fools) y los inversores ángeles. (Coveney and Moore, 1998)

2.2.1 Sector formal

2.2.1.1 Bancos comerciales

Los bancos constituyen una de las principales fuentes de capital externo para las pequeñas empresas, pero no durante las **etapas** de desarrollo y crecimiento sino una vez que ya estén encaminadas con vistas a expandirse y crecer. Esto ocurre porque los bancos exigen que los deudores cuenten con activos que respalden las deudas contraídas y que el riesgo de la inversión sea bajo, condiciones que las primeras no cumplen. Las inversiones en las primeras etapas de formación son llamadas de alto riesgo, porque no cuentan con un historial de su *performance* pasada, tienen un bajo índice de liquidez, y sus flujos de caja y ganancias esperados son sumamente volátiles.

En segundo lugar, para los bancos el **costo** de este tipo de inversiones es muy alto. Los bancos restringen los préstamos a las pequeñas empresas emergentes porque para incluirlos en la cartera implica hacer un análisis del riesgo implicado y otros costos fijos. A su vez estos costos extra encarecen el crédito haciéndolo menos atractivo para los emprendedores.

En tercer lugar, para los bancos comprar participación en empresas emergentes no es negocio porque son inversiones de mediano-largo plazo. En cambio, sí están dispuestos a otorgar "*overdraft financing*" de corto plazo porque de esta manera minimizan la probabilidad de exponerse a negocios con problemas financieros. Lo que ocurre es que este tipo de capital, de corto plazo, resulta ser muy caro para los emprendedores.

En el Reino Unido la relación entre bancos comerciales y empresas emergentes empeoró a partir de unas medidas tomadas luego de la recesión de principios de los años '90. En primer lugar, los bancos empezaron a exigir inversiones menos riesgosas y con un alto índice patrimonio/pasivo, o sea con un bajo índice de endeudamiento. Este fenómeno también se da en nuestro país, ya que a un emprendedor dedicado a fabricar transformadores e instrumental de medición eléctrica de San Fernando cuando necesitaba invertir \$250,000 se encontró sin apoyo financiero, y hoy sostiene que: “los bancos nos dieron la espalda porque nos endeudábamos demasiado, pero finalmente obtuvimos un financiamiento mucho más cómodo a través de Garantizar, una sociedad de garantías recíprocas”⁴

Según un trabajo de las razones por las cuales los bancos niegan los préstamos solicitados son: en el 36% de los casos es porque el banco no entiende el negocio, el 31% de los casos porque el negocio tiene un alto grado de endeudamiento y el 29% de los casos porque el deudor carece de activos colaterales para respaldar la deuda. (Alvarez and others, 1997 citado por Benjamín and Margulis, 2000)

2.2.1.2. Empresas de capital de riesgo⁵

Las empresas de capital de riesgo son fondos que invierten dinero de terceros en empresas emergentes. Las empresas de capital de riesgo varían según: el objeto de la inversión (fondos generalistas o especializados), el momento de desarrollo de la empresa en el que invierten (semilla, desarrollo y expansión), la región (regionales o globales) y por su forma institucional (cautivas de una corporación o formadas en forma independiente). Este tipo de empresas financian buy-outs, spin-offs y dan financiamiento a empresas en sus etapas de desarrollo y expansión.

En general existen dos tipos de fondos de capital de riesgo: aquellos que surgen dentro de un banco y los que se forman a partir de la concentración de inversores ángeles.

⁴ Clarín, Las PyMEs buscan vías para su modernización, 11/03/01, Pág. 2

⁵ Las empresas de *private equity* no están consideradas porque estas difieren de las empresas de capital de riesgo en que no se focalizan en empresas nuevas ni en PyMes sino en grandes firmas.

Los retornos que ofrecen este tipo de compañías son sumamente atractivos. Por ejemplo, el retorno anual que obtuvieron las empresas de capital de riesgo en 1999 sobre todo su capital fue del 62.5%, y sobre el capital semilla y start-up llegó al 91.2%. (Bygrave, 2000) El primer fondo de capital de riesgo dedicado fue fundado en 1946 en los Estados Unidos por el general Gerges Doriot, se llamó: *American Research Development Corporation*, entre las inversiones de riesgo más conocidas estaba la de Digital Equipment Corporation. El gobierno jugó un papel significativo en el desarrollo del mercado de capital de riesgo formal con la creación de la *Small Business Investments Companies Administration*, las firmas que se registraban en este régimen obtenían beneficios impositivos y prestamos a bajo interés.

2.2.1.3 Comparación entre bancos y empresas de capital de riesgo

La diferencia entre los bancos y las empresas de capital de riesgo es que los bancos tienen como objetivo minimizar el riesgo de sus inversiones, mientras que las empresas de capital de riesgo buscan minimizar la correlación positiva entre riesgo y retorno, es decir: salir de la curva y encontrar proyectos con los que se obtengan un retorno más alto con un menor riesgo.

2.2.2 Sector informal

2.2.2.1 Familiares, amigos y ahorros personales

En general, los emprendimientos comienzan financiándose con fondos de este tipo y algunos, los menos, se financian así sin necesidad de recurrir a fuentes externas. Este fue el caso de AperNet, una consultora de tecnología, negocios y procesos creativos fundada por tres socios, entre ellos, Matias Mose. Uno de los socios sostiene que: “más que buscar inversores un emprendimiento debe poner énfasis en la búsqueda de clientes”.

Este no es de los casos más comunes, en los que se financian con esta fuente hasta conseguir fondos de fuentes externas. El hecho de que el emprendimiento haya sido financiado en un principio por fondos propios esta muy bien visto entre los inversores ángeles porque ellos consideran que es señal del compromiso que existe con el negocio.

2.2.2.2 Bootstrapping

Las fuentes anteriores parten de la premisa de que el capital proviene de fuentes externas: en un banco, un inversor o un fondo. Otra alternativa muy interesante y que difiere de las fuentes anteriores es la de trabajar bajo políticas de: *bootstrapping*. Esta práctica consiste en lanzar emprendimientos con modestas sumas de dinero provenientes de fondos propios: ahorros personales, tarjeta de crédito y/o hipotecas.

Esta postura sostiene que buscar grandes sumas de dinero poco tiene que ver con los emprendimientos tradicionales que se hacían con poco dinero y un presupuesto muy ajustado. Michael Lutz, CEO de Gammalink sostiene que: “ Acudir a fuentes externas para tener capital se ha convertido en una enfermedad. Los emprendedores están perdiendo mucho tiempo y energía pensando como conseguir mas dinero”.

Los proyectos que involucran grandes sumas de dinero traen aparejados numerosos análisis: estudios de mercado, planes de negocios muy bien revisados, evaluación de los socios fundadores, complejos análisis financieros. Existen autores que sostienen que el mundo del *entrepreneur* está muy lejos de ser así y que lo que ha ocurrido es que protagonistas del mundo corporativo han migrado al mundo del *entrepreneur* llevando con ellos su metodología y formación.

En Harvard se realizó un estudio en el que se entrevistaron los fundadores de 100 empresas elegidas entre las 500 empresas constituidas con capitales privados con mayores tasas de crecimiento en 1989 y con ventas mayores a \$100,000 en 1983. El 80% de los casos se financiaron con fondos de los fundadores. Los fundadores sostienen que el gran desafío no es conseguir el dinero sino lograrlo sin hacerlo. Por otro lado, en el caso de que se esté en busca de capital en fuentes externas, muchas veces los inversores desaprueban las propuestas recibidas. Esto ocurre porque no cumplen con los requisitos de: escala, ventajas de propiedad, planes bien definidos y fundadores con experiencia. Y no cumplir con ellos no es sinónimo de que el negocio no es bueno sino significa que no es una oportunidad para el fondo de inversión o la empresa de capital de riesgo. (Bhide Amar, 1992)

2.2.2.2.1 Prácticas para comenzar con *bootstrapping*

- Operatividad: los *entrepreneurs* que empiezan con *bootstrapping* no esperan la gran idea sino que comienzan imitando algo o se dirigen a mercados pequeños con un producto/servicio diferenciado.
- Generadores de cash: un negocio que tiene caja y retornos rápido aparece confiable a los ojos de proveedores, clientes y empleados y le da al emprendedor confianza y seguridad.
- Productos/ Servicios de alto valor (\$5,000): *bootstrappers* se enfocan en productos que por su valor puedan generar suficiente retorno con ventas a través de contactos personales. Como, por ejemplo: software.
- No cuentan con gente experimentada: si no son capaces de atraer inversores menos van a atraer gente muy capacitada. Buscan gente con sentido común y personalidad.
- Control del crecimiento: los *bootstrappers* exitosos invierten para aumentar su capacidad sólo cuando no hay otra solución. Van controlando el crecimiento, para que no se les vaya de las manos. El enfoque es al revés de los que buscan capital externo quienes invierten primero y después producen, venden,... “ Nuestro primer producto estaba terminado antes de fundar la compañía”, afirma Warren Anderson, fundador de Anderson Soft-Teach. Este control no solo le da viabilidad financiera al negocio sino que le da tiempo al emprendedor de ir adquiriendo capacidades y habilidades en el manejo del proyecto y de enfrentarse a situaciones con una menor presión.
- Prioridad de *cash*: los *bootstrappers* ponen énfasis en obtener cash y no en las ganancias ni en la participación de mercado. La falta de un inversor exige la generación de cash, tanto para hacerle frente a los costos como también para financiar el crecimiento del negocio.

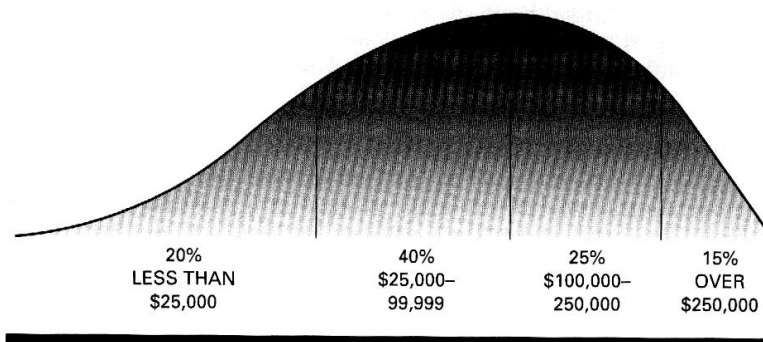
- Relación con sistema bancario: a pesar de no estar en condiciones de tomar un préstamo, es importante tener una relación con ellos para el futuro. Los bootstrappers esperan que éstos les propongan prestarles y escuchan cuanto proponen antes de chocar con ellos, en cuanto a montos y términos del préstamo.

2.2.2.3 Inversores ángeles

El inversor ángel es un individuo que posee como mínimo \$1MM disponibles para invertir⁶, y que invierte parte de sus activos en start-up ventures. Este tipo de inversores, se diferencian de otro tipo de inversiones porque generalmente (dependerá del tipo de inversor) aportan activos no financieros al nuevo emprendimiento como: experiencia, talento, contactos. Es por eso que familiares y amigos no entran en la clasificación de inversores ángeles. Los inversores ángeles están interesados en hacer inversiones chicas de alto riesgo en las que puedan agregar valor. (Roberts Michael J., 2000)

Según un estudio realizado por *International Capital Resources* en los Estados Unidos en el que se estudió a más de 600 casos de inversores ángeles el tamaño de las inversiones se distribuye como aparece en la siguiente figura.

Universidad de
Cuadro nro. 4
Tamaño de inversiones realizadas por inversores ángeles



Source: International Capital Resources

Fuente: Benjamin y Margulis (2000)

⁶ De la muestra utilizada un 61% posee mas de un millón de pesos para realizar inversiones en general. Para elegir los casos a incluir se tomo si invertían como inversores ángeles, mas allá de los montos disponibles.

Los inversores ángeles presentan fuertes ventajas frente a las empresas de capital de riesgo para los emprendedores y su empresa. Arthur Rock, uno de los inversores de Intel, dijo: “los inversores de una empresas de capital de riesgo son managers de un portfolio, más interesados en crear riqueza que en crear empresas”. Los entendidos en el tema opinan que los emprendedores deben buscar el capital que necesitan en estos inversores privados ya que no sólo tienen más capital, en conjunto⁷, sino que también están dispuestos a asumir un riesgo mayor.

En el cuadro se sintetizan las diferencias entre las empresas de capital de riesgo y los inversores ángeles. Las diferencias son muchas, se intenta remarcar que los roles son distintos, no se excluyen sino mas bien se complementan.

Cuadro nro: 5
Comparación entre los inversores ángeles y las empresas de capital de riesgo

<u>Inversores ángeles</u>	<u>Empresas de capital de riesgo</u>
<ul style="list-style-type: none">• El éxito de la firma• Fondos propios• Pequeña participación patrimonial▪ Nro. promedio de inversiones: 4▪ Experiencia <i>entrepreneur</i>▪ 80% empezaron una compañía▪ Inversor part-time▪ Agrega valor, rol activo▪ Foco en relación con el <i>entrepreneur</i>▪ Generalista▪ Priorizan la cercanía geográfica▪ 60% no tiene experiencia en la industria▪ Proceso de <i>due diligence</i> y negociación cortos▪ ROI mínimo: 30%	<ul style="list-style-type: none">▪ Estrategia de salida▪ Fondos de terceros▪ Mayor participación patrimonial▪ Nro. promedio de inversiones: 23▪ Formación académica▪ 38% empezaron una compañía▪ <i>Manager</i> financiero▪ Inversor estratégico▪ Foco en un rápido crecimiento▪ Especialista▪ No priorizan la cercanía geográfica▪ 29% no tiene experiencia en la industria▪ Proceso de <i>due diligence</i> y negociación largos▪ ROI mínimo: 40%

Fuente: Benjamin y Margulis (2000), traducción propia

La tasa de éxito de los emprendimientos, es mayor en aquellos emprendimientos en los que invierten inversores ángeles y no en los financiados por empresas de capital de riesgo. Esto

⁷ Según el GEM (2000): \$63 billones (inversiones de inversores ángeles) vs. \$43 billones (sector formal) para 1999, año en el que el sector formal creció considerablemente.

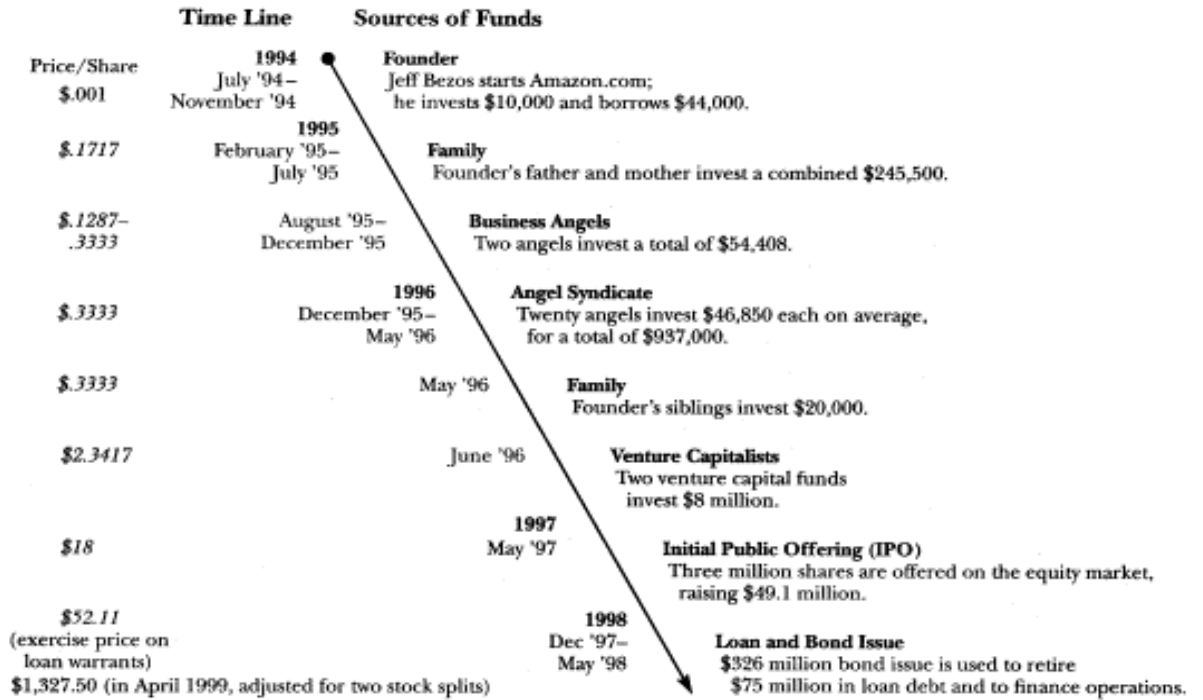
ocurre porque los segundos invierten siguiendo la modalidad de portafolio donde algunos proyectos son exitosos y otros no. La baja calidad de los proyectos en manos de las empresas de capital de riesgo, se debe a que las valuaciones que hacen las empresas de capital de riesgo son más exigentes, entonces los emprendedores con menos confianza y temerosos son los que aceptan las subvaluaciones de sus negocios por parte de éstos. En cambio, los emprendedores visionarios no aceptan los precios ofrecidos porque consideran que están subvaluando sus emprendimientos. (Benjamin y Margulis, 2000)

Como se dijo a principios del capítulo, el financiamiento puede provenir tanto del sector formal o del informal. Es interesante como las proporciones de uno y otro varían según el país.

En los países analizados en el estudio llevado a cabo por el GEM, en promedio 78.3% de los *start-ups* son financiados por el sector informal. Los países con tasas más altas son: Australia y Corea con, 95% y 91% respectivamente. En cambio, Estados Unidos presenta una baja participación del sector informal (54%), según la investigación esto es señal de un mercado de capital de riesgo formal muy desarrollado.

A modo de comparación, a continuación aparecen dos casos exitosos: Amazon.com y Patagon.com, con el objetivo de visualizar como fueron cambiando las fuentes de capital a medida que la empresa iba creciendo y cambiando de objetivos.

Cuadro nro.6
Caso: Amazon



Fuente: Van Osnabrugge, Mark (2000)

Cuadro nro. 7
Cronología financiera de Patagon.com

Línea del tiempo	Fuentes de capital
1998	Fondos propios, familia y amigos
Enero: Casares y Larguia fundan la compañía	\$20,600
	Préstamo \$40,000
Julio: reciben la sociedad de bolsa InvestCapital	Inversor Ángel \$1,000,000
1999	
Abril: Chase Capital Partners y Flatiron, valúan el negocio en \$12 millones pre-money	Fondo de inversión \$4,000,000
	Fondos privados de inversión (PEF)
Diciembre: J.P. Morgan Capital, Goldman Sachs, General Electric Capital, Reuters, Fenway Partners, Telmex, Inbursa-Mexico, Banco Santander, Quantum Dolphin, y GP Invetimentos do Brazil	\$53,000,000
2000	Alianza estratégica \$585 millones
Marzo: Banco Santander Central Hispano (BSCH) compra el 75% de las acciones de Patagon con una valuación de \$705 millones. Patagon absorbe Open Bank, banco on-line del BSCH en España.	
Julio: compra KeyTrade Online, un broker online en los Estados Unidos	

Fuente: Elaboración propia en base a entrevista con Azul Casares e información secundaria

Los ejemplos anteriores fueron incluidos por dos razones, por un lado, para visualizar como las fuentes de capital van cambiando a medida que la empresa va creciendo y, también para dar una pauta de las diferencias entre los mercados de capitales de los respectivos países.

En ambos se ve como los primeros fondos tienen origen en la familia, amigos y ahorros personales. Luego, Patagon.com y en Amazon.com reciben fondos de un inversor ángel.

Cuando los requerimientos de capital aumentan, entra un sindicato de ángeles en el caso extranjero y un fondo de inversión en el caso local. Los sindicatos son estructuras que todavía no existen en la Argentina, consisten en grupos de inversores ángeles que se juntan para invertir. En el caso de Amazon.com el sindicato estaba compuesto por 20 inversores ángeles, cada uno invirtió, en promedio, \$46,850, juntando así \$937,000. En cambio en nuestro país, al aumentar los requerimientos de capital los oferentes más comunes son fondos de inversión extranjeros. En el caso de Amazon.com luego ingresa una empresa de capital de riesgo, para finalizar casi tres años luego de su fundación en una Oferta Pública Inicial. En el caso de Patagon.com las necesidades de capital siguen creciendo y toman fondos de un *Private Equity Fund* para finalizar con una alianza estratégica luego de dos años de su fundación.

En conclusión, existen distintas fuentes de capital que satisfacen las necesidades del negocio desde su nacimiento y a lo largo de su crecimiento. Estas fuentes son clasificadas en: las del sector formal y las del sector informal. En el sector formal se incluyen: los bancos comerciales y las empresas de capital de riesgo. Y, en el sector informal, se encuentran los familiares, los ahorros personales, prácticas de *bootstrapping* y los inversores ángeles.

La disponibilidad de estas fuentes de financiamiento en el mundo real depende de muchos factores, entre ellos: el desarrollo relativo entre el sector formal e informal, la tasa de actividad *entrepreneur* la eficiencia del mercado financiero y el rol del gobierno.

En el próximo capítulo veremos cual es la situación de la Argentina en términos de actividad *entrepreneur* y cómo es el marco dentro del cual éste opera. Además se presenta cual es la situación del mercado de capital de riesgo local, es decir, que fuentes de capital están disponibles y sus características.

Capítulo 3: Los emprendimientos y financiamiento en la Argentina

La Argentina se ubicó en el séptimo lugar en el ranking según actividad *entrepreneur*, durante el año 2000, medido por la TEA (*Total Entrepreneurial Activity*), con un valor del 7.8%. Este valor es uno de los más altos entre el grupo de países con valores medios. Sin embargo, es importante analizar la composición del índice para tener un mejor reflejo de la realidad. El 75% de éste resultado es producto de la tasa de firmas nacientes y el 25% de la tasa que mide firmas nuevas. Esto refleja una gran imposibilidad de muchos *start-ups* de convertirse en negocios que duren en el tiempo.

Existe en la Argentina una alta valoración por la independencia personal, especialmente entre los jóvenes. Es cierto que parte puede ser por la alta tasa de desempleo que existe en el país. Pero, mas allá de esta posible explicación, se considera que existe en el país una tendencia hacia mantener la independencia en el mundo de los negocios y a alejarse de la denominada “cultura del salario”. Especialistas dicen que esto puede ser un resurgimiento de aquel espíritu emprendedor que existía entre los primeros inmigrantes europeos.

3.1 Marco del proceso *entrepreneur*

A pesar de estar percibiéndose cambios en la **cultura** hacia una actitud más independiente y emprendedora, en la Argentina el reconocimiento de este tipo de actitudes no fue nunca muy alto. La falta de capacidad de reconocer los errores como oportunidades para crecer y el miedo al fracaso son obstáculos en este ámbito. En *entrepreneurship* se aprende haciendo.

Un bajo nivel de **educación** es una traba para el desarrollo del proceso *entrepreneur*. El Global Entrepreneurship Monitor hizo un análisis definiendo tres variables para medir el nivel de educación. Una de las variables, relacionada con el nivel de inscripción en educación terciaria presentó una correlación del 0.64 con la TEA. Esta variable para la Argentina tiene un valor del 42%. Esto quiere decir que solo un 42% del total de estudiantes que se podrían inscribir en el nivel terciario están realmente inscriptos.

Las políticas gubernamentales favorables para impulsar y mantener un proceso *entrepreneur*, son aquellas que: hacen énfasis en la estabilidad económica en el largo plazo, respetan la ley, fomentan una actitud proactiva hacia los negocios, y ponen énfasis y entienden la importancia del proceso *entrepreneur* en el crecimiento económico nacional.

3.2 Alternativas de financiamiento

En la Argentina, el financiamiento es uno de los mayores obstáculos del desarrollo de la actividad *entrepreneur*. El capital es escaso y caro, y los emprendedores tienen poca experiencia en buscar inversores y, a su vez, los inversores ángeles carecen de habilidad para analizar oportunidades de inversión generadas por los jóvenes⁸. Durante 1999 y el 2000, había capital de riesgo disponible pero existía un prejuicio de que era sólo para empresas de Internet o de tecnología.

El GEM realizó un estudio en la Argentina para evaluar la actividad emprendedora de la Argentina y cuál era el marco para el proceso *entrepreneur*. El apoyo financiero se consideró que es un factor crítico, expertos en el tema que participaron en la investigación criticaron a la oferta diciendo que: “Muchas instituciones financieras e inversoras de la Argentina no comprenden aún el dinamismo del negocio naciente o de la pequeña empresa”. Pero también surgieron opiniones sosteniendo que existe un problema por parte de la demanda, se llegó a la conclusión que los emprendedores no poseen las habilidades para presentar sus proyectos a los inversores y tienen una actitud negativa frente a compartir la propiedad de las empresas. Respecto a este punto, en el trabajo de campo se observó que la participación accionaria no es un aspecto que los inversores ángeles estudiados prioricen a la hora de invertir.

3.3 Desarrollo de las alternativas de financiamiento

En la Argentina el incipiente desarrollo del mercado de capital de riesgo está concentrado en la llegada de fondos internacionales, bancos comerciales y en unos pocos inversores ángeles. Los fondos de *private equity* no toman parte casi en el mercado de capital de riesgo ya que el negocio de éstos, según Ernesto van Peborgh, socio de Argentine Venture

⁸ Estudio realizado por Babson College y London Business School (artículo de La Nación 12/02/01)

Partners, es contrario al del capital de riesgo que consiste en: “ crear valor sin flujo de fondos establecido”. Este tipo de fondos invierten en nuevos emprendimientos que surgen dentro de empresas ya establecidas, por eso se dice que crean valor pero con un flujo establecido.

En la Argentina, la instalación de fondos internacionales y la creación de fondos locales, se realizó sobre la base de estrategias de bajo riesgo. Actualmente existen en la Argentina 40 fondos de capital de riesgo. El objetivo de los fondos es maximizar sus ganancias con el menor riesgo posible. Consecuentemente, tanto los fondos internacionales como los locales invierten grandes sumas de dinero (a partir del millón de dólares) y no en las primeras etapas de formación. Por lo tanto, estos fondos ofrecen capital a empresas en etapas más avanzadas y no a aquellas que están en las etapas de *seed* o *start-up*.

3.4 Una señal positiva al mercado

La venta de Patagon.com al Banco Santander por \$855 millones impactó sobre la percepción que de los proyectos de los *entrepreneurs*, tenía el mercado de capital de riesgo. A partir de marzo del 2000, cuando fue la transacción, algunos fondos imitaron la estrategia que tuvo el Chase Manhattan un año antes, al invertir \$4 millones en Patagon.com a cambio del 30% de la compañía.

Es decir, los fondos de capital de riesgo comenzaron a financiar a los emprendedores en las primeras etapas en el desarrollo de sus emprendimientos proveyéndoles de *seed* y *start-up capital*. Aunque en este caso los montos fueron muy altos (\$4 millones), a partir de esa fecha aparecieron casos en los que se observaba un cambio en la mentalidad en el mercado de capitales. Los nuevos emprendimientos demuestran que pueden ofrecer altas tasas de retorno. Este cambio se fue acelerando y no pasó desapercibido, desde ese momento conseguir capital de riesgo se hizo menos tedioso. Los inversores otorgaban financiamiento exigiendo menos requisitos que antes de este fenómeno.

3.5 Imperfecciones del mercado de capital de riesgo

Una vez analizadas las alternativas de financiamiento es claro ver el “*gap*” o brecha que existe en el mercado de capital de riesgo argentino. Esta brecha en el sector formal se

forma a partir de la diferencia que existe entre los montos que ofrecen las empresas de capital de riesgo y las primeras fuentes de capital: bootstrapping y familiares, amigos y ahorros personales (sector informal) y el sector bancario (sector formal).

En el cuadro a continuación se ve como los inversores ángeles han cubierto esta brecha en ambos países. En la Argentina financian pocos emprendimientos en montos más altos, en promedio, que en Estados Unidos. En Estados Unidos los inversores ángeles comienzan a financiar a los emprendedores en sumas menores, al igual que las empresas de capital de riesgo que continúan luego de éstos con su financiamiento.

Cuadro nro. 8
Rangos de financiamiento según fuente y país

	Argentina	Estados Unidos (1)
3 F's	Menos de \$50,000 (2)	Menos de \$250,000
Inversores ángeles	\$7000- \$ 3,000,000(3)	\$50,000-\$500,000
Empresas de capital de riesgo	Mas de \$1,000,000(4)	Mas de \$1,000,000
Fondos de private equity	Mas de \$5,000,000(5)	

Fuentes: (1)Timmons (1994), (2) A partir del trabajo de investigación, Pereiro toma \$8,000,000, cifra que se consideró no refleja la situación real del mercado, (3)Trabajo de campo realizado, (4) Datos de la investigación realizadas (5) Pereiro (2001)

Hace unos años la escasez de capital de las empresas pequeñas se atribuía netamente a que había escasez de capital en el mercado financiero. En los últimos 10 años se descubrió que la causa reside en una fragmentación de este mercado y a problemas de información que existen en el mismo. Los oferentes no reciben información acerca de las nuevas oportunidades para invertir y los demandantes de capital no encuentran información acerca de las fuentes disponibles de capital. Estas fallas en la información hacen que los primeros culpen a la falta de proyectos interesantes y de emprendedores capacitados como la causa de falta de oferta. Mientras que los segundos atacan a las instituciones culpándolas de restringir los prestamos independientemente de la disponibilidad de capital (Mason and Harrison, 1994).

3.6 Inversores ángeles

Este “*gap*” en el mercado de capital de riesgo informal ha sido cubierto por los inversores ángeles, definidos como: individuos que poseen \$1 millón o más de riqueza neta de bienes personales o que ganan más de \$200,000 por año y que invierten activos financieros y no financieros en empresas emergentes en las primeras etapas de formación⁹.

Los inversores ángeles satisfacen mejor sus necesidades pero el mercado de capital informal ésta todavía inmaduro y son muchas las imperfecciones que existen para que haya un fluido intercambio entre inversores y emprendedores. En la Argentina se da un fenómeno muy peculiar: la inversión promedio que realizan los inversores ángeles es de \$510,200 y financian, solamente, el 2.8% de los emprendimientos.

Cuadro nro. 10
Fuentes de financiamiento de los emprendimientos: Argentina y Estados Unidos

Fuente	Argentina (1)	Estados Unidos (2)
Ahorros personales	49.2%	74%
Familiares y amigos	20.1%	5%
Inversores ángeles	2.8%	7%
Bancos comerciales	11.2%	0%
Empresas de capital de riesgo	1.7%	5%

Fuente: Elaboración propia en base a: (1) Pereiro (2001), (2) Van Osnabrugge Mark (2000)

En cambio, en países con un mercado de capital informal más desarrollado los inversores ángeles tienen una mayor participación en el financiamiento de emprendimientos pero con inversiones menores, la ronda promedio en los Estados Unidos es de \$58,900.

En Estados Unidos, los inversores ángeles, en cambio son la segunda fuente a la que recurren los emprendedores en busca de financiamiento. Los emprendedores encuentran en ellos una fuente de capital inmediatamente después de haber recurrido a familiares, amigos, y fondos propios.

El inversor ángel es un oferente del mercado de capital informal que ofrece claras ventajas comparativas frente al sector formal en el financiamiento de las primeras etapas de un

⁹Según la definición de la Stock Exchange Commission (Rule 501)

emprendimiento. El desarrollo del mismo en la Argentina es mucho menor en comparación al de los Estados Unidos o al de Inglaterra. Estas diferencias son, tanto en dinero invertido en empresas emergentes, como en la cantidad de proyectos, en la institucionalización y en los canales de comunicación disponibles.

En el siguiente capítulo veremos una descripción de los inversores ángeles, cuales son sus características específicas y el rol que cumplen dentro del mercado de capital de riesgo. Además se presentaran las principales tipologías que se desarrollaron en el Reino Unido, Estados Unidos, y los recientes estudios en Japón.



Capítulo 4: Inversores ángeles y tipologías existentes

El término inversor ángel (angel investor) surgió a principios del 1900 para referirse a los inversores en Broadway que invertían dinero para que se puedan llegar a cabo las producciones teatrales. Un rasgo en común con los inversores ángeles actuales es el alto riesgo de sus inversiones.

4.1 Definición

Un inversor ángel es un individuo que posee como mínimo \$1MM disponibles para invertir, y que invierte parte de sus activos en emprendimientos en las primeras etapas de formación. Este tipo de inversores, se diferencia de otro tipo de inversores porque aportan ciertos activos no financieros al nuevo emprendimiento como: experiencia en el sector, talento, contactos con potenciales inversores, planteo de estrategias alternativas. Es por eso que familiares y amigos no entran en la clasificación de inversores ángeles. (Roberts Michael J., 2000)

Según Benjamín y Margulis, los inversores ángeles son una parte invisible del mercado de capital de riesgo. Poseen entre \$1MM y \$10MM en riqueza neta. Se caracterizan por financiar nuevos emprendimientos en sus primeras etapas, proveyéndolos de capital semilla, y así, cubriendo una brecha del mercado institucional de capital de riesgo. (Benjamin y Margulis, 2000)

Cuadro nro. 10 Espectro de distribución de la riqueza en los Estados Unidos

- \$100,000 “*young affluent*” y “*low-end affluent*”
- más de \$500,000 “*retired affluent*” y “*career affluent*”
- \$1,400,000- \$ 5,000,000 “*established wealth*” y “*senior corporate executive*”
- \$500,000- \$5,000,000 “*business owners*”
- más de \$5,000,000 “*active wealth*”

Fuente: Benjamin and Margulis (2000)

Hay segmentos del mercado con mayores inclinaciones a invertir en las primeras etapas de empresas emergentes. El segmento de los de “ *established wealth*” y “ *senior corporate executives*” y el de los “ *active wealth*” son los que están más motivados a hacerlo por su posición económica.

Según Gaston y Bell 720,000 inversores realizan 489,000 inversiones al año de unos \$66,700 cada una. Como veremos en los próximos capítulos en la Argentina los montos en los que éste tipo de inversores se manejan son significativamente mayores. (Benjamin y Margulis, 2000)

4.2 Características de sus inversiones

Sus inversiones rondan entre los \$10,000 y los \$500,000, pero la inversión promedio no supera los \$200,000, a pesar de ser menor al promedio local, en 1983 invertían \$50,000 en promedio. Invierten en emprendimientos en diversas industrias (manufactura, alta tecnología, servicios, medicina, salud, real state, servicios financieros, comunicaciones y publicidad). Las inversiones se realizan, en su mayoría, comprando participación a través de transacciones que involucran acciones ordinarias pero no tienen interés en obtener la mayoría de la participación accionaria. (Wetzel, William, 1983)

La contribución más importante de los inversores ángeles no es financiera, como en el caso de las empresas de capital de riesgo, sino que aportan valor con su experiencia y renombre. Según Zsolt Agardy, el inversor ángel es como un “bellcow”, funciona de campana para atraer la atención de potenciales inversores.

Los inversores ángeles son inversores pacientes, se mantienen ligados a sus inversiones por un período mayor a 5 años. Concluido este período de tiempo, la estrategia de salida más utilizada es la de la venta de acciones o un IPO.

4.3 Razones para invertir

El inversor ángel no invierte por razones altruistas, sino que su principal motivación es financiera, a demás de estar influenciado por otro tipo de factores como: satisfacción

personal, pasión por temas específicos, generar un empleo para sí o por un sentido de compromiso social. Invierten en proyectos que ofrecen un retorno del 20% como mínimo.

El proceso decisorio consiste, en general, en tres etapas: primera etapa de “*screening*”, análisis minuciosa y, por último, la negociación. En la primera etapa el 90% de las propuestas son rechazadas por falta de “*fit*” con el inversor, en aspectos como: la industria, ubicación geográfica, tamaño de la inversión.

4.4 Características del mercado de inversores ángeles

En los Estados Unidos 2 millones de personas son millonarias, casi el 90% obtuvieron su riqueza de propio negocio y el 85% es dueño de una empresa o participan en una empresa que no cotiza en la bolsa (Time Magazine, 1988). La característica de que la riqueza no hay sido heredada es fundamental para el desarrollo del mercado de inversores ángeles, ya que es su experiencia en el mundo de los negocios es su activo más valorado.

El mercado de capital de riesgo informal está constituido por individuos con un importante patrimonio y sus inversiones suman entre \$10 y \$20 billones anuales en más de 30,000 empresas anualmente (Benjamin and Margulis, 2000). Los inversores ángeles son el *pool* más grande de capital de riesgo en los Estados Unidos, financian una cantidad de empresas 20 veces mayor a las que financian las empresas de capital de riesgo formales e invierten el doble que los segundos (Wetzel, W.E. 1986).

Desde el punto de vista de los emprendedores, el capital proveniente del sector informal es la mayor fuente de capital para pequeñas empresas en los Estados Unidos, casi excediendo todas las otras fuentes combinadas. (Gaston, R. J.) En términos del valor de lo invertido, el capital informal es casi dos veces mayor que las colocaciones privadas y es ocho veces mayor que las inversiones que realizan los profesionales de empresas de capital de riesgo (Mason and Harrison, 1994).

Una característica distintiva es que el mercado de los inversores ángeles es un mercado local, a diferencia de las empresas de capital de riesgo, ya que se encuentran solo en

centros económico-financieros importantes. Las inversiones que realizan se ubican a máximo 2 horas de distancia, esto se debe al rol activo que tienen en sus inversiones que les exige estar relativamente cerca para poder estar presentes con cierta frecuencia.

4.5 ¿Por qué han cobrado mayor importancia en los últimos años?

Existen, al menos, cuatro tendencias económicas y en el entorno que a su vez se interrelacionan, que hacen que la actividad de estos inversores ángeles aumenten en cantidad y en importancia (Roberts Michael J., 2000).

En primer lugar, el **descubrimiento de nuevas tecnologías** y sus aplicaciones crea nuevas oportunidades de negocios para los emprendedores. Estas oportunidades junto con la disponibilidad de capital a partir de los IPO y de las alianzas estratégicas hacen que la acumulación de capital sea mayor. De esta manera los ejecutivos y fundadores de los nuevos emprendimientos se convierten en potenciales y activos inversores ángeles más rápido que antes.

En segundo lugar, el **fortalecimiento del mercado de capitales** y un aumento en el capital disponible para destinar a private equity. En el mercado de capitales los retornos de las empresas de capital de riesgo superan a los de las S&P 500. Por lo tanto, aumentó el capital disponible para realizar colocaciones privadas.

Consecuentemente, las empresas de capital de riesgo que se animan a invertir en las primeras etapas de formación de los emprendimientos lo están haciendo a través de importantes inversiones pero este aumento no ha significado un aumento en la cantidad de las mismas sino solo en su tamaño. Las empresas que realizan colocaciones privadas¹⁰ invierten en etapas posteriores a las de formación pero igualmente están empezando a involucrarse con inversiones más tempranas, promoviendo la actividad de los inversores ángeles individuales, creando y nucleándolos en grupos.

¹⁰ Empresas que realizan colocaciones privadas son aquellas que invierten proyectos con alto potencial de crecimiento pero en grandes empresas. En inglés denominadas: Private Equity Funds (PEF)

En tercer lugar, la **difusión de historias exitosas** y de los altos retornos registrados en los medios de comunicación atraen a potenciales nuevos inversores.

Por otro lado, producto de este crecimiento, han surgido los **grupos de inversores ángeles**. Estos grupos sistematizan el proceso de *screening* y de inversión de los inversores ángeles, brindándoles información relevante y apoyo. De esta manera los inversores ángeles se encuentran mejor preparados ya que reducen el riesgo de mercado y de agencia mediante una mejor preparación. Especialmente después de la fuerte caída en el Nasdaq en el 2000 se ha visto una tendencia hacia una creciente institucionalización y profesionalización de este tipo de inversiones.

4.6 Ventajas para los inversores ángeles

Este tipo de inversiones, directas, en las primeras etapas de una empresa emergente, ofrece ventajas frente a otro tipo de inversiones para los inversores ángeles.

La primera es la ausencia de intermediarios, ellos se hacen cargo del due diligence, se auto asesoran, siguen su propia intuición, inteligencia y utilizan sus conocimientos analíticos. Es por eso, que se torna muy atractivo la posibilidad de tener éxito o de “pegarla”.

En segundo lugar, estas inversiones tienen un potencial de crecimiento muy alto a diferencia de otras inversiones de las que uno espera ganar un porcentaje de lo invertido. En estas inversiones uno puede ganar más de lo que ha invertido, el desafío es mayor. Y esto se liga con el momento por el que, en general (dependerá del tipo de ángel), están atravesando los inversores ángeles. En este sentido una inversión de este tipo puede significar emoción, reto y cargar de desafíos a una carrera más conservativa. Y, por último, el inversor puede influir en el resultado de la inversión por medio de su activa participación.

4.7 Ventajas para los emprendedores

Una perspectiva externa es muy beneficiosa para los negocios de los emprendedores. Si una empresa mira constantemente hacia adentro corre el peligro de no percibir nuevas

fuerzas en el mercado, cambios en las necesidades de los clientes y movimientos de la competencia.

En el mejor de los casos, los inversores ángeles confían plenamente en la visión y habilidades del equipo fundador. Por lo tanto, no les exigen a los emprendedores tareas que no agregan valor y demandan mucho tiempo. Entienden las prioridades del negocio en las primeras etapas y son pacientes con respecto a los resultados, ya que reconocen otro tipo de ingresos que otros inversores no valoran, como es la satisfacción personal.

Un contexto favorable y de tranquilidad les permite continuar con el largo proceso de desarrollo de productos. Este proceso con inversores ansiosos, que traen con ellos sus tiempos, puede arruinarse. Esta característica de los ángeles, puede también, ser causa de que se paralice la actividad, llamado: “angel suffocation”.

Otra ventaja es que el proceso decisorio es significativamente más corto para estos que para las empresas de capital de riesgo o, en su caso, fondos de inversión. Una propuesta recibe el capital en promedio, en 2 meses y medio a partir de su aceptación.

Sus inversiones tienen menores requisitos formales, y por lo tanto, menores costos por asistencia profesional (contadores, abogados). Su activa participación les permite a los emprendedores o socios fundadores aprender observando sus habilidades comerciales, escuchando experiencias como entrepreneurs, su know-how de la industria, tanto del mercado de capital de riesgo como de la industria específica y ganar contactos.

4.8 Criterios de selección

Los inversores ángeles, en la mayoría de los casos tienen motivaciones no financieras para invertir. Al evaluar una propuesta tienen en cuenta:

- si poseen alguna ventaja en: propiedad, costo, tecnología
- que sea un negocio simple
- que existan posibilidades de crecimiento (nuevos mercados)
- que tenga alto potencial de crecimiento

- una alta tasa de retorno (5-10 veces la inversión)
- un plan para ganar plata, no solo un invento
- un equipo de management: perseverante, decente, competente, historial, sin deseo de éxito absoluto, involucrado financieramente con el proyecto.
- cerca geográficamente
- Clara estrategia de salida

Los criterios utilizados por los ángeles son distintos a aquellos que utilizan las empresas de capital de riesgo, en parte, porque los primeros invierten en una menor cantidad de emprendimientos (4 en promedio anuales vs. 23 anuales) y por lo tanto el impacto de un fracaso debería ser menor.

4.9 Razones para rechazar una propuesta

Los inversores ángeles poseen motivaciones no financieras en sus inversiones, es por eso que, muchas veces rechazan proyectos por razones que no son específicamente de tipo financiero (retorno, montos, tiempo de repago), sino porque no los entienden, o les parecen aburridos de llevar adelante, o porque ven que a los emprendedores les falta pasión y entusiasmo. Algunos inversores ángeles consideran que es importante tener conocimiento del sector al que pertenece la propuesta, de la tecnología utilizada y que esté geográficamente cerca. En estos casos, si desconocen la industria a la que pertenece el proyecto, o la tecnología utilizada o si no está geográficamente cerca es probable que los rechacen.

Según Benjamín y Margulis, las propuestas son rechazadas básicamente por dos razones: porque no presentan un gran potencial de crecimiento con altos márgenes, o porque consideran que el retorno esperado no compensa el riesgo del negocio (Benjamin and Margulis, 2000).

4.10 Tipologías existentes

En el ámbito académico el desarrollo y estudio de tipologías es una rama o un tipo de investigaciones que se han realizado y en el que se debería hacer más énfasis. Las investigaciones acerca del mercado de capital de riesgo comienzan en los 80 con William Wetzel (Wetzel William, 1981) en los Estados Unidos. Estas investigaciones surgen en un contexto en el que las empresas tecnológicas se encuentran con una brecha en el mercado de capital, al ir en busca de financiamiento. Existía muy poca información, por no decir ninguna, acerca de: los montos disponibles por parte de los inversores ángeles, sus características, sus objetivos al invertir; y los emprendedores no sabían a donde ir para encontrarlos. Dadas estas condiciones, el objetivo de Wetzel era “limitar la ignorancia” en el campo. A partir de las investigaciones de Wetzel, surgen las investigaciones en otros países, como: Canadá, Inglaterra, Suecia, Holanda, Finlandia. Todas ellas centradas en describir las características de los inversores ángeles, parecería que éste era el tipo de las primeras investigaciones en el ámbito académico.

Las nuevas investigaciones, según autores, como: Sexton y Smilor, deben centrarse en tres ámbitos distintos pero de igual importancia: el mercado de capital de riesgo informal, modelos de decisión utilizando teorías de maximización de utilidad y modelo de principal-agente y en las características de los inversores ángeles. (Sexton y Smilor, 2000)

En cuanto a inversores ángeles se refiere, las investigaciones deben realizarse en: las características de las oportunidades de inversión que pueden llevar a los mismos a invertir en negocios alejados de sus casas, una mejor evidencia para definir las actitudes, comportamientos y características de los mismos y desarrollo de nuevas tipologías. El énfasis que veo, se hace, en la necesidad de desarrollar tipologías locales es, en parte, la motivación del Trabajo de Licenciatura.

Las principales tipologías que se han desarrollado, son:

- Estados Unidos: Wetzel (1981), Gaston (1989)
- Inglaterra: Stevenson y Coveney (1994),
- Canadá: Riding y Short (1989)

- Suecia: Landstrom (1993)

De a poco los estudios se van expandiendo geográficamente, países como Japón y la Argentina están empezando a investigar sobre estos temas. En Japón, el trabajo de Tashiro (Tashiro, 2000) es uno de los primeros que, sin desarrollar una tipología hizo una descripción de los inversores ángeles locales.

A partir de las anteriores, se ha definido el prototipo de inversor ángel con las siguientes características:

- Hombre entre los 30-40 años
- Ingreso y riqueza neta razonable
- Experiencia en *start-ups*
- Una inversión por año en promedio cerca de su hogar
- Prefiere invertir en alta tecnología y manufactura
- Expectativa de salir en los 3 a 5 años

4.10.1 Moore y Coveney (UK-1998)

La tipología se construyó a partir de una muestra compuesta por 500 inversores ángeles ingleses que realizaron 467 deals equivalentes a 50 millones de libras esterlinas (\$31,250,000). (Coveney y Moore, 1998)

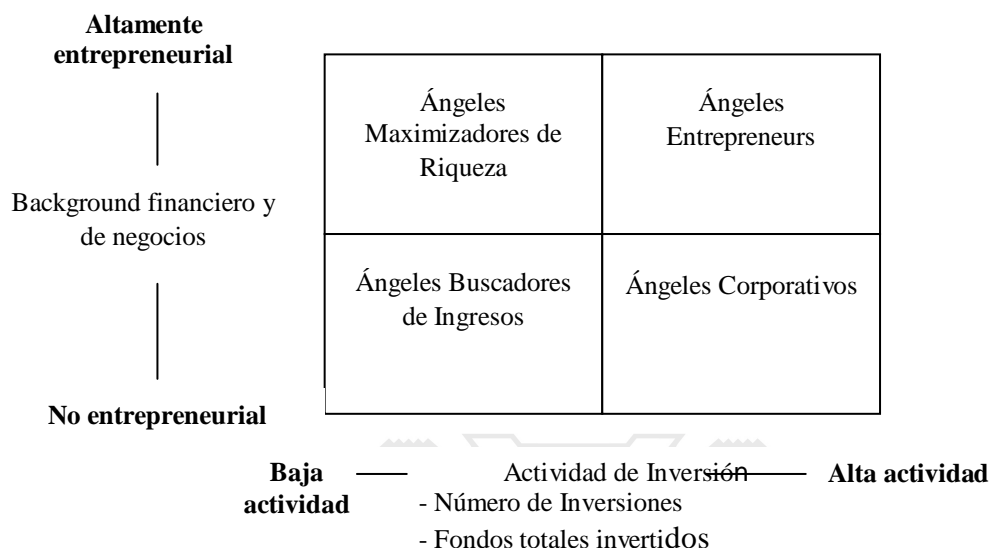
La tipología se define en base a dos variables continuas:

- Antecedentes financieros y de negocios (altamente entrepreneur vs no entrepreneur)
- Nivel de actividad de inversión (número de inversiones y su tamaño)

De estas dos variables salen cuatro tipos de inversores ángeles activos: maximizadores de riqueza, entrepreneur, corporativo, buscadores de ingresos. Por otro lado, los autores definen los inversores ángeles inactivos hasta el momento, y distinguen entre: vírgenes y latentes.

Cuadro Nro. 10

La actividad de inversión y las características de los distintos tipos de inversores ángeles



Fuente: Coveney and Moore, 1998

Ángeles vírgenes: aquellos que tienen capital disponible y están en busca de su primera inversión y no han encontrado una propuesta lo suficientemente atractiva.

Ángeles latentes: individuos ricos que no hicieron inversiones en los últimos tres años, principalmente porque no encontraron propuestas cerca.

Ángeles maximizadores de riqueza: individuos ricos y con experiencia en el mundo de los negocios que invierten en varios negocios porque ofrecen una mejor ganancia que otro tipo de inversiones.

Ángeles entrepreneur: muy ricos, de un perfil altamente entrepreneur, invierten porque les divierte y porque lo consideran como una mejor alternativa que el mercado accionario público.

Ángeles buscadores de ingresos: individuos con menor riqueza que las categorías anteriores. Invierten para generar ingresos o mismo para auto generarse un empleo.

Ángeles corporativos: compañías que invierten en forma regular con una modalidad similar a la del inversor ángel individual. En general invierten adquiriendo grandes cantidades de acciones de las compañías a donde invierten.

4.10.2 Kelly y Hay (1996)

Estos autores tomaron como muestra inversores que habían realizado como mínimo tres inversiones (serial investors) en los tres años anteriores a su investigación. Investigando sus características, su actividad de inversión y su *performance*, se definieron dos grupos muy distintos. Por un lado estaban los inversores ángeles que invertían, casi exclusivamente, en forma individual, y por el otro, inversores que generalmente coinvertían. (Kelly and Hay, 1996)

Las conclusiones de su trabajo, desmitificó la idea de que los **inversores seriales** invertían solos, se observó que éste tipo de inversores:

- Coinvierten
- No invierten solamente en aquellas industrias que conocen
- La fuente de propuestas que más utilizan es la de referencias personales
- Invierten en 4-5 negocios simultáneamente

4.10.3 Sullivan (1996)

Sullivan distingue entre cuatro inversores ángeles, la clasificación se centra en cual es el comportamiento de los inversores en el proceso de la decisión si invertir o no. (Sullivan, 1996) Para ello, construye cuatro tipos:

Inversores independientes: reciben propuestas que les presentaron a otros pero se dejan llevar por investigaciones propias para evaluarlas.

Inversores líderes: deciden en forma independiente y es muy común en ellos proponer inversiones a otros.

Inversores grupales: invierten en grupo con otros inversores.

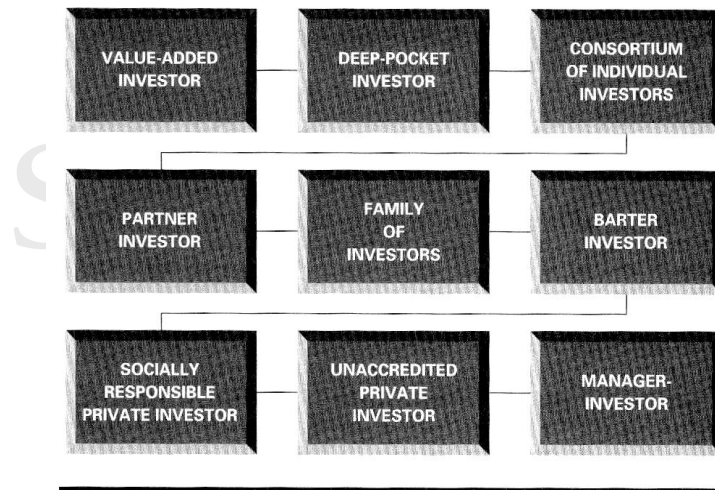
Inversores referidos: invierten por recomendaciones que reciben por parte de personas que conocen el sector.

4.10.4 Benjamín y Margulis

Estos autores distinguen diez tipos de inversores ángeles y los caracterizan en función de variables, como: sus antecedentes, características del proceso de *due-diligence*, número de inversiones realizadas, objetivos no-financieros, propensión a coinvertir, rol en la inversión, sectores priorizados, preferencias geográficas, tamaño de inversiones, importancia relativa entre las personas y el negocio, objetivos financieros, etapa en la que invierten, modelo utilizado (incubadora o portfolio) fuentes de información y consulta utilizados.

Los autores eligieron su muestra de entre 8000 inversores anotados en la base de datos de *International Capital Resources*. La elección fue realizada en base: a la experiencia que cuentan en el terreno de los inversores ángeles, y al conocimiento que pudieron tener de los inversores en entrevistas y conversaciones.

Cuadro nro. 12
Tipos de inversores ángeles



Fuente: Benjamin y Margulis (2000)

Los autores introducen al: *manager-investor* como el tipo mas novedoso de todos. Se trata de una generación que después de cinco años que había transcurrido la Segunda Guerra Mundial, los hombres mayores empezaron a dejar sus trabajos.. Hoy mas del 30% de los hombres entre 55 y 64 años están desempleados. Muchos de ellos se sienten perdidos, no

encuentran trabajo. Pero, también existe otro grupo que no se sienten vencidos sino que son los llamados: *manager-investors*. Estos hombres en busca de trabajo pero sin querer buscar en el mercado formal invierten con el objetivo de crearse una oportunidad laboral y de obtener un retorno sobre su inversión. Se caracterizan por hacer procesos de *due-diligence* largos, tener un rol activo en la inversión, se involucra en el negocio. Generalmente, invierten entre \$100,000 y \$200,000 en un negocio por vez. Son poco tolerantes al riesgo y la ubicación geográfica es un factor que toman en cuenta.

4.10.5 Tashiro (1999)

Yasuhisa Tashiro es el autor del primer estudio de inversores ángeles en Japón. El objetivo de su investigación es estudiar el perfil de los inversores ángeles locales, tanto potenciales como activos. Tashiro no ha desarrollado una tipología pero plantea cual es el perfil promedio del inversor ángel.

En el ámbito académico, el desarrollo de tipologías es un campo en desarrollo y sobre el que se debe seguir investigando (Donald and Sexton, 2000). Se han construido tipologías en diversos países encontrando características en los inversores ángeles propias del país. Con ellas se ha intentado conocer las preferencias de este tipo de inversores a la hora de invertir y conocer sus características personales. Además permiten diseñar políticas públicas que impulsen su actividad, con el fin de ayudar a los emprendedores en la búsqueda de capital. Es un campo de estudio muy importante para el desarrollo del mercado de capital informal, y por ende, para el crecimiento económico de los países. El desarrollo de este campo de estudio favorece el fortalecimiento del mercado de capital y con ello al proceso *entrepreneur*, que a su vez, está altamente relacionado con el crecimiento económico.

En el próximo capítulo se exponen los resultados del trabajo de campo con el objetivo de presentar cuales son las características de los inversores ángeles argentinos estudiados. A partir del análisis de los resultados se construyeron tres tipos de inversores ángeles. Además, a partir del análisis de sus preferencias y comportamientos ante la inversión se plantean posibles medidas para impulsar el desarrollo del sector informal a través del aumento en la actividad de mismos.

Capítulo 5- Inversores ángeles argentinos

Los inversores ángeles argentinos estudiados se caracterizan por: hacer inversiones más importantes en promedio que sus pares en UK y USA, tener significativa experiencia en el ámbito de los negocios, sus motivaciones para invertir son tanto financieras como no-financieras, ha fundado entre 2 y 3 negocios en promedio durante su vida, y han estado involucrados en 5.39 empresas emergentes como inversores ángeles. Esta cifra significa que poseen significativa experiencia como inversores ángeles.

Los inversores ángeles pueden invertir de manera individual o en grupo. La forma en que lo hagan impacta en el estilo de invertir. En la Argentina, en la mayoría de los casos invierten en forma individual. (Pereiro, 2001) El caso de PCP Inversiones es el primero y único en la Argentina, donde son cuatro ángeles que invierten en forma conjunta sus fondos propios. Este “fondo” o grupo de ángeles es una de las consecuencias de una creciente institucionalización del mercado de capital de riesgo.

Los inversores ángeles locales tienen muchas características del inversor ángel independiente de la tipología de Sullivan. Pereiro toma la tipología de Sullivan para clasificar a 25 inversores ángeles que toma de muestra en su trabajo. (Sullivan, 1996) En la Argentina predomina el tipo de “*independent investor*”, caracterizados por tomar la decisión de invertir en forma individual basándose en investigaciones personales. Estos aceptan propuestas de inversiones por parte de terceros pero ésta no es la fuente principal de propuestas. Este resultado da una pauta de que estamos comenzando a transitar el camino del crecimiento de los inversores ángeles. En países con un mercado de capital de riesgo más establecido es esperable encontrar inversores que propongan inversiones a otros y grupos de inversores e inversores que invierten en emprendimientos por referencias de un tercero.

Los resultados del trabajo de campo permitirán vislumbrar a que nos referimos cuando hablamos de inversores ángeles en la Argentina y dar una caracterización inicial de los mismos. Las conclusiones a las que se arriba son muy interesantes porque las características de los inversores difieren a los inversores ángeles del Reino Unido, Estados Unidos, y presentan similitudes con sus pares japoneses.

5.1 Metodología

Las encuestas se han hecho en encuentros individuales con los inversores para conocer su estilo y sus preferencias lo máximo posible. Una de las partes más importante de la encuesta es la última pregunta en la que se los interroga acerca de que nuevos contactos nos pueden dar para que consigamos nuevas entrevistas. Esta técnica, conocida como: *snowball*, es muy utilizada en este campo de estudio en el que los protagonistas, en general, se conocen entre sí por haber compartido carrera en el campo laboral o mismo por situaciones personales.

Se trabajó con una encuesta estructurada de 35 preguntas con el objetivo de estudiar el perfil del encuestado. La encuesta consta de preguntas cerradas, abiertas, ordinales y de respuestas múltiples. Hay cuatro que hacen referencia a características personales (edad, pasatiempos, educación), 13 son de respuestas múltiples, 9 para las cuales la respuesta es un número, 4 ordinales, 1 exige la calificación de ciertas variables, 1 exige la elección de rangos y 2 son abiertas. Los focos de interés son básicamente: el tamaño de sus inversiones, su experiencia como inversor ángel y como *entrepreneur*, sus motivaciones y características como inversor.

Para construir los tipos de inversores ángeles, se utilizaron dos variables: experiencia *entrepreneur* y el nivel de actividad como inversor. Se observó que el cruce de ambas variables daba lugar a la formación de tres tipos de inversores ángeles que compartían características en la modalidad de invertir y/o preferencias.

La experiencia *entrepreneur* se midió en base al número de negocios que el inversor fundó durante su carrera profesional y empresarial, que hayan tenido más de cinco empleados y una facturación mayor a \$1 millón anuales. Para medir el nivel de actividad como inversor, se construyó un índice a partir de dos variables: la inversión promedio por proyecto y el número de empresas emergentes en las que haya invertido durante el 2000. Se consideró que dicho índice daba una pauta acerca de la actividad, ya que tomar solo el tamaño de las inversiones o el número de las mismas no era suficiente. En ese caso se estarían

desestimando los casos en los que las inversiones son pequeñas pero en gran número, perfil del inversor promedio en, por ejemplo, los Estados Unidos.

En el caso de la variable de inversión promedio, se tomaron los datos de la inversión mínima y máxima y se calculó el promedio. En los casos en los que faltaban datos tanto del mínimo o del máximo o ambos se tomaron los rangos seleccionados en la pregunta 29.3 dividido por el número de emprendimientos financiados en el 2000. Y en los casos en los que el entrevistado haya revelado cual era su inversión promedio se ingresó ese dato directamente.

En el desarrollo del análisis, para un mejor manejo de los datos, se definieron nuevas variables a partir de las utilizadas en la encuesta, que se denominaron: inversión promedio, experiencia *entrepreneur*, número total de inversiones y actividad como inversor ángel durante el 2000 y antes de esa fecha.

Para construir la tipología y elegir la metodología a seguir, me comuniqué con Colin Mason, quien me dijo: “ninguno de los autores de las tipologías conocidas, escribió acerca de la metodología utilizada”. Sus recomendaciones fueron: trabajar con las diferentes variables y ver relaciones entre los casos que permita agruparlos. Estas agrupaciones, además deberían compartir características en variables diferentes a las utilizadas para definir la tipología.

Las tipologías permiten crear objetos susceptibles de análisis social. Estas se construyen, según McKinney, en torno a seis ejes, a través de los cuales también se clasifican, como, por ejemplo: ideal-extraído, general-específico, científico-histórico, atemporal-temporal, universal-local, generalizador-individualizante. (John C. McKinney,)

La construcción de un marco teórico para el estudio de ésta nueva forma de financiación puede serle útil, tanto a emprendedores como a los inversores ángeles argentinos. Contando con tipos teóricos, susceptibles de ser estudiados, los emprendedores podrán estar mejor preparados al abordar a los inversores porque los tipos definidos les brindaran información acerca de posibles preferencias y comportamientos valorados y/o esperados. Y, a los inversores, les brinda la posibilidad de elegir que emprendedores les gustaría que

se les acerquen, de esta manera podrían trabajar en enviar las señales correctas para atraer a éstos

Metodológicamente, la encuesta ha sido muy completa pero algunas preguntas deberían ser reformuladas para una mejor captación del objetivo de la misma. La inversión es una situación en la que muchos factores están en juego, tanto financieros como no-financieros, y es por eso que la encuesta puede ser mejorada sólo a partir de su utilización.

5.2 Características de la muestra

Se tuvieron 22 encuentros, de los cuales 18 se incluyeron en la muestra para realizar la investigación. En los encuentros se realizó una encuesta con el objetivo de averiguar cual era el perfil del encuestado como inversor ángel. Cuatro entrevistas fueron desechadas porque: tres porque no correspondían a ángeles activos y una porque era un caso del mercado de capital de riesgo pero del sector formal. A pesar no haberlas incluido en la muestra sirvieron para entender el mercado. Las preguntas apuntaban averiguar acerca de variables, como: el rol en la inversión, grado de actividad como inversor ángel, experiencia *entrepreneur*, razones por las que invierte, montos invertidos y capital disponible, sectores en los que invierte, etapas en las que realiza los aportes, aportes no financieros brindados y características personales.

Los inversores ángeles encuestados tienen en promedio 43 años, el más joven de 28 años y el mayor con 63 años.

5.3 Resultados del trabajo de campo

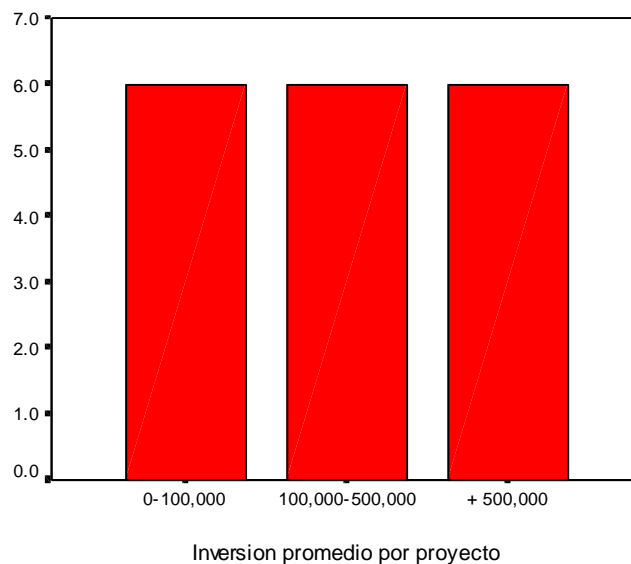
5.3.1 Tamaño, escala y forma de las inversiones

Según el trabajo de campo realizado el promedio invertido por proyecto es de \$510,200. A diferencia de sus pares en otros lugares del mundo, como por ejemplo, en UK donde invierten \$6,250 y en USA \$ 58,900 en promedio. (Harrison and Mason, 1996)

El mayor tamaño de las inversiones está ligado a dos factores. El primer factor es el riesgo, aquellas personas que están en condiciones de involucrarse en inversiones de alto riesgo

son las que poseen mayores patrimonios. A medida que el mercado gane en confianza más personas se verán inclinadas a invertir en empresas emergentes. Y, el segundo, es la baja institucionalización del mercado de capital de riesgo local. Consecuentemente solo unos pocos acceden a la posibilidad de invertir en este tipo de inversiones, a medida que institucionalice el mercado las inversiones empezarán a “commoditizarse”.

Cuadro nro. 12
Tamaño de las inversiones



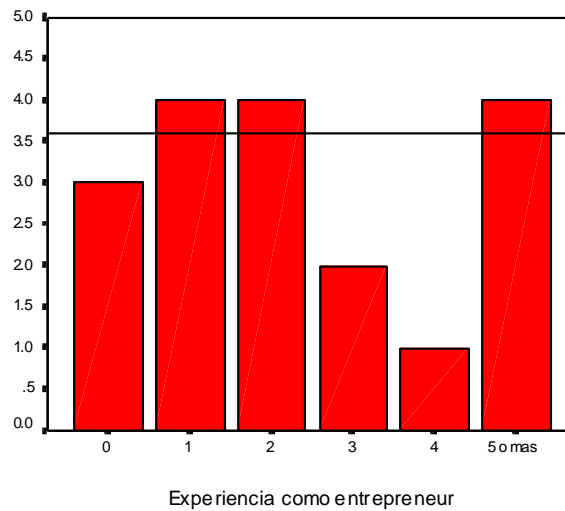
Saint Martins

5.3.2 Experiencia *entrepreneur*

Experiencia *entrepreneur* mide la cantidad de negocios que hayan fundado durante su carrera profesional, el promedio está en los 3.6 negocios.

En lo que respecta a inversiones en empresas emergentes los inversores ángeles locales invirtieron en promedio en 5.39 proyectos durante el año 2000 y en 3.67 en los años anteriores. Y, si tomamos todas las inversiones que hicieron en su carrera, tanto en empresas emergentes como en negocios fundados, el promedio asciende a los 9.06 proyectos.

Cuadro nro. 13
Experiencia como entrepreneur



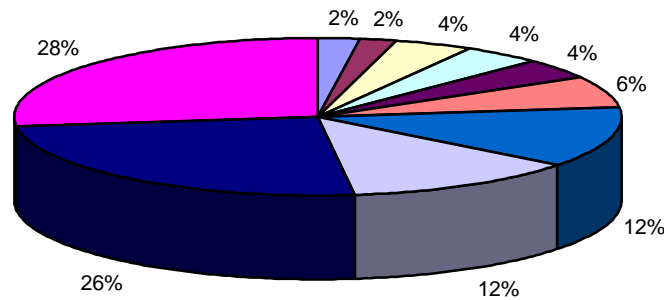
Es claro que los inversores locales han tenido un aumento en su actividad en el año 2000, a pesar de una situación económica desfavorable. Este fenómeno de independencia frente a factores macroeconómicos locales es muy notable y debe ser tomado en cuenta a la hora de evaluar la importancia de fomentar su actividad. No se debe dejar de mencionar que el 2000 fue un año en el que surgieron muchas oportunidades de negocios de la mano de Internet, que encontraron financiamiento y apoyo por parte de los inversores ángeles. A pesar de ello, la actividad de los inversores ángeles no empezó con Internet ya que sólo 2 casos de los estudiados comenzaron a invertir como inversores ángeles en el 2000, los demás ya invertían desde antes.

5.3.3 Motivaciones a invertir

Los inversores ángeles argentinos invierten tanto por razones económicas, para obtener una mayor ganancia, como por que confían en el equipo fundador y porque les gusta y sienten una satisfacción personal al realizar este tipo de inversiones¹¹.

¹¹ En el gráfico los porcentajes representan los casos válidos estudiados

Cuadro nro. 14
Razones por las que invierten



- Generación de un empleo para si mismo a
- Ayuda a un familiar, amigo o conocido
- Compromiso social, sentido de responsabi
- Interés debido a los resultados exitosos
- Otro
- Coinversión
- Satisfacción personal
- Estrategia clara de salida
- Confianza en el fundador o en el equipo
- Mayor ganancia o rentabilidad

5.3.4 Participación accionaria

Como ya se dijo en capítulos anteriores, al caracterizar a los inversores ángeles, tener mayoría en la participación accionaria no es prioritario para este tipo de inversores. Salvo que se trate de los denominados: “*corporate angels*”¹², que son empresas que invierten como ángeles con el objetivo de impulsar nuevas empresas a partir de su control.

El promedio entre los encuestados es del 26%, pero varía según el tipo de inversor. Los inversores de la muestra que exigen una mayor tasa de retorno son aquellos con un mayor nivel de actividad de inversión.

5.3.5 Conversión

Para el 67% de la muestra la posibilidad de coinvertir es un criterio importante o muy importante, pero no determinante, al evaluar una propuesta de inversión. Ésta variable no

¹² Coveney y Moore (1998), este tipo de inversores ángeles no están incluidos en la muestra del trabajo de campo realizado.

está vinculada al nivel de actividad de inversión, ya que aquellos con un mayor nivel de actividad de inversión son los que la consideran menos importante, seguidos por los de menor actividad inversora. Y aquellos, entre los investigados, con una actividad de nivel media presentan una propensión a coinvertir mayor, ya que el 50% considera que es importante en la decisión de aumentar sus inversiones.

5.3.6 Tasa de aceptación de propuestas

Luego de analizar las propuestas, en promedio, el 13% de las recibidas son finalmente financiadas. Para aquellos inversores con un mayor nivel de actividad de inversión y experiencia *entrepreneur*, esta cifra es menor y viceversa.

5.3.7 Aportes no financieros

Los aportes no financieros que más brindan los inversores ángeles son: planteo y formulación de estrategias alternativas (94% de los casos), contactos con otros potenciales inversores (78% de los casos) y nuevos clientes (56% de los casos), y. Otros aportes son: conocimiento de la industria, gestión de alianzas estratégicas, y monitoreo de la gestión financiera del negocio.

Esta variable es fundamental al desarrollar diferentes tipos de inversores ángeles. Como veremos más adelante, aquellos con una mayor experiencia *entrepreneur* y un mayor nivel de actividad de inversión ofrecen aportes no financieros más estratégicos, como: planteo y formulación de estrategias alternativas, contactos con otros potenciales inversores y gestión de alianzas estratégicas.

5.3.8 Estrategia de salida

Básicamente son tres: Oferta Pública Nacional, compra de todas las acciones por parte de los fundadores, compra y/o adquisición de la misma por terceros. Uno de los problemas locales respecto del crecimiento de las inversiones de riesgo es la falta de un mercado alternativo local donde negociar los títulos emitidos en los mercados de valores. (Carullo y Mari, 1999) Alicia Caballero, jefe de proyectos de la Fundación Invertir afirma que: “ para salir a la bolsa hay que estar facturando no menos de \$30 millones”.

La falta de una salida clara para los inversores es una falencia importante del mercado de capitales para que se desarrolle la industria de capital de riesgo informal. A pesar de ello, el 37% de los casos considera que tener una clara estrategia de salida está entre los tres factores principales que los llevan a invertir.

5.3.9 Origen de las propuestas

Las principales fuentes de propuestas son: en primer lugar, los emprendedores directamente, en segundo lugar, las referencias profesionales y luego las referencias personales. Esta variable no presentó en los casos estudiados un comportamiento diferente en los distintos tipos.

La fuente de las propuestas es una variable que refleja el grado de desarrollo e institucionalización del mercado de capital de riesgo. Es esperable que ante un mayor desarrollo sean más las organizaciones dedicadas a contactar inversores con emprendedores y viceversa, y sean más también las personas que inviertan. El primer fenómeno reduciría el contacto directo inversor-emprendedor y, el segundo, aumentaría los contactos personales con el objetivo de cerrar acuerdos de inversión.

En los Estados Unidos las principales fuentes son: referencias personales, en segundo lugar referencias profesionales y en tercer lugar a través de los emprendedores directamente. (Benjamin and Margulis, 2000)

5.4 Tipología local

A partir del trabajo de campo se pudieron construir tres tipos de inversores ángeles. Las diferencias entre ellos¹³, se concentran en las variables de: rol en la inversión, aportes no financieros, patrimonio comprometido, las fuentes de consulta y mínima tasa de retorno.

En cambio hay características que se mantienen en los tres tipos, estas son: factores motivacionales principales, factores limitantes, origen de las propuestas y la edad.

¹³ Algunas de ellas son diferentes entre los tres tipos y otras son diferentes para dos de ellos.

5.4.1 Tipo1: Ángel activo

Alta actividad de inversión y alta experiencia *entrepreneur*

- ❖ Gran experiencia *entrepreneur*: fundaron en promedio 7 negocios durante su carrera profesional y empresarial
- ❖ Invirtieron en promedio en 8 empresas emergentes como inversores ángeles durante el 2000
- ❖ Patrimonio comprometido promedio: 12%
- ❖ Rol activo en la inversión: aportante de capital y, a demás miembro del directorio o participante del negocio en el día a día, o ambos.
- ❖ Tres factores motivantes principales: económicas (71% ¹⁴), confianza en el fundador (71%) y satisfacción personal (42%).
- ❖ Factores limitantes: falta de confianza en la capacidad técnica del emprendedor (83% ¹⁵) y falta de propuestas comerciales atractivas (67%).
- ❖ Mínima tasa de retorno promedio: 33%
- ❖ Inversión promedio: \$1,100,000 (mediana: \$800,000)
- ❖ Fuentes de consulta utilizadas: personal especializado a su cargo (57%), otros inversores o empresarios (43%)
- ❖ Participación accionaria mínima promedio: 10%
- ❖ Aportes no financieros brindados: planteo y formulación de estrategias alternativas, gestión de alianzas estratégicas y contactos con otros potenciales inversores
- ❖ Edad promedio: 44 años
- ❖ Deportes de competencia individual, no competitivos o de alto riesgo
- ❖ Educación post-universitaria, en su mayoría

5.4.2 Tipo2: Ángel corporativo¹⁶

Actividad de inversión media y baja experiencia *entrepreneur*

- ❖ Experiencia *entrepreneur*: baja (0-3) 1 negocio fundado en promedio durante su carrera profesional y empresarial

¹⁴ Se tomó el porcentaje de casos

¹⁵ idem

¹⁶ No tiene vinculación con el tipo de Coveny y Moore. Elegí ese nombre por su formación, propia del mundo de las grandes corporaciones.

- ❖ Invirtieron en promedio en 5 empresas emergentes como inversores ángeles durante el 2000
- ❖ Patrimonio comprometido: 7%
- ❖ Rol activo en la inversión: aportante de capital y miembro del directorio o participante del negocio día a día, o ambos.
- ❖ Factores motivantes principales: confianza en el equipo fundador (100%), la posibilidad de obtener una mayor ganancia (66%)
- ❖ Factores limitantes: falta de propuestas comerciales atractivas (67%), falta de confianza en la capacidad técnica de emprendedores (67%)
- ❖ Mínima tasa de retorno promedio: 32%
- ❖ Inversión promedio: \$150,000
- ❖ Fuentes de consulta: profesionales independientes y otros inversores
- ❖ Participación accionaria mínima promedio: 5%
- ❖ Aportes no financieros brindados: planteo y formulación de estrategias alternativas, contacto con otros potenciales inversores y gestión de alianzas estratégicas
- ❖ Edad promedio: 46 años
- ❖ Deportes: no competitivos o de competencia individual
- ❖ Educación: no es rasgo distintivo

5.4.3 Tipo3: Ángel marginal

Actividad de inversión baja y baja experiencia *entrepreneur*

- ❖ Experiencia *entrepreneur* promedio: 2, baja (0-3)
- ❖ Invirtieron, en promedio, en 3 empresas emergentes como inversores ángeles
- ❖ Patrimonio comprometido: 12% (mediana: 7%¹⁷)
- ❖ Rol en la inversión: aportante de capital solamente (50%), y en algunos casos también participan en el día a día o en el directorio
- ❖ Factores motivantes: motivaciones financieras (86%) es el factor predominante, la confianza en el equipo fundador (58%), y tener una estrategia clara de salida (43%)
- ❖ Factores limitantes: falta de propuestas comerciales atractivas (71%), falta de confianza en la capacidad técnica de los emprendedores (57%) y falta de capital disponible (43%)
- ❖ Mínima tasa de retorno promedio: 19%

¹⁷ La diferencia es porque existen dos casos con valores muy por arriba del promedio.

- ❖ Inversión promedio: \$127,000 (mediana: \$60,000¹⁸)
- ❖ Fuentes de consulta: otros inversores y profesionales independientes
- ❖ Participación accionaria mínima promedio: no es un factor relevante para la mayoría
- ❖ Aportes no financieros brindados: planteo y formulación de estrategias alternativas
- ❖ Aportes no financieros que **no** dan: obtención de alternativas de financiación, conocimiento de nuevas tecnologías, conocimiento específico de productos y servicios
- ❖ Edad: 45
- ❖ Deportes de competencia individual y en equipo o actividades culturales
- ❖ Educación: no es un rasgo distintivo

5.5 Políticas para incentivar la actividad de los inversores ángeles

La tendencia global hacia economías con un carácter más *entrepreneur* ha provocado una preocupación por parte de los gobiernos de moldear sus políticas para asegurar la creación de nuevos puestos de trabajo, mantener la competitividad global y reducir el déficit. Wetzel distingue entre las pequeñas y medianas empresas y aquellas en manos de los emprendedores, y sostiene que: “ el desafío en financiamiento no es asegurar créditos para las primeras sino crear un mercado que brinde “*equity*” capital paciente, con un aporte de valor a los emprendedores”. (Wetzel 1995 citado en Donald and Sexton, 2000)

De los inversores ángeles del tipo 1, el 86%¹⁹ aumentaría sus inversiones si encontrara una propuesta que considerara le brindaría obtener una mayor ganancia, el 71% considera que una estrategia clara de salida lo motiva a invertir, y un 71% sostiene que la confianza en el fundador. El 57% de los casos estudiados de este tipo usaría un servicio que presentara propuestas de negocios

De los inversores ángeles del tipo 2, el 75% aumentaría sus inversiones si encontrara una propuesta que considerara le brindaría obtener una mayor ganancia y al 75% lo motiva invertir un equipo que le transmita confianza. El 75% de los encuestados usaría un servicio de presentación de propuestas de negocios

¹⁸ La diferencia es tal porque un inversor del tipo 3 presenta un bajo nivel de actividad como inversor pero su inversión promedio está por arriba del promedio. Se priorizaron características en su modalidad de inversión para ubicarlo en este tipo.

De los inversores ángeles del tipo 3, el 86% aumentaría sus inversiones si encontrara una propuesta que considera le brindaría obtener una mayor ganancia la posibilidad de obtener una mayor ganancia y el 57% aumentaría sus inversiones si la propuesta tiene una estrategia clara de salida. De los inversores de este tipo el 71% usaría un servicio de propuestas de negocios

La oferta de capital de riesgo proveniente del sector informal puede aumentar a partir del: incremento en el número de inversores ángeles²⁰ o a partir del aumento en el nivel de actividad de los existentes. Con respecto al aumento en la actividad de los existentes hay que analizar que barreras y que potenciadores afectan la actividad de los mismos para diseñar políticas que reduzcan las primeras y aumenten los segundos.

Las barreras que existen en el mercado son: la poca transparencia del mercado, el bajo nivel de educación y las trabas legales. La poca transparencia del mercado trae como consecuencia que las oportunidades y las posibilidades de financiamiento sean conocidos por unos pocos, y generalmente son siempre los mismos. El 75% de los ángeles pasivos usaría un servicio de presentación de propuestas de negocios, no es extraño que este tipo sea el que presenta un mayor porcentaje de aceptación de este tipo de servicios, ya que en un mercado poco transparente los inversores con menos recursos son los que quedan fuera del circuito.

Un potenciador es la generación de buenas oportunidades de negocios. Según los casos estudiados, el 88% considera que la posibilidad de obtener una mayor ganancia es el factor principal para aumentar sus inversiones. Un aumento de la creación y percepción de oportunidades de mercado aumentaría el nivel de inversión. Para la generación de oportunidades, hay que generar emprendedores, es por eso que la educación tiene un rol fundamental, entrenando a los jóvenes desde temprano para que sean buenos generadores de ideas y potenciales negocios. Este punto es muy importante ya que la falta de confianza en la capacidad técnica de los emprendedores demostró ser un factor que limita las inversiones en el 83%, 67% y 57% de los tres tipos respectivamente.

¹⁹ Se tomó el porcentaje de casos para las preguntas acerca de las motivaciones a aumentar las inversiones para los tres tipos.

²⁰ Para analizar esta vertiente el objeto de estudio son los inversores ángeles potenciales, que están fuera del área de estudio de este trabajo

Con respecto a la comunicación en el mercado es importante crear, no sólo un ámbito serio de contacto entre ambos, sino canales confiables y accesibles para aumentar el número de inversores. Esta política estaría respaldada por los resultados obtenidos ya que el 67% de los casos sostiene que usaría un servicio de presentación de propuestas de negocios en caso de que estuviera disponible. Esta medida sería muy beneficiosa para los emprendedores que demandan montos menores que el promedio ya que, la falta de capital disponible no es una limitación que predomina en los casos estudiados de inversores activos, a demás de integrar a inversores potenciales.



Universidad de
San Andrés

Conclusiones y reflexiones finales

Conclusiones

Las características de los tipos de inversores ángeles argentinos son distintas a las de los tipos de inversores ángeles del Reino Unido. Estas diferencias se presentan en: el tamaño de sus inversiones, en la experiencia *entrepreneur*, en número de inversiones realizadas y en la edad.

Por eso se propone una tipología para los casos locales, con:

Tipo 1: Ángel activo

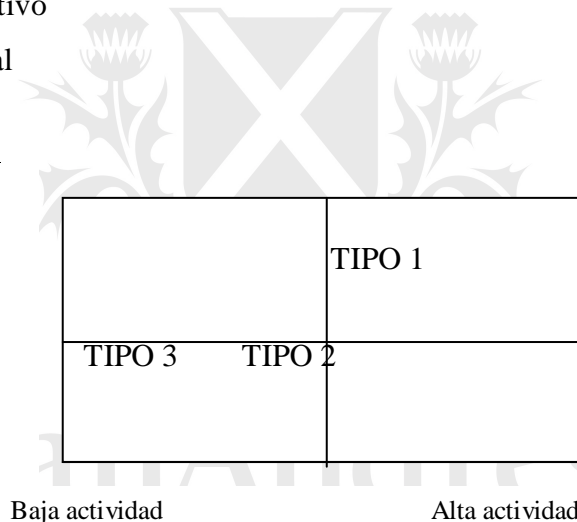
Tipo 2: Ángel corporativo

Tipo 3: Ángel marginal

Carrera empresarial

Altamente
entrepreneur

No es *entrepreneur*



Baja actividad

Alta actividad

Nivel de actividad
Inversión

- Número de inversiones
- Capital total invertido

Los inversores ángeles activos invierten grandes sumas de dinero y muestran ser altamente *entrepreneur*. Pero a diferencia de los ángeles entrepreneurs²¹ invierten en promedio montos más grandes, en más cantidad de empresas emergentes y poseen una mayor experiencia *entrepreneur*²². En cuanto a indicadores financieros, los pares locales poseen

²¹ Tipología de Coveney and Moore (1998)

²² Ver definición de la variable como: número de empresas que ha fundado con más de 5 empleados y \$1 millón de ventas anuales

una participación accionaria menor. Y, el promedio en edad ronda los 44 años, un poco más jóvenes que los pares extranjeros.

	Edad	Tamaño de inversiones	Número de inversiones	Preferencia por coinvertir	Experiencia <i>entrepreneur</i>
Angel <i>entrepreneur</i>	52	\$278,000	3.4	52%	4
Ángel activo	44	\$1,100,000	8 ²³	(1)	7

(1) no está considerado por ninguno de los casos estudiados como entre los tres factores principales al evaluar una propuestas de inversión

A diferencia de los inversores ángeles: buscadores de ingresos²⁴, los locales corporativos presentan un mayor nivel de actividad de inversión y no sólo buscan generar ingresos en sus inversiones sino que también muchos están motivados por la confianza que poseen en los emprendedores. Tanto para los inversores extranjeros como para los locales, la principal limitación no es el capital sino la falta de propuestas atractivas.

	Edad	Tamaño de inversiones	Número de inversiones	Preferencia por coinvertir	Experiencia <i>entrepreneur</i>
Ángel buscador de ingresos	48	\$25,600	1.5	(1)	0.4
Ángel marginal	45	\$60,000	3 ²⁵	28%	2
Ángel corporativo	46	\$150,000	5 ²⁶	33%	1

(1) no hay datos disponibles

²³ datos correspondientes al 2000

²⁴ Tipología de Coveney and Moore (1998)

²⁵ datos correspondientes al 2000

Según las variables utilizadas, el tipo 3 también debería ser comparado con los buscadores de ingresos. Su mayor limitación no es el capital sino la falta de propuestas comerciales atractivas. Poseen una mayor riqueza que el tipo buscador de ingresos y un mayor nivel de actividad de inversión y los aportes que realizan son menos estratégicos que los realizados por el ángel corporativo de la tipología propuesta.

Luego de comparar los tipos locales con los del Reino Unido, a continuación se presenta una comparación, en términos generales, con los inversores ángeles de los Estados Unidos y Japón:

	Argentinos (1)	Estados Unidos	Japoneses (3)
Edad	43.82	53.5 (4)	60
Educación alcanzada ²⁷	Graduado post-universitario	Graduado post-universitario (5)	Universitario
Número de inversiones realizadas	9.06	²⁸	7.5
Montos invertidos por emprendimiento	\$510,200	\$58,900 (2)	\$ 664,000

Fuente: Elaboración propia en base a (1) resultados del trabajo, (2) Harrison and Mason (1996), (3) Tashiro, (4) y (5) Benjamín and Margulis (2000)

La principal diferencia entre los inversores ángeles japoneses, argentinos, europeos y norteamericanos está en los montos que invierten. Es importante rescatar que también el número de inversores es menor en la Argentina y en Japón a comparación de Estados Unidos y el Reino Unido. Es decir, que los primeros invierten en promedio mayores sumas de dinero pero también son menos los que así lo hacen.

Una de las causas es la diferencia en institucionalización entre los mercados de capital de riesgo de Argentina y Japón, y el de Estados Unidos y el Reino Unido. En Argentina y Japón solo unos pocos acceden a estas oportunidades de inversión, a diferencia de Estados Unidos (se estima que existen 300,000) y el Reino Unido (Benjamin and Margulis, 2000).

²⁶ idem

²⁷ Respuesta de más del 50% de las respectivas muestras

²⁸ No se encontró el dato con igual base pero si el siguiente: 2 cada 3 años. Según Pereiro (2001) tanto la Argentina como el Reino Unido tienen el mismo valor.

Inmadurez del mercado de capital de riesgo formal local

Los emprendedores se financian principalmente, a través de fondos propios y de familiares, préstamos bancarios y/o proveedores. Sólo algunos acceden exitosamente a inversores ángeles y menos cantidad a empresas de capital de riesgo. Es necesario poner en claro que sólo se dará un desarrollo del sector formal, o sea de las empresas de capital de riesgo, si y solo si, el mercado de inversores ángeles cobra mayor volumen y desarrollo. Los emprendimientos necesitan financiarse en las primeras etapas para demandar, mayores sumas de dinero y ser así de interés para las empresas de capital de riesgo.

El desarrollo de ambos sectores está íntimamente ligado, sólo a partir del desarrollo del sector informal, el sector formal contará con una demanda a satisfacer. El rol de ambos es complementario y la eficiencia de ambos es necesaria para lograr un marco en el que el proceso *entrepreneur* puede llevarse a cabo con una mayor agilidad. (Freear, Sohl and Wetzel, 1990)

Al ser un campo de estudio bastante novedoso en nuestro país quedan muchos interrogantes y puertas para futuras investigaciones. Los agrupo básicamente en dos: los inversores ángeles potenciales e impacto del aprendizaje en la modalidad de inversión.

Es importante remarcar que el tamaño de las inversiones del tipo 1 son muy grandes y en los demás tipos son menores pero no porque la riqueza de los segundos sea menor sino porque consideran que faltan propuestas comerciales atractivas. Y en este caso existen dos nuevas hipótesis: o realmente no las hay, y por lo tanto, habrá que hacer hincapié en la educación en *entrepreneurship* para fomentar la creación de oportunidades con una mentalidad emprendedora o, existen fallas en la comunicación entre inversores y emprendedores en el mercado.

El estudio de este tipo de inversores ángeles puede ayudar a construir un marco en el que se sientan motivados a invertir. Un aumento de su actividad traería como consecuencias:

que el proceso entrepreneur tenga un efecto positivo sobre el crecimiento económico nacional y fomentar el desarrollo del mercado de capital de riesgo formal.

Un segundo tema es estudiar cual es el rol del aprendizaje en este tipo de inversiones y ver cual es su impacto en variables, como: preferencia por coinvertir, el rol en las inversiones y si los lleva o no a agruparse y aumentar el grado de institucionalización del sector informal.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

- Aram John D., *Attitudes and behaviours of informal investors towards early-stage investments, technology-based ventures and co investors*, *Journal of Business Venturing* 4, 333-347
- Benjamín & Margulis, Angel financing: How to find and invest in private equity, Estados Unidos, John Wiley & Son, 2000
- Bhide Amar, *Bootstrap Finance: The Art of Start-Ups*, *Harvard Business Review*, Nov/Dec '92, Vol. 70 Issue 6, p.109
- Bygrave, Camp, Hay, Autio, Reynolds, *GEM 2000 Executive Report*, Kauffman Centre, London Business School
- Carullo J. C. y Mari Manuel, *El Capital de Riesgo en la Argentina expectativas y nuevos enfoques*, Centro de Estudios e Investigaciones de la Universidad Nacional de Quilmes, 1999
- Coveney and Moore, Business Angels: Securing Start- Up Finance, John Wiley & Son, Inglaterra, 1998
- Freear, Sohl & Wetzel (1990), *Raising Venture Capital: Entrepreneur's view of the process*. In N.C. Churchill et al. (eds) Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley MA: Babson College
- Freear John, Sohl Jeffrey y Wetzel William, *Angels and non-angels: Are there any differences?* *Journal of Business Venturing* 9, pp. 109-123
- Gaston R.J., “ The scale of informal capital markets”, *Small Business Economics*, 1, 223-230
- Gaston Robert, Finding Private Venture Capital For Your Firm, Wiley, 1989
- Glaser, The discovery of grounded theory, Aldine de Gruyter, New York, 1967

Glaser, Emergence vs. Forcing, Sociology Press- Library of Congress, Estados Unidos, 1992

Kelly and Hay, “*Serial investors: An exploratory study*”, 1996. In P. D. Reynolds, S. Birley, J.E. Butler, W. D. Bygrave, P. Davidsson, W.B. Gartner and P.P. McDougall (eds.) *Frontiers of Entrepreneurship research*, Babson Park, MA: babson College, pp.329-343

Mason and Harrison, *Informal venture capital and the financing of emergent growth businesses*. En D. L. Sexton and H. Landstrom (eds.), *International State of the Art of Entrepreneurship* (London Blackwell), 2000

Mason Colin and Harrison Richard, *Informal Venture Capital in the UK*, 1994

Mason Colin and Harrison Richard, “*Informal Venture Capital in the UK*” in A. Hughes and D. J. Storey (eds) *finance and the Small Firm*, Routledge, London, 1994, pp. 64-111

Mason Colin M., Harrison, Richard T., *Business angels in the UK: a response to Stevenson and Coveney*, *International Business Journal*, Jan-Mar 97, Vol. 15, Issue 2, p83

McKinney, *Tipología constructiva y teoría social*, Amorrortu editores

Neiswander D. Kirk, *Informal seed stage investors*, 1985. En J. A. Hornaday et. al (eds) *Frontiers of Entrepreneurship Research Wellesley MA: Babson College*

Pereiro Luis E., *Tango and cash: entrepreneurial finance and venture capital in Argentina*, Enero 2001

Roberts Michael J., *Angel Investing*, Harvard Business School, 9-800-273

Sexton Donald L. and Smilor Raymong W., *Entrepreneurship 2000*, Upstart Publishing Company, Chicago

Sullivan, M.K. (1996) “*Local Networks and Informal Venture Capital in Tennessee*”. In Harisson, R.T. & C.M. Mason (eds.), *Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*, Hertfordshire: Simon & Schuster, pp.89-100

Trabajo de Licenciatura
Inversores ángeles argentinos

Tashiro Yasuhisa, *Business angels in Japan, Venture Capital, 1999, Vol. 1, No. 3, 259-273*

Teubal, “*Marco de políticas para el financiamiento de la innovación en economías en vías de industrialización*”, 1999

Timmons Jeffrey A., New Venture Creation Entrepreneurship for the 21st Century,
Boston, Irwin McGraw Hill, 1994

Torres Carbonell Silvia, *Global Entrepreneurship Monitor: Evaluación de la actividad emprendedora nacional*, Marzo 2001

Van Osnabrugge Mark and Robinson Robert J., Angel Investing, Jossy Bass, Estados Unidos, 2000

Wetzel William, *Angels and informal risk capital, Sloan Management Review, 1983*

Wetzel, W.E. 1986^a “*Entrepreneurs, angels and economic renaissance*”, in Hisrich, R. D. (ed.) *Entrepreneurship, Intrapreneurship and Venture Capital*, Lexington Books: MA, pp 119-139.

Wetzel, William E., *Informal Risk Capital: Knowns and Unknowns, 1986. En D.L. Sexton & R. W. Smilor (eds.) The art and science of entrepreneurship Cambridge, MA: Ballinger*

Wetzel, W.E. Jr., 1981, *Informal Risk in New England. In K. H. Vesper (ed.) Frontiers of Entrepreneurship Research (Wellesley, MA Babson College) 217-245.*

Wortman Max S., *A unified frame work. Research typologies, and research prospectuses for the interface between entrepreneurship and small business, 1986, Entrepreneurship and Small Business*

Diarios y revistas

La Nación, Un proyecto que apuesta a las Pyme, 13/03/01.

Revista Apertura, Venture Capital, 07/00, Pág. 53

La Nación, El emprendedor es el motor del crecimiento, José Maria Simone, 22/04/01

Trabajo de Licenciatura
Inversores ángeles argentinos

La Nación, Crece el número de emprendedores, pese a la falta de ayuda pública y privada,
Juan Aznarez, 12/02/01, Sección 2da, Pág.6

Material on-line

www.angelmeeting.com

www.angelinvestingnetwork.com

www.angelinvestormagazine.com

www.wiley.com/college

www.tandf.co.uk/journals

www.celcee.edu



Universidad de
San Andrés

Anexos



Universidad de
San Andrés