

**New Venture Financing
Action-Research and Demonstration Project**

**Inversores Angeles en Argentina –
Agentes estratégicos en los primeras etapas del
mercado de capital riesgo en economías emergentes**

Lic. Gabriel Jacobsohn
Lic. Agustina Cochello
Enero 2002
Revisado y corregido, enero 2004

INDICE

1. INTRODUCCION	3
2. TIPOS DE EMPRESAS Y FINANCIAMIENTO	4
3. FINANCIAMIENTO DE UN NUEVO EMPRENDIMIENTO	6
3.1. Bootstrapping	6
3.2. Deuda	8
3.3. Venta de Participación en la Empresa (Equity)	8
3.3.1. <i>Angel Investors</i>	9
3.3.2. <i>Empresa de capital de riesgo</i>	10
3.3.3. <i>Comparación entre Inversores Angeles y ECR</i>	12
4. NUEVOS EMPRENDIMIENTOS EN ARGENTINA	14
4.1. Alternativas de financiamiento	15
5. INVERSORES ANGELES	16
5.1. Características del mercado de inversores ángeles	16
5.2 Características de sus inversiones	17
5.3. Proceso de inversión	17
5.4. Porque invierten o dejan de invertir	18
5.5. Cómo se organizan los ángeles	19
6. INVERSORES ANGELES EN ARGENTINA	20
6.1 Metodología	21
6.2. Características de los inversores	21
6.3. Acerca de las inversiones	21
6.4. Motivaciones para invertir	23
6.5. Proceso de inversión	24
6.6. La pos-inversión	27
7. TIPOLOGÍA DE INVERSORES ÁNGELES	27
8. TIPOLOGÍA DE INVERSORES ÁNGELES ARGENTINOS.....	29
8.1. Emprendedor Angel	31
8.2. Gerente Ángel	32
8.3. Angel Maximizador de Ganancias	33
9. POLÍTICAS DE DESARROLLO DEL MERCADO DE INVERSORES ÁNGELES	35
10. CONCLUSIONES.....	36
BIBLIOGRAFÍA	37
ANEXO: ENCUESTA UTILIZADA	40

1. INTRODUCCION

El financiamiento de nuevas empresas es un tema que en los últimos años va ganando en importancia, tanto por sus consecuencias desde un punto de vista micro (desde los actores) como desde un punto de vista macro (desde las políticas).

Para las empresas el financiamiento es un aspecto crítico para la creación, supervivencia y crecimiento en las primeras etapas de su ciclo de vida. Aunque conseguir el financiamiento necesario no asegura el crecimiento esperado, el no tenerlo prácticamente asegura que los planes no podrán seguirse, pues de su obtención depende el acceso a los recursos que la empresa precisa en estas etapas. Cuando un emprendedor¹ crea su empresa busca entre las alternativas para financiarse las que en función de sus conocimientos considera óptimas. Entre las diferentes fuentes, los inversores ángeles² son una de las menos conocidas y más interesantes, no solo por sus aportes financieros, sino también por la capacidad de realizar otros aportes.

Desde el punto de vista macro diferentes estudios mostraron la estrecha relación que existe entre el financiamiento y el desarrollo de empresas (Brophy, 1997). Por ello desde la Comisión de las Comunidades Europeas plantean que “un mercado de capital-riesgo desarrollado y eficaz supone un fuerte estímulo al crecimiento económico sostenible y la creación de empleo” (2000: 4). Dentro de las investigaciones realizadas en los últimos años se destaca el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), un estudio anual que se realizó por primera vez en 1997 por iniciativa de *Babson College* (EE.UU.) y *London Business School* (Reino Unido) con el objetivo de estudiar la relación entre entrepreneurship y crecimiento económico en diferentes países del mundo. El GEM (Reynolds et al, 2000) prueba que la actividad de las grandes empresas sólo explica parte de las variaciones del crecimiento económico de un país y que el restante aporte tiene origen en el proceso emprendedor. Este estudio identificó que los problemas vinculados a la financiación se encuentran entre los problemas más importantes que frenan y obstaculizan la actividad emprendedora (Reynolds et al., 2000). A través de sus resultados se puede ver que la disponibilidad de financiamiento de capital riesgo en las primeras etapas de formación es mayor en aquellos países con altos niveles de actividad emprendedora; y que en los países con mayor actividad emprendedora los inversores son más activos en la búsqueda de oportunidades.

Cómo se puede deducir de lo anterior, el sistema de financiamiento se comporta como un círculo virtuoso (o vicioso de no producirse). Cuando mayores son las oportunidades, más son los emprendedores y también se incorporan nuevos inversores, lo cual permite nuevas combinaciones de recursos que derivan en nuevas oportunidades. Las alternativas de financiamiento a las que pueden acceder los emprendedores varían de acuerdo a la institucionalización y desarrollo de los mercados financieros de cada país. Pero está claro que

¹ Utilizaremos el término “emprendedor” para facilitar la lectura, pero estaremos haciendo referencia a todas las personas que emprenden la nueva empresa, sea un individuo o un equipo.

² Utilizaremos el término inversores ángeles en este trabajo para hacer referencia a inversores privados que invierten dinero en nuevas empresas. En los trabajos en idioma inglés se utilizan los términos *Business Angels*, *Angel investors*, o *Private Investors*. A el mercado formado por estos inversores se lo denomina *Informal Venture Capital*.

sin respaldo financiero no se puede llevar a cabo la combinación entre oportunidades y capacidades para generar nuevas empresas y así aportar al crecimiento nacional.

En Argentina son muy pocos los estudios que se han realizado acerca del financiamiento de nuevas empresas, y menos acerca de los inversores ángeles. Esto no sólo se debe a la novedad de los mismos sino a su escasa exposición pública. Los objetivos del presente trabajo son:

- Caracterizar las alternativas de financiamiento que tienen las nuevas empresas;
- Profundizar el conocimiento que se tiene de los inversores ángeles;
- Construir una tipología argentina de inversores ángeles; y
- Presentar algunas alternativas de políticas a fin de mejorar la situación actual de mercado de capital de riesgo informal.

Para ello el trabajo avanzará de lo general a lo particular, y en cada tema abordado, desde los conocimientos obtenidos de trabajos realizados en otros países a lo que fuimos conociendo de la situación argentina. El aporte más importante del trabajo lo constituyen la caracterización de los inversores ángeles argentinos y la construcción de una tipología local.

En los próximos puntos se verá primero una clasificación de los emprendimientos, para luego continuar con las alternativas que tienen los emprendedores para satisfacer sus necesidades de capital.

2. TIPOS DE EMPRESAS Y FINANCIAMIENTO

No todos los emprendimientos son iguales, ni se financian de la misma forma, por ello, para entender mejor el tema es necesario apelar a clasificar los emprendimientos y la etapa del ciclo de vida en la que se encuentran. Una primera clasificación que nos puede ayudar a entender el fenómeno, la realizó Wetzel (1994) en función del potencial de crecimiento y la ambición de sus dueños. En ella distingue tres tipos de negocios:

Estilo de vida: creados por sus dueños para tener un empleo. Sus dimensiones, están condicionadas por las expectativas de estilo de vida de los emprendedores, que son en este caso de crecimiento medio. Este grupo estaría integrado por las clásicas PyMEs y representa el 90% de las nuevas empresas.

Middle-market: son empresas que tienen expectativas de crecimiento, pero en general, no está en mercados de alto crecimiento. Ellas tienen proyecciones de ventas a 5 años en el rango de los \$10 millones a \$50 millones de dólares y una tasa de crecimiento sobre el 20 %.

Alto potencial: Tienen proyecciones de ventas mayores a \$ 50 millones a los 5 años y esperan llegar a ser públicas en ese plazo o tener otro tipo de estrategia de salida exitosa.

Para este trabajo nos concentraremos hasta la etapa de crecimiento temprano y no prestaremos atención a las empresas de estilo de vida por no tener un alto potencial de crecimiento y en ese sentido, no ser atractivas para el financiamiento de capital de riesgo.

Una segunda clasificación que nos va a ayudar a situarnos es la evolución de la empresa en su ciclo de vida. Van Osnabrugge & Robinson (2000: 19) clasifican de una forma simple³ pero útil las etapas de desarrollo de las empresas:

Semilla (*Seed*): el emprendedor tienen solo el concepto de una oportunidad de negocio con potencial de ganancias, el cual no está todavía desarrollado, ni probado. Se podría considerar en esta etapa la investigación y desarrollo de un producto o servicios antes de poner en marcha una empresa.

Inicio (*Start-up*): la empresa ya se creó y está completando el desarrollo de productos y su comercialización. Se puede hablar del primer año de vida de la empresa.

Crecimiento temprano (*Early Stage*): la empresa se expande en la producción y distribución de productos y servicios. Esta etapa se desarrolla entre el segundo y el quinto año. Depende de la magnitud de la expansión en la que se encuentre, puede no llegar todavía a tener ganancias en esta etapa.

Crecimiento posterior (*Later Stage*): la empresa es madura y rentable y sigue expandiéndose con una tasa de crecimiento alta y está preparándose para la salida de los inversores.

Las inversiones que se realizan, en especial, en las primeras tres primeras etapas implican riesgos altos porque las empresas todavía no cuentan con un historial de *performance* pasada, tienen un bajo índice de liquidez, y sus flujos de caja y ganancias esperados son sumamente volátiles.

En la siguiente tabla se ven las empresas y en que etapas de desarrollo tienen problemas para financiarse, esto nos permitirá ver más adelante las fuentes a las que pueden acudir para conseguir sus recursos.

Tabla N° 1:
Etapas y tipo de empresas

Etapa Tipo de empresas	Semilla	Inicio	Crecimiento Temprano	Crecimiento Posterior
Estilo de vida				
<i>Middle-Market</i>	Estas firmas tienen problemas de financiamiento en estas etapas de su crecimiento.			
Alto Potencial				

Fuente: Elaboración Propia

³ Para una clasificación más específica ver Roberts et al. (2000: 4); Sahlman (1990: 474) o Benjamin & Margulis (2000: 71).

3. FINANCIAMIENTO DE UN NUEVO EMPRENDIMIENTO

Las empresas nuevas tienen diferentes formas para financiar sus primeras etapas de funcionamiento. Además del uso del capital propio es posible encontrar tres formas de financiamiento para respaldar su crecimiento, las cuales pueden usarse al mismo tiempo. Ellas son:

Bootstrapping: la traducción de esta palabra significa “hacer algo por esfuerzo propio o sin ayuda ajena”. Su uso implica minimizar la cantidad de recursos de terceros necesarios, bajando los gastos y buscando formas no tradicionales de financiarse.

Deuda: tomar dinero con el compromiso de devolverlo con un adicional en concepto de intereses. Los bancos son la principal fuente de este tipo de financiamiento.

Participación Accionaria (Equity): tomar dinero u otros recursos entregando a cambio participación en la compañía. Los inversores ángeles y las ECR son las principales fuentes.

Para tener una idea de las formas utilizada podemos ver como se financian los emprendedores en los EE.UU.

Tabla N° 2
Fuentes de financiamiento de emprendimientos en Estados Unidos

Fuente	% de empresas
Ahorros personales	74%
Familiares y amigos	5%
Inversores ángeles	7%
Bancos comerciales	0%
Empresas de capital riesgo	5%

Fuente: Roberts (1991) citado por Van Osnabrugge y Robinson (2000: 40)

En los puntos que siguen profundizaremos un poco más en cada uno de estos métodos para luego abordar el tema central del trabajo, los inversores ángeles.

3.1. Bootstrapping

Bhide (1992) identificó la importancia de esta forma de financiarse señalando que el 80 % de las empresas que se encontraban en 1989 en el Inc. 500⁴ crecieron solo usando esta técnica durante las primeras etapas de las empresas. Es de imaginar que si esto sucede en un mercado donde existen más alternativas de financiamiento, en un mercado como el argentino esto debe al menos ser igual de importante.

⁴ Índice anual de las 500 empresas de más alto crecimiento y reciente creación en EE.UU. que edita la revista Inc.

Su aplicación se basa en la reducción de gastos y la obtención de capital sin acudir a las fuentes tradicionales: bancos, ángeles o ECR (Sohl, 1999) e implica poner a trabajar la creatividad del emprendedor para pensar como financiar sus ideas. Dentro de este concepto podemos incluir a las 3 Fs, que es el dinero entregado por familiares y amigos en base al afecto que tienen por los fundadores.

Su uso no es fácil de identificar pues implica diversas actividades, pero como dijimos previamente es usado ampliamente en las primeras etapas de las nuevas empresas. En base a las investigaciones previas Van Osnabrugge & Robinson (2000) clasifican los métodos de bootstrapping en 4 categorías:

Desarrollo de productos: licencias prepagas, royalties, adelanto de clientes, investigación financiada por el cliente, becas o subsidios para investigación, etc.

Desarrollo del negocio: reducir o posponer compensaciones, ahorros personales, trabajar en la casa, usar las tarjetas de crédito personales, préstamos para el hogar, etc.

Minimizar la necesidad de capital: comprar equipos usados o por medio del leasing, tomar equipos en préstamo para proyectos de corto-plazo, usar intereses de los pagos retrasados de los clientes, contratar personal por corto plazo en vez de en forma permanente, emplear familiares y amigos con salarios por fuera de mercado, realizar compras conjuntas con otras empresas, etc.

Ajustar la necesidad de capital: no pagar el salario del emprendedor por un período de tiempo, buscar las mejores condiciones de compra con proveedores, retrasar pagos en forma intencional, usar la tarjeta de crédito personal para pagar los gastos del negocio, obtener créditos de familiares y amigos, etc.

Según Bhidé (1992) los beneficios de su uso son:

- Ayuda a construir valor antes de vender parte de la empresa. Ello “permite obtener asistencia financiera en mejores condiciones y retener una mayor parte de los frutos del trabajo duro” (Van Osnabrugge & Robinson, 2000: 24).
- El emprendedor tiene mayor autoridad para negociar con inversores el nivel de control o monitoreo de la empresa.
- Permite usar en forma más eficiente el dinero de la empresa, evitando problemas surgidos por la obligación de utilizar el dinero porque “la firma lo recaudo y tiene que usarlo”.
- Muestra problemas ocultos y fuerza a la empresa a resolverlos.

La desventaja principal es que su utilización frena la velocidad de crecimiento, por lo que hay que buscar otras formas en casos en los que es fundamental una rápida implementación para que la ventaja competitiva no sea replicada.

Las empresas que lo utilizan, en general comienzan imitando a otro negocio o se dirigen a mercados pequeños con un producto/servicio diferenciado. Estas empresas no cuentan con gente experimentada a la cual hay que pagarles altos sueldos, pero si buscan gente con sentido común y personalidad. Se utiliza a fin de dar viabilidad financiera al negocio, pero

también de dar los tiempos necesarios para adquirir habilidades y capacidades necesarias para el éxito de la empresa. En especial se pone atención en obtener efectivo y retornos rápidos, y no tanto en las ganancias o la participación de mercado. Esto les permite aparecer confiable a los ojos de proveedores, clientes y empleados, y también da confianza y seguridad al emprendedor.

3.2. Deuda

La principal fuente de este tipo de financiamiento son los bancos. Al prestar, el banco otorga el dinero contra el compromiso del emprendedor de hacer pagos fijos en el futuro para saldar la deuda y sus intereses. Como hemos visto en las primeras etapas de la vida de una empresa no existe una historia para avalarla y su liquidez es baja, lo que para el análisis que tradicionalmente realizan los bancos, prestarles resulta altamente riesgoso.

Según un trabajo de Alvarez et al. (1997) las razones por las cuales los bancos niegan los préstamos solicitados son: el banco no entiende el negocio (36%), el negocio tiene un alto grado de endeudamiento (31%) y el deudor carece de activos colaterales para respaldar la deuda 29% (citado por Benjamín & Margulis, 2000). La primera causa expuesta, el desconocimiento del negocio y la asimetría de información, lleva a los acreedores a asegurarse en demasía, pidiendo que las empresas cuenten con activos que respalden las deudas contraídas (colaterales), condición que pocas empresas en esta etapa pueden cumplir. Además, para los bancos prestar a las pequeñas empresas emergentes implica hacer un análisis del riesgo, que encarecen el crédito haciéndolo menos atractivo para los emprendedores.

Lo que los bancos están dispuestos a otorgar es descubierto en cuenta corriente (*overdraft financing*) para financiar el corto plazo, porque de esta manera minimizan la probabilidad de exponerse a negocios con problemas financiero, siendo esta fuente bastante utilizada por las empresas pese a su alto costo.

Una ventaja que tiene tomar créditos es que los pagos son deducibles impositivamente y en algunos casos existen líneas especiales subsidiadas por los gobiernos. Como desventaja podemos encontrar que, en general, los costos son demasiado altos y para los negocios que no generan efectivo y flujos de caja positivos en forma rápida tienen el riesgo de no pagar en término, lo cual puede llevar a una pérdida del control de la firma o la venta de parte o la totalidad de sus activos.

3.3. Venta de Participación en la Empresa (Equity)

Al mercado que financia a empresas nuevas con expectativas de alto crecimiento a cambio de comprar participación en la empresa se lo denomina mercado de capital riesgo. El mismo está formado por inversores privados de carácter informal, los Inversores Angeles y Empresas de Capital Riesgo (ECR)⁵ las cuales tienen una estructura formalizada. Ambos tipos de inversores están altamente implicados en aumentar el valor de las empresas en las que invierten.

Durante los últimos 20 años la investigación acerca del mercado de capital de riesgo se ha incrementado en cantidad y temas abordados. Para dar una idea de la evolución de la

⁵ En la literatura en inglés se conoce a estas empresas como *Venture Capital*.

importancia del tema, el número de trabajos presentados en *Frontiers of Entrepreneurship*⁶ pasó de 4 en 1981, 6 en 1990 a 25 en 2000. En la actualidad, cabe destacar, se conoce más acerca de las ECR, que acerca de los inversores ángeles, por ser éste último un mercado oculto e imperfecto.

3.3.1. Angel Investors

Los inversores ángeles son gente rica que invierte su propio dinero en empresas que no salieron a la bolsa (no públicas) con alto potencial de crecimiento y en las cuales no tienen vínculos familiares con el grupo fundador. Los inversores ángeles usan su riqueza personal para ayudar a emprendedores con empresas en las que ven alto potencial, frecuentemente trabajando codo a codo con el emprendedor. La importancia que tiene para la economía reside en que ellos favorecen el desarrollo regional, cubriendo lo que se conoce como *financial gap*⁷.

Aunque inversores ángeles financiaron proyectos como la imprenta de Gutemberg, el teléfono de Bell, el auto de Ford, para nombrar algunos casos, el término inversor ángel recién surgió a principios de 1900 para referirse a los inversores que financiaban producciones teatrales en Broadway. Financiar este tipo de proyectos implicaba altos riesgos, pero de tener éxito también eran de esperar altas ganancias.

Como ya indicamos previamente, este mercado es un mercado imperfecto, donde hay grandes problemas para juntar oferta y demanda financiera. Gaston (1989: 4) lo describe como un “gran juego de las escondidas que todos los participantes juegan con los ojos vendados”. Por un lado los inversores hablan de “falta de buenos proyectos” y los emprendedores dicen que “no saben donde encontrar inversores” (Mason y Harrison, 1999). Pese a ello, el tamaño de este mercado oculto es realmente muy grande. Freear y Wetzel (1992) afirman que los ángeles en EE.UU. invierten más fondos, en más empresas y en mayor cantidad de rondas de inversión en las primeras etapas del ciclo vida que las ECR. Mason y Harrison (2000) identificaron que también en el Reino Unido estos inversores financian 5 veces más firmas que las ECR.

Los ángeles son una población muy heterogénea. Es posible encontrar ángeles que invierten unos pocos miles de dólares y otros que invierten un millón. Ellos tienden a tener menos aversión al riesgo y menos expectativas de retornos que otros inversores en la misma situación. Por ello el costo de su financiamiento es más barato para el emprendedor, a la vez que es más fácil y rápida su obtención (Freear; Wetzel, 1992).

La ventaja de este tipo de inversores es que, en general, una vez que invirtieron es por que confían plenamente en la visión y habilidades del equipo fundador. Por lo tanto, no les exigen tareas que no agregan valor y demandan mucho tiempo (algo que si pasa en las ECR).

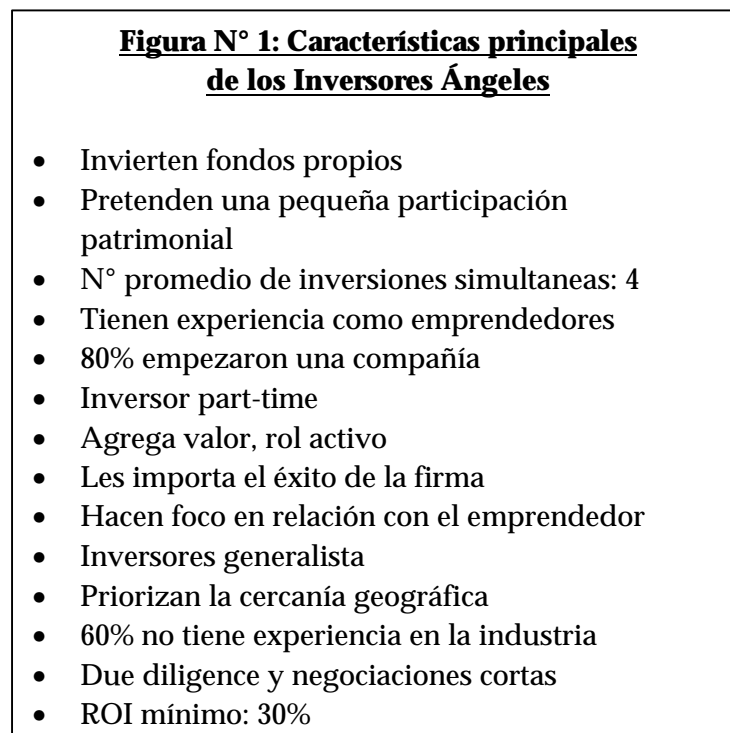
⁶ Principal Congreso de Entrepreneurship organizada anualmente por el Babson College (Boston – EE.UU.).

⁷ Se denomina *financial gap* al vacío de financiamiento que existe una vez que el emprendedor necesita mayores fondos que los que pueden proporcionar sus ahorros, familiares y amigos, pero no pueden conseguirlos de bancos por no tener activos colaterales que garanticen los prestamos y tampoco los pueden obtener de ECR, porque para estas empresas prestar montos menores al \$ 1 millón conllevan altos costos de transacción.

También entienden las prioridades del negocio y son pacientes con respecto a los resultados. Al agregar una su visión del negocio y cómo mejorarlo, siente que colabora con un proyecto ambicioso que le da una alta satisfacción personal.

Las desventajas que puede tener es que en ciertas culturas, los emprendedores se resisten a vender participación de la empresa o participar a otras personas en las decisiones. Además cuando la relación no es de confianza, el inversor busca cubrir su asimetría de información y limitar la posibilidad de oportunismo del emprendedor, pidiendo continuamente información, fenómeno que se conoce como “*angel suffocation*”.

La siguiente figura muestra sintéticamente sus características principales:



Fuente: Benjamin y Margulis (2000: 78).

Dejamos para el punto 5 el profundizar acerca de sus características y sus conductas.

3.3.2. Empresa de capital de riesgo

Las ECR por un lado obtienen plata de inversores institucionales (fondos de pensiones, consultoras financieras, empresas de seguros, etc.) y por el otro lado invierten esas sumas en acciones de empresas en crecimiento. A estas empresas no les importa tanto la distribución de dividendos (Zider, 1998) sino obtener importantes ganancias con la venta de su participación de la empresa. Las ECR varían según: el objeto de la inversión (fondos generalistas o especializados), el momento de desarrollo de la empresa en el que invierten (inicio, expansión y/o reestructuración), la región (regionales o globales) y por su forma institucional (cautivas de una corporación o formadas en forma independiente).

La primera inversión de capital riesgo reconocida es la de la Reina Isabel la Católica cuando financió a Cristóbal Colón para que explore nuevos continentes y obtenga sus riquezas. Los primeros ECR en el sentido actual del término tiene sus inicios luego de la segunda guerra mundial cuando familias estadounidenses adineradas (Rockefeller, Whitney, Phipps, etc.) formaron organizaciones profesionales para que busquen y manejen una parte de sus fondos y los invirtan en pequeñas empresas de alto potencial. La primera empresa, *American Research & Development (ARD)*, fue fundada en 1946 por el General Georges Doriot. Entre las inversiones de riesgo que realizó ésta empresa estuvo la de *Digital Equipment Corporation*, cuyo valor creció de \$70.000 en 1958 a \$350 millones en 1971 (Kenney, 2000). El gobierno estadounidense también 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.

A pesar de que en la década de 1980' estas firmas invertían modestamente en empresas en sus primeras etapas del ciclo de vida, después del desplome de la bolsa de 1987 pasaron a invertir la mayor parte de sus fondos a favor de negocios más maduros: *leverage buy-outs*, *buy-ins* y *spin-offs* (Freear et al., 1995; Mason & Harrison, 1996).

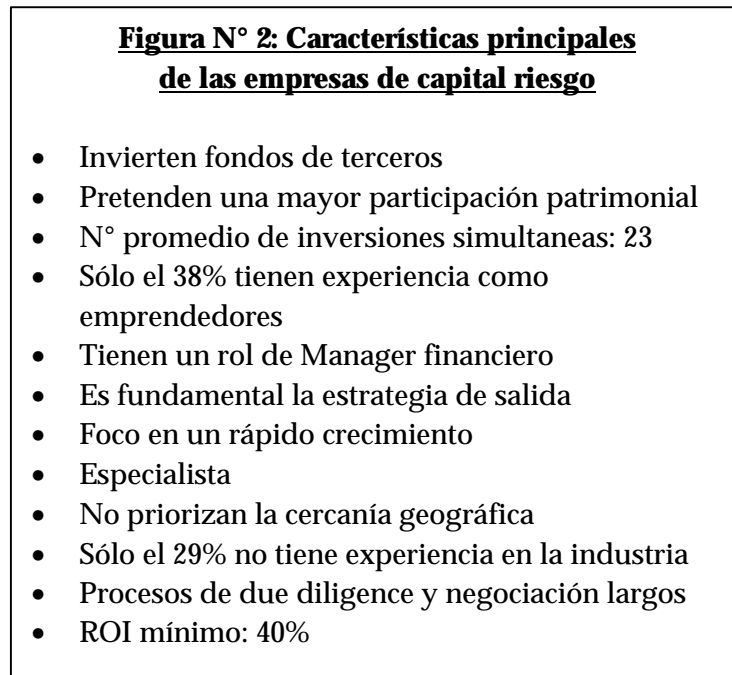
Ellos invierten entre 500 mil dólares hasta 10 millones por ronda y es posible que inviertan en más de una ronda. Sus inversiones se basan en constituir un portafolio de empresas, buscando especialmente buenos *managers* en segmentos particulares de la industria (Zider, 1998). De la cartera de inversiones, obtienen ganancias muy altas y por ende atractivas. Por ejemplo, el retorno anual que obtuvieron las ECR en 1999 sobre todo su capital fue del 62.5%, y sobre el capital semilla y start-up llegó al 91.2% (Reynolds et al., 2000).

Algo que los diferencia fundamentalmente de los inversores ángeles es que el management de las ECR lo integran profesionales que trabajan por un salario y participan del valor que agregan a las empresas que integran su portafolio de inversión.

Las ventajas que tiene el acceso a esta fuente de capital es que además de aportar visibilidad, las ECR tienen muchas más relaciones que los inversores ángeles y pueden conseguir buenos negocios para la empresa. Muchas incluso generan sinergias entre las empresas integrantes de su cartera de inversiones. Además teniendo en cuenta los limitantes de la empresa hacia el crecimiento, colaboran a mejorar la constitución de la dirección de la empresa.

Esto último puede ser una desventaja, ya que muchas veces los miembros del equipo emprendedor deben dejar la firma. Las principales desventajas de esta fuente de financiamiento son: períodos largos de negociación del acuerdo de financiamiento, los contratos son muy elaborados, la posibilidad de licuación de la participación de los emprendedores y de no tener un buen estudio de abogados los emprendedores tienen todas las de perder.

La siguiente figura muestra sintéticamente las principales características de las ECR:



Fuente: Benjamin y Margulis (2000: 78)

3.3.3. Comparación entre Inversores Angeles y ECR

Pese a sus características diferentes de las ECR, su función no reemplaza la de los inversores ángeles, sino que ambas funciones son complementarias (Freear et al., 1990). El rol del sector formal, a través de las ECR, es continuador al de los inversores ángeles. 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.

A pesar a que sus inversiones en empresas implican ciertos riesgos, las características y la forma en que abordan la inversión de ambos actores son diferentes. La siguiente tabla muestra en forma sintética las más relevantes diferencias.

Tabla N° 3
Principales diferencias entre Inversores Angeles y ECR

Temas	Inversores Angeles	ECR
Personal	Emprendedores	Inversores
Empresas financiadas	Pequeñas, primeras etapas	Grandes, maduras
<i>Due diligence</i>	Mínima	Extensa
Localización de la inversión	Importante	No relevante
Contratos usados	Simples	Detallados
Monitoreo después de la inversión	Activos, dedicados	Estratégicos
Salida de la inversión	De menor importancia	Muy importante
Tasa de retorno	De menor importancia	Muy importante

Fuente: Van Osnabrugge y Robinson (2000: 111).

También la accesibilidad a ambos es diferente. Las ECR son fáciles de identificar en directorios donde son clasificadas por tamaño, sectores donde invierten, independencia de su proveedor de fondos (Van Osnabrugge y Robinson, 2000). En el caso de los inversores ángeles su identificación y acceso es un trabajo duro, en especial en los países donde las redes de inversores no están desarrolladas, lo que hace que la mayoría de los inversores sean inidentificables.

En conclusión, existen distintas fuentes de capital que satisfacen las necesidades del negocio desde su nacimiento y a lo largo de su crecimiento. La disponibilidad de estas fuentes en el mundo real depende de muchos factores, entre ellos: el desarrollo relativo entre el sector formal e informal de inversores, la actividad emprendedora, la eficiencia del mercado financiero y el rol del gobierno.

Según la etapa del ciclo de vida de una empresa será el tipo de financiamiento más apropiado y más accesible. Eso se debe a que a medida que la empresa evoluciona, también varía la tolerancia al riesgo del inversor, los montos demandados, y por lo tanto, las fuentes de financiamiento disponibles. En la siguiente tabla se muestra como las alternativas de financiamiento van variando en las diferentes etapas.

Tabla N° 4
Formas de financiamiento en relación
al tipo de empresa y la etapa del ciclo de vida

Etapa Tipo de empresas	Semilla	Inicio	Crecimiento Temprano
Middle-Market	Ahorros personales <i>Bootstrapping</i> Deuda (corto plazo)	Ahorros personales <i>Bootstrapping</i> Deuda (corto plazo) Inversores Ángeles	Inversores Ángeles ECR
Alto Potencial	Ahorros personales <i>Bootstrapping</i> Deuda (corto plazo)	Ahorros personales <i>Bootstrapping</i> Deuda (corto plazo) Inversores Ángeles ECR	Inversores Ángeles ECR

Fuente: Elaboración Propia

A partir del próximo punto profundizaremos en la caracterización de los inversores ángeles primero en función de los conocimientos que se tienen de ellos en EE.UU. y el Reino Unido. Luego entraremos en detalles de las características de los inversores argentinas a partir del trabajo de campo realizado.

4. NUEVOS EMPRENDIMIENTOS EN ARGENTINA

En Argentina existe, especialmente entre los jóvenes, una alta valoración por la independencia personal. Ello también se ve en el mundo de los negocios, al presentarse cada vez mayor cantidad de gente que intenta alejarse de la “cultura del salario”. Puede que esto tenga sus raíces en la llegada de inmigrantes europeos a fines del siglo XIX y principios del XX, los cuáles trajeron consigo el espíritu emprendedor y de aventura. Pero también esto se puede deber en parte a que actualmente la tasa de desempleo es alta, y de no crearse sus propios emprendimientos existen pocas posibilidades de obtener un empleo.

En el estudio del GEM 2000 (Reynolds, et al., 2000; Torres Carbonell, 2001) la Argentina se ubicó en el séptimo lugar en el ranking según su actividad emprendedora, aunque al analizar este dato, se nota que fue más importante la tasa de firmas nacientes (75%) que la de firmas nuevas (25%). Esto refleja la imposibilidad que tienen muchas oportunidades de convertirse en negocios que duren en el tiempo.

En términos culturales una traba importante es el miedo al fracaso y la falta de capacidad de reconocer los errores como oportunidades para crecer. También en términos de educación se presentan problemas, pues solo un 42% de la población en condiciones de continuar estudios terciarios está realizándolos.

4.1. Alternativas de financiamiento

Como dijimos previamente, en Argentina, el financiamiento es uno de los mayores obstáculos al desarrollo de la actividad emprendedora. El capital es escaso y caro, y los emprendedores tienen poca experiencia en buscar inversores.

La siguiente tabla muestra las diferentes fuentes de financiamiento, los montos comprometidos y en que proporción lo usan las nuevas empresas.

Tabla N° 5
Rangos y participación de las
diferentes fuentes de financiamiento en argentina

	Montos	% de empresas
Ahorros Personales	Menos de \$ 50,000 ⁸	88
Familiares	Menos de \$50,000	27
Amigos	Menos de \$50,000	9
Inversores ángeles	\$7000- \$ 3,000,000	5
Bancos Comerciales	Capital de corto plazo	20
Empresas de capital riesgo	Mas de \$1,000,000	3
Fondos de <i>private equity</i>	Mas de \$5,000,000	--

Fuentes: elaboración propia en base a Pereiro (2001.)

El mercado de capital de riesgo se inició en el país con la llegada de fondos internacionales, empresas de capital riesgo de bancos comerciales y la aparición de inversores ángeles. En principio los fondos internacionales y los locales se caracterizaron por tener estrategias de bajo riesgo. Actualmente existen en la Argentina 40 fondos de capital de riesgo. Como el objetivo de estos fondos es maximizar sus ganancias con el menor riesgo posible, las sumas invertidas se concentraron en empresas privatizadas, compra de empresas grandes y ya establecidas, aportando grandes sumas de dinero. En un principio no invirtieron en las primeras etapas del ciclo de vida de las empresas.

En 1999, en medio de un ciclo económico recesivo, surgieron nuevos emprendimientos de la mano del *boom* de Internet. Esto funcionó como disparador de una demanda importante de capital de riesgo por parte de los emprendedores, lo cual se vio respondido por una incipiente oferta de este tipo de capital. La experiencia de Patagon.com tuvo una fuerte incidencia en este mercado. En abril de 1999 el Chase Manhattan invirtió \$4 millones a cambio del 30% de la compañía que había sido creada en 1998, primero con muy poco capital de sus fundadores y luego tuvo el aporte de \$1 millón de Soltz Agardy que actuó como inversor ángel. Pero más incidencia tuvo la compra de la empresa por parte del Banco Santander en \$855 millones en marzo del 2000.

⁸ Al momento de realizada la investigación el tipo de cambio en Argentina es \$1= 1 dólar

A partir de esa fecha se observó un cambio en la mentalidad en el mercado de capitales, desde ese momento conseguir capital de riesgo se hizo menos tedioso, siendo menos duros los requisitos. Las ECR comenzaron a proveer financiamiento en las etapas de *seed* y *start-up* a nuevos emprendimientos, aunque los montos fueron de varios millones de dólares.

5. INVERSORES ANGELES

Recordemos que los inversores ángeles son personas ricas que invierten su propio dinero en empresas con alto potencial de crecimiento que no cotizan públicamente, y no tienen relaciones familiares con el equipo fundador del emprendimiento. Los inversores ángeles juegan un rol crítico en el financiamiento de estos emprendimientos, siendo la principal fuente de financiamiento por venta de participación (*equity finance*) para las empresas que se encuentran en las primeras etapas de del ciclo de vida (Reynolds et al., 2000).

La importancia de los mismos radica en ser la fuente de capital más balanceada (Shepherd y Sacharakis, 2001). El inversor que aporta capital financiero a un emprendimiento, trae consigo también capital humano, capital social (Johannisson, 1999) y capital físico. Los inversores ángeles aportan capital humano por contribuir con su experiencia y talento al implicarse en el asesoramiento y la gestión. Aportan capital social al compartir sus redes de relaciones (proveedores, clientes, nuevos inversores, etc.) con las empresas donde invierte. Finalmente, cuando contribuyen con activos propios (por ejemplo, máquinas o espacio físico) están aportando capital físico.

En el ámbito académico, los primeros estudios 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 se realizaron los estudios que Harrison y Mason (2000) llaman de segunda generación, los cuales son 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.

5.1. Características del mercado de inversores ángeles

En los Estados Unidos 2 millones de personas son millonarias, el 85% de ellos es dueño de una empresa o participan en una empresa que no cotiza en la bolsa (Frear, et al., 1994), siendo este el tamaño del mercado potencial. Algo fundamental que tienen este grupo de personas para ser inversores ángeles es que construyeron su fortuna y no la heredaron, esto suma al capital financiero el poseer un activo muy valorado que es sus experiencias en el mundo de los negocios.

Una característica distintiva es que el mercado de los inversores ángeles aportan su dinero a empresas ubicadas a máximo 2 horas de distancia del lugar donde viven, pues mayores distancias le impedirían estar con frecuencia presente en la empresa. Esto marca una

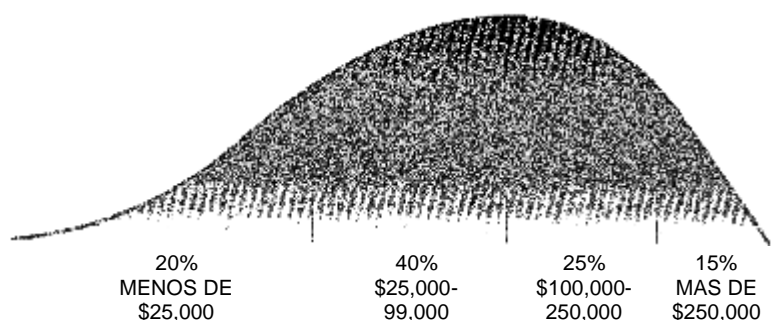
diferencia con las ECR, las que solo sitúan sus inversiones en centros económico-financieros importantes.

Según Roberts et al. (2000) las actividades de los inversores ángeles están aumentando en cantidad e importancia en los EE.UU. por efecto de: el descubrimiento de nuevas tecnologías y sus aplicaciones; un aumento en el capital disponible para destinar a *private equity*, para lo cual se necesita que nazcan mayor cantidad de empresa; y la difusión en los medios de comunicación de historias exitosas, con altos retornos que atrae a nuevos inversores potenciales.

5.2 Características de sus inversiones

El estudio de Van Osnabrugge y Robinson (2000) encontró que las inversiones que realizan rondan entre los \$25,000 y los \$500,000, pero la inversión promedio está en el orden de los \$145,000 (mediana: \$75,000). Benjamin y Margulis (2000) identificaron en base a más de 600 casos extraídos de la base de datos de la *International Capital Resources* que en los EE.UU. el tamaño de las inversiones se distribuye como aparece en la siguiente figura.

Figura N° 3
Tamaño de inversiones realizadas por inversores ángeles
En la base de datos de ICR



Fuente: Benjamin y Margulis (2000: 85)

Los inversores ángeles estadounidenses invierten en empresas de muy diversas industrias (manufactura, alta tecnología, servicios, medicina, salud, bienes raíces, servicios financieros, comunicaciones y publicidad). Las inversiones se realizan, en su mayoría, comprando participación a través de la compra de acciones ordinarias, pero no tienen interés en obtener la mayoría de la participación en la empresa.

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, a una empresa interesada, al emprendedor o la salida a la bolsa (*IPO*).

5.3. Proceso de inversión

El proceso decisorio que lleva a invertir en un emprendimiento tiene al menos en tres etapas. La primera etapa es de búsqueda y recepción de oportunidades (*screening*), la cuál es más o

menos proactiva según las características del inversor. En los EE.UU. las principales fuentes de proyectos son: en primer lugar las referencias personales, en segundo lugar referencias profesionales y en tercer lugar a través de los emprendedores directamente (Benjamin y Margulis, 2000).

La etapa siguiente es un filtrado de proyectos. La primera actividad consiste en un análisis de las propuestas de inversión recibidas, en el cual se seleccionan cuáles son las más interesantes para invertir en función de los criterios considerados por el inversor: sector, ubicación geográfica, tamaño de la inversión, historia del emprendedor, etc. Esto implica el mayor filtrado de proyectos, un 70% de las propuestas son dejadas de lado. Para las propuestas que se piensa continuar estudiándolas, se organizan encuentros con el emprendedor y si es muy interesante se realiza finalmente una investigación del negocio (*due dilligence*).

La tercera etapa es la negociación que implica fundamentalmente la definición del monto de la inversión a realizarse y la participación en la empresa a obtener por ello. En esta etapa los ángeles tienen menores requisitos formales que las ECR, lo cual conlleva a menores costos por asistencia profesional de contadores y abogados. La duración de la misma es mayor o menor según el grado de formalización de los procesos que tenga el inversor. Una vez realizada una propuesta, la decisión de invertir o no tiene una duración de dos meses y medio en promedio frente a los seis meses que demora una ECR.

5.4. Porque invierten o dejan de invertir

Este tipo de inversiones en empresa emergente durante las primeras etapas de su ciclo de vida ofrece ventajas frente a otro tipo de inversiones. 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. En este sentido una inversión de este tipo puede aportar emoción, reto y cargar de desafíos a una carrera profesional o empresaria más monótona. 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 cierto de lo invertido. Finalmente, el inversor puede influir en el resultado de la inversión por medio de su activa participación, de esta forma limita el riesgo existente.

El inversor ángel invierte primero por razones financieras, buscando proyectos que dejen un retorno anual del 20% como mínimo. Además, esta 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.

El inversor filtra los proyectos en función de las características de los emprendedores y de las características del negocio propuesto. Los estudios muestran que en proporción es más importante el capital humano, en especial la calidad y características del emprendedor y de su equipo (Manigart y Sapienza, 2000). El primer momento de contacto personal entre el inversor y el emprendedor es un momento determinante del proceso de selección. Landström (1994) argumenta que en ese momento se lleva a cabo un proceso de decisión intuitivo en la que el inversor realiza una evaluación de la atracción social y la posibilidad de confiar en los emprendedores. Como resultado de ello el inversor experimenta una sensación

de certeza en la evaluación, que da una buena condición para una acción racional (*action rationality*). De todas formas, aunque no decide invertir en ese momento, es un momento capital donde el emprendedor se juega en pocos minutos la posibilidad de que la inversión sea rechazada. En la siguiente tabla podemos un ranking de criterios la valoración de los inversores ángeles.

Tabla N° 6 – Características esperadas del emprendedor para atraer al inversor

Características	Orden de prioridad
Entusiasmo	1
Confianza	2
Experiencia	3
Gustar a través de las entrevistas	4
Experiencia verificable	5

Fuente: Van Osnabrugge y Robinson (2000: 125)

La misma investigación (Van Osnabrugge y Robinson, 2000) muestra qué las características del negocio más importantes para los inversores son: el potencial de ventas del producto, el potencial de crecimiento de los mercados y la calidad del producto. Algo que no parece tan importante para los inversores ángeles y si para las ECR es la protección que tienen de la competencia.

Según Benjamín y Margulis (2000) la causa financiera para rechazar las propuestas son básicamente por no presentan potencial de crecimiento con altos márgenes, o porque consideran que el retorno esperado no compensa el riesgo del negocio. Las motivaciones no financieras son de lo más variadas y tienen relación con las características del equipo emprendedor y del negocio mencionadas más arriba, pero también por no entenderlos, por parecerles aburridos para llevar adelante.

5.5. Cómo se organizan los ángeles

Existen instituciones que tiene por fin bajar los costos de transacción en este mercado. Para ello los inversores ángeles se organizan en forma autónoma formando grupos de inversores (*angel syndicates*), o acuden a instituciones que facilitan su actividad, como las redes de inversores ángeles (*angel networks*) o servicios de presentación de propuestas (*matching services*). De esta manera también se encuentran mejor preparados, ya que reducen el riesgo de mercado y de agencia mediante una sistematización del proceso de *screening* y de selección, obteniendo apoyo e información relevante.

Los grupos de inversores en general están formados por inversores experimentados y proactivos en la búsqueda de oportunidades. Se reúnen con una frecuencia determinada y se presentan propuestas traídas por algún miembro del grupo. Algunos grupos se forman para una sola operación y otros son permanentes. En el caso de que se decida invertir, un miembro queda a cargo de seguir la operación y de ser el contacto con el emprendedor. En

otros casos, se contrata a una persona que no tiene un compromiso con la empresa al que se lo conoce como “arcángel”. Las ventajas que tienen la formación de grupos son: poder hacer propuestas en negocios de mayor envergadura, diversificar inversiones, compartir la red de relaciones de cada inversor y contar con una pequeña estructura profesional que ayude en el proceso de estudio de las propuestas.

Los servicios de presentación de propuestas son organizaciones, privadas o relacionadas con universidades, que llevan registro de empresas o proyectos donde invertir y de personas interesadas en invertir. La ventaja de su utilización reside en que esas bases de datos permiten acceder a una variedad de propuestas y ahorrarse el costo de búsqueda. Además contacta a los actores interesados en el tema, pero manteniendo su privacidad. Algunas de estas organizaciones realizan con cierta frecuencia foros de presentación de propuestas. Los ingresos para sostener la organización los obtienen con aportes de emprendedores y de inversores, los que crean estas organizaciones pueden elegir distintas modalidades de cobro por los servicios que brinda. Algo para destacar es la aparición en los últimos años de empresas que brindan este servicio utilizando Internet como canal.

Hasta el momento vimos en función de las investigaciones realizadas en otros países, especialmente en EE.UU. y el Reino Unido, algunas de las características de los inversores, sus inversiones, el proceso de selección, los criterios de selección y cómo se organizan. En el punto siguiente intentaremos comenzar a dar alguna luz acerca de los inversores ángeles argentinos.

6. INVERSORES ANGELES EN ARGENTINA

La causa de la escasez de financiamiento de las empresas en formación con alto potencial de crecimiento reside fundamentalmente en las imperfecciones del mercado. A los oferentes les resulta difícil recibir información acerca de las buenas oportunidades donde invertir y los demandantes de financiamiento no encuentran información acerca de las fuentes disponibles de capital.

Como se vio en el cuadro N° 5 la inversión promedio que realizan los inversores ángeles argentinos es alta, pero financian solamente el 2.8% de los emprendimientos. En cambio, en países con un mercado de capital informal más desarrollado (Ej.: EE.UU. y Reino Unido) los inversores ángeles tienen una mayor participación en el financiamiento de emprendimientos pero con inversiones menores. En un mercado desarrollado esta sería la fuente de capital natural inmediatamente después de haber recurrido a familiares, amigos, y fondos propios. Pero las diferencias en el mercado de capital riesgo entre Argentina y los países donde están más institucionalizados, se diferencian por las mayores imperfecciones de este mercado en nuestro país.

Los resultados del trabajo de campo permitirán vislumbrar a qué nos referimos cuando hablamos de inversores ángeles en la Argentina y dar una caracterización inicial de los mismos.

6.1 Metodología

Para realizar el trabajo de campo se efectuaron 22 encuentros personales con inversores entre diciembre del año 2000 y abril del 2001, a fin de conocer sus estilos y preferencias. Para obtener la información se diseñó una encuesta estructurada de 35 preguntas (ver anexo). Los focos de interés fueron: sus características personales, las características de sus inversiones, el proceso de inversión, sus motivaciones y preferencias.

Para el análisis se incluyeron en la muestra 18 casos. Se desecharon cuatro encuestas: tres porque no correspondían a ángeles activos y una por ser una empresa de capital de riesgo. Pero, pese a no haberlas incluido en la muestra, sirvieron para entender mejor el mercado.

El trabajo nos permitió elaborar una primera caracterización de los inversores ángeles estudiados, para luego elaborar una tipología realizada a los efectos de dar más luz acerca de estos actores sociales.

6.2. Características de los inversores

Los inversores ángeles encuestados tenían en promedio 43 años, el más joven contaba con 28 y el mayor 63 años. Al menos comenzaron una carrera universitaria y en la mayoría tiene estudios de posgrado (59 %).

Estas personas tienen capital que va entre 250 mil y varios millones para colocar en su cartera de inversiones. Se podría decir que son inversores experimentados, pues la mayoría de ellos invirtió en bonos, acciones de empresas que cotizan en bolsa, fondos de inversión, valores negociables y bienes raíces. Tienen intención de invertir, en promedio el 11 % de sus activos en empresas emergentes. Existen inversores que están dispuestos a invertir desde \$ 2.500 a varios millones. En la mayoría de los casos, el dinero destinado a invertir en empresas nuevas lo obtuvieron de un negocio propio (61 %)⁹, de inversiones previas en emprendimientos (33 %), y en menor medida de sus salarios (22 %) y herencias (11 %).

Tienen una alta experiencia como emprendedores, habiendo creado en promedio 3,6 negocios en su vida. De todos modos, esta cifra varía entre los diferentes tipos de inversores como veremos en el punto 8.

6.3. Acerca de las inversiones

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. Se ha detectado 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 notable y debe ser tomado en cuenta a la hora de evaluar la importancia de fomentar políticas acciones contracíclicas.

Aunque los inversores ángeles existen desde hace tiempo, el 2000 fue un año en el que surgieron muchas oportunidades de negocios de la mano de Internet que encontraron

⁹ En las preguntas con respuestas múltiples se utilizaron porcentajes en función del número de casos.

financiamiento y apoyo por parte de los inversores ángeles, lo cual hizo que éste actor oculto se haga visible. A pesar de ello, la actividad de los inversores ángeles no empezó con Internet ya que sólo el 50% de los entrevistados invierten en Internet y solo dos inversores comenzaron a invertir en el último año. La siguiente tabla nos muestra los principales sectores en los que invierten:

Tabla N° 7
Principales sectores en los que invierten
los inversores ángeles estudiados
 (Porcentaje de casos)

Internet	50.0
Tecnologías	37.5
Bienes raíces	31.3
Servicios	25.0
Educación	18.8
Telecomunicaciones	12.5

Fuente: Elaboración propia.

La cantidad de inversiones que hicieron en su carrera en empresas no propias y no cotizadas en bolsa (en diferentes etapas del ciclo de vida) asciende a los 9.06 proyectos en promedio. Las sumas invertidas van desde \$2.500 hasta \$500.000 por ronda de inversión, siendo el promedio por proyecto de \$510,200. Este monto es bastante más elevado que sus pares entre otros lugares del mundo, recordemos que en EE.UU. invierten \$145.000 en promedio.

Como ya se dijo en capítulos anteriores, al caracterizar a los inversores ángeles, ningún entrevistado prefiere tener mayoría en la participación accionaria. En cuanto al mínimo varía entre el 1 % y el 25%. El máximo pedido varía según el tipo de inversor entre el 10 y el 50%, aunque para la mayoría de los inversores no es un tema relevante.

El período de repago esperado está entre 2 y 7 años, la mayoría (88%) prefiere períodos de repago no mayores de 5 años. Elemento que también se ve en el período en el cual esperan mantener la inversión que va en el mismo lapso, prefiriendo la mayoría (81%) desprenderse de la inversión en un período no mayor a 5 años. La tasa de retorno exigida también varía según el tipo de inversor como veremos en el punto 8.

En la tabla que sigue se puede ver como la mayoría de los inversores prefieren invertir en las primeras etapas solo muy pocos invirtieron en las etapas de crecimiento temprano y menos en reestructuraciones, como vemos en la siguiente tabla.

Tabla N° 8
Etapa del ciclo de vida de las
empresas en las que invirtieron
 (Porcentaje de casos)

Semilla	Investigación y Desarrollo	Inicio	Primer Crecimiento	Reestructuración
47.1	70.6	52.9	11.8	5.9

Fuente: Elaboración propia.

6.4. Motivaciones para invertir

Las razones por las que comienzan a invertir son tanto económicas (obtener una mayor ganancia) como no económicas (confían en el equipo fundador, sienten una satisfacción personal) para realizar este tipo de inversiones. La tabla siguiente muestra las razones por las que comenzaron a invertir los inversores ángeles estudiados.

Tabla N° 9
Razones por las que comienzan a invertir
 (Porcentaje de casos)

Factores motivacionales	%
Mayor ganancia o rentabilidad	81,3
Confianza en el fundador o en el equipo	75,0
Satisfacción personal	37,5
Estrategia clara de salida	37,5
Coinversión	18,8
Compromiso social, sentido de responsabilidad	12,5
Interés debido a los resultados exitosos	12,5
Generación de un empleo para si mismo a	6,3
Ayuda a un familiar, amigo o conocido	6,3
Otro	12,5

Fuente: Elaboración propia.

Los factores que motivan a continuar invirtiendo son prácticamente los mismos que incentivan a realizar la primera inversión, pero toma una mayor importancia la existencia de una clara estrategia de salida (50 %). En la mayoría de los casos, los factores que limitan que hagan nuevas inversiones son fundamentalmente la falta de propuestas comerciales atractivas (69 %) y la falta de confianza en la capacidad técnica o comercial del fundador y/o su equipo (69 %). En menor medida mencionan la falta de tiempo (31 %) y de capital

disponible (31 %) y la falta de confianza en la ética o en el compromiso del emprendedor (25 %).

6.5. Proceso de inversión

Las propuestas de inversión llegan a los inversores ángeles por diferentes medios. Principalmente los emprendedores se los hacen llegar directamente, pero también es importante la cantidad de propuestas que les llegan a través de referencias tanto profesionales, como personales. 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.

Tabla N° 10
Origen de las propuestas
recibidas por los inversores ángeles
(Porcentaje de casos)

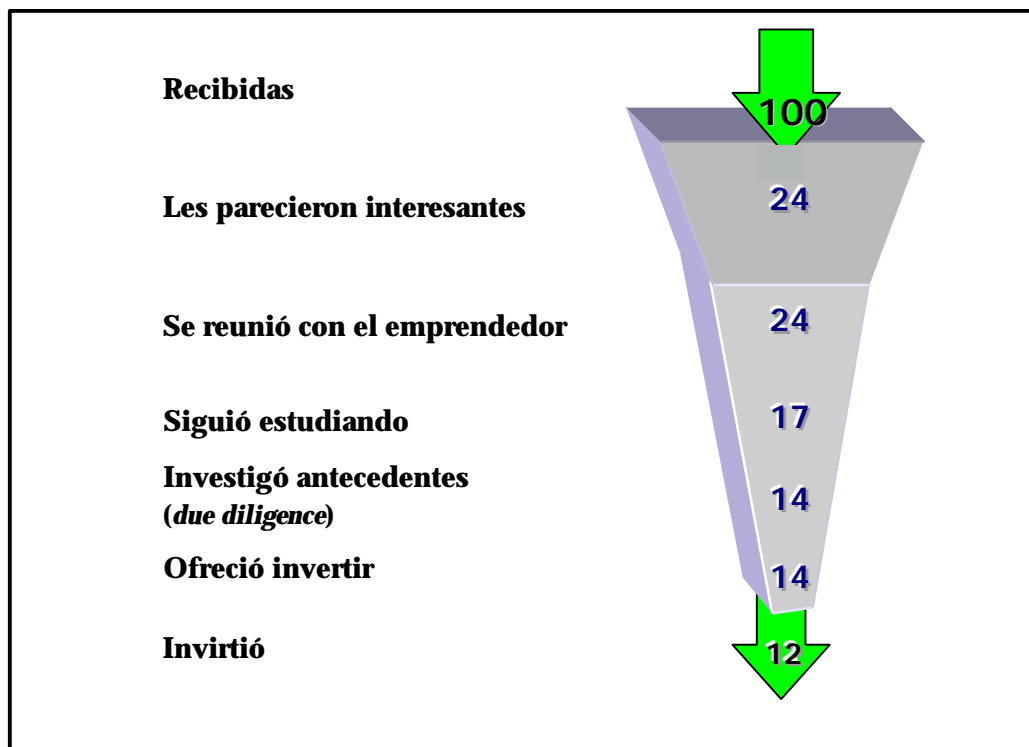
Emprendedores directamente	relaciones profesionales (colegas, socios, asesores, inversores)	Relac. Personales (amigos o familiares)	Empresas relacionadas (bancos, clientes, proveedores, etc.)	Serv. de presentación de propuestas de negocios
60	17	10	8	4

Fuente: Elaboración propia.

Al ser la limitación de tiempo un factor importante, los inversores esperan que el primer contacto con la propuesta sea mediante un resumen ejecutivo (2 a 3 páginas) y en algunos casos con un mini plan de negocios (no más de 15 páginas).

A partir de ese momento la selección va pasando diferentes filtros. Luego de analizar las propuestas, en promedio, el 12,5 % de las recibidas son finalmente financiadas. Para aquellos inversores con un mayor nivel de actividad de inversión y experiencia como emprendedor, esta cifra es menor y viceversa. En el esquema siguiente podemos ver como van quedando proyectos en el camino en función del filtro de las diferentes etapas.

Figura n° 4
Filtrado de propuestas
por parte de los inversores ángeles
 (en base a cada 100 propuestas recibidas)



Fuente: Elaboración propia.

A la mayoría de los inversores ángeles les importan más las personas en las que invierten que el negocio en si mismo. Pareciera que los inversores ángeles argentinos siguen la máxima de Arthur Rock¹⁰ que dijo: “Es preferible invertir en una idea clase B con un equipo de clase A, que en una idea de clase A que la lleva adelante un equipo de clase B”. Al analizar una propuesta de inversión los factores que más le importan son: la integridad y honestidad del fundador y su equipo (100 %), la actitud y el compromiso del fundador y su equipo (100 %), la experiencia del fundador y su equipo (75 %), las proyecciones de rentabilidad (66,7 %) y la posibilidad de invertir con otros inversores (66,7 %). En la siguiente tabla podemos ver los diferentes factores y como los clasifican los inversores en función del grado de importancia que ellos le asignan.

¹⁰ Arthur Rock es uno de los pioneros y más exitosos inversores de capital riesgo en EE.UU. , habiendo financiado entre otras empresas a Fairchild Semiconductor, Scientific Data System, Teledyne, Intel y Apple.

Tabla N° 11
Grado de importancia de los diferentes criterios
de inversión por parte de los inversores ángeles
 (Porcentaje de casos)

Criterios	Muy Importante	Neutro	Poco importante
La integridad y honestidad del fundador y su equipo	100	-	-
La actitud y el compromiso del fundador y su equipo	100	-	-
La experiencia del fundador y su equipo	75	16,7	8,3
La posibilidad de invertir con otros inversores	66,7	16,7	16,7
Las proyecciones de rentabilidad	66,7	25	8,3
Que se proponga un servicio o producto totalmente innovador	41,7	33,3	25
Los resultados de la investigación de mercado	41,7	33,3	25
La calidad de la presentación del plan de negocio	25	50	25
Conocer el sector económico en el cual se desarrolla la empresa	25	41,7	33,2
Que el negocio sea de alta tecnología	16,7	41,7	41,7
La cercanía geográfica del negocio	8,3	8,3	83,3
Tener la mayoría de la participación accionaria	8,3	16,7	75

Fuente: Elaboración propia.

A la hora de tomar la decisión el inversor ángel consulta a diferentes personas. La principal fuente de consulta son sus pares, otros inversores que enfrentan y enfrentaron previamente el mismo tipo de situación que él. En la siguiente tabla podemos ver con quienes consultan los ángeles la decisión de invertir.

Tabla N° 12: Personas con las que consultan la decisión de invertir
 (Porcentaje de casos)

Otros Inversores	Otros Empresarios	Personal especializado o a su cargo	Profesionales independientes	Estudios especializados	Familiares	Nadie	Otros
50.0	33.3	27.8	27.8	16.7	11.1	5.6	5.6

Fuente: Elaboración propia.

6.6. La pos-inversión

La relación con los inversores ángeles no se termina una vez que deciden la inversión y entregan el dinero. En general, en ese momento comienza una relación que en función de su calidad va a influir en nuevos aportes que el inversor entregará a la empresa. Estos nuevos aportes pueden ser del tipo financiero o no financieros.

Los aportes financieros pueden continuar y en general así lo hacen pues la mayoría de los inversores estudiados (76%) participó en más de una ronda de inversión.

Pero además de los aportes financieros, existen una cantidad de aportes no financieros, que hacen de estos inversores una fuente de recursos muy importante para la empresa novel. Encontramos que los aportes no financieros que más brindan los inversores ángeles estudiados son: planteo y formulación de estrategias alternativas (94% de los casos), contactos con otros potenciales inversores (78% de los casos), gestión de alianzas estratégicas (78%) y nuevos clientes (56%) Otros aportes importantes que están dispuestos a proveer son el conocimiento de la industria y el monitoreo de la gestión financiera del negocio. También seden el rol de especialistas en el producto y la tecnología a los emprendedores, eso se ve en que la mayoría no esta dispuesto y/o en condiciones de aportar conocimiento del producto o servicio (89%), ni conocimientos de nuevas tecnologías relacionadas con el negocio (78%).

Hasta aquí tenemos un panorama general de las características de los inversores ángeles, pero en realidad no todos son iguales. Para darle más riqueza a la descripción en el siguiente punto veremos diferentes distinciones de tipos de inversores ángeles que se hicieron al momento y luego desarrollaremos una tipología argentina.

7. TIPOLOGÍA DE INVERSORES ÁNGELES

La población de inversores ángeles es heterogénea, por eso es útil para los emprendedores conocer cuáles son los diferentes tipos de ángeles que existen y a cuál de ellos es más apropiado acudir en función de las necesidades de su empresa (Coveney & Moore, 1998; Sörheim & Landström, 2000). Durante los últimos años se han construido algunas tipologías en diversos países, encontrándose características distintivas entre los inversores ángeles. Ello lleva a Mason y Harrison (2000) a plantear la necesidad de seguir investigando el tema, en especial en aquellos lugares donde el tema es ignorado como Latinoamérica o el sur de Europa. Por ello nos pareció interesante plantearnos desarrollar una tipología argentina de inversores ángeles.

Sullivan (1996) estudió inversores ángeles dentro de los EE.UU. Su clasificación se centra en cual es el comportamiento de los inversores en el proceso de estudio de las propuestas y en la decisión de invertir en forma individual o conjunta. Los tipos encontrados fueron cuatro: Inversores independientes, Inversores líderes, Inversores grupales e Inversores referidos.

Benjamin y Margulis (2000) eligieron su muestra de entre 8000 inversores anotados en la base de datos de *International Capital Resources también de EE.UU.* La elección fue realizada en base: a la experiencia que contaban en el terreno de los inversores ángeles, y al conocimiento que pudieron tener de los inversores en entrevistas y conversaciones. A partir de allí realizaron un estudio cualitativo, distinguiendo nueve tipos de inversores ángeles. Cada uno

de estos tipos de inversores tienen características propias en términos de sus antecedentes, características del proceso de *due-diligence*, número de inversiones realizadas, objetivos no-financieros, propensión a co-invertir, 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 portafolio) fuentes de información y consulta utilizados. Los tipos encontrados fueron: inversores que agregan valor, inversores de bolsillos profundos, consorcios de inversores individuales, inversores asociados, familia de inversores, trocadores, inversores responsables socialmente, inversores desacreditados y inversores gerentes.

Coveney y Moore (1998) desarrollaron una tipología en el Reino Unido, que hemos tomado como referencia principal para nuestro estudio. La misma fue construida a partir de una muestra compuesta por 500 inversores ángeles ingleses que realizaron 467 acuerdos de inversión. Los tipos se definieron en base a dos variables: antecedentes financieros y de negocios (altamente emprendedores vs. no emprendedores) y nivel de actividad de inversión (número de inversiones y su tamaño). En relación a estas dos variables salen cuatro tipos de inversores ángeles activos y dos inactivos, ellos son:

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

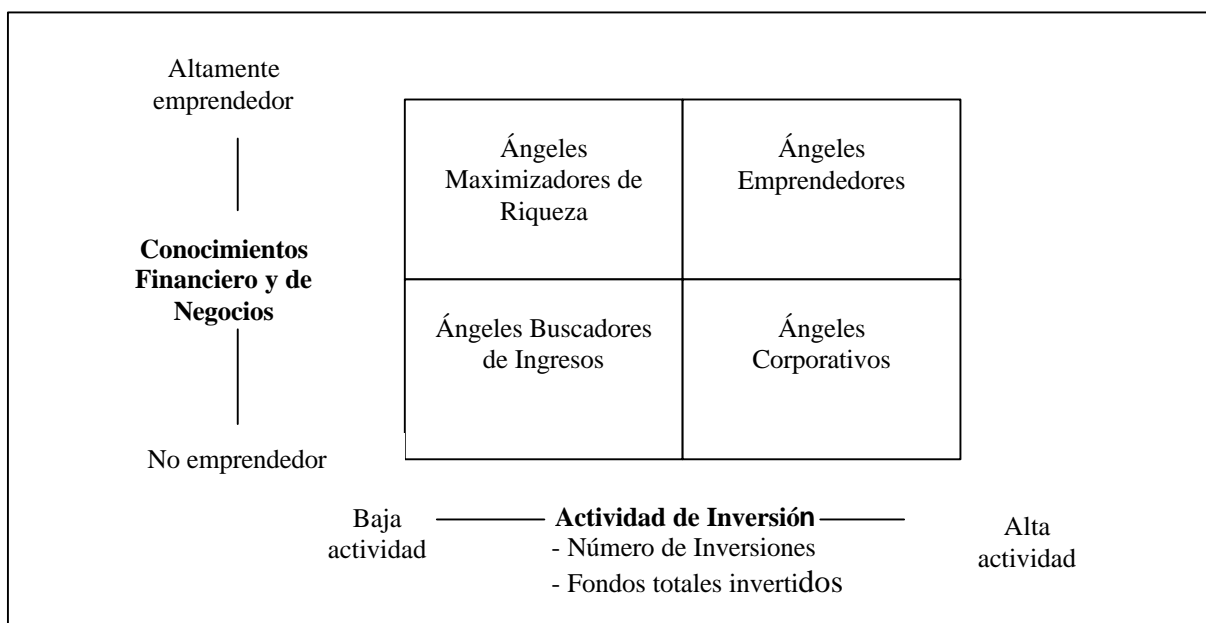
Ángeles buscadores de ingresos: individuos con menor riqueza que las categorías anteriores. Invierten para generar ingresos o mismo para auto generarse un empleo.

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.

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.

Figura N° 5
Tipos de inversores ángeles
Identificados en el Reino Unido por Coveney y Moore (1998)



Fuente: Coveney y Moore (1998)

Después de ver algunas de las tipologías desarrolladas previamente nos proponemos desarrollar una tipología local en el siguiente punto.

8. TIPOLOGÍA DE INVERSORES ÁNGELES ARGENTINOS

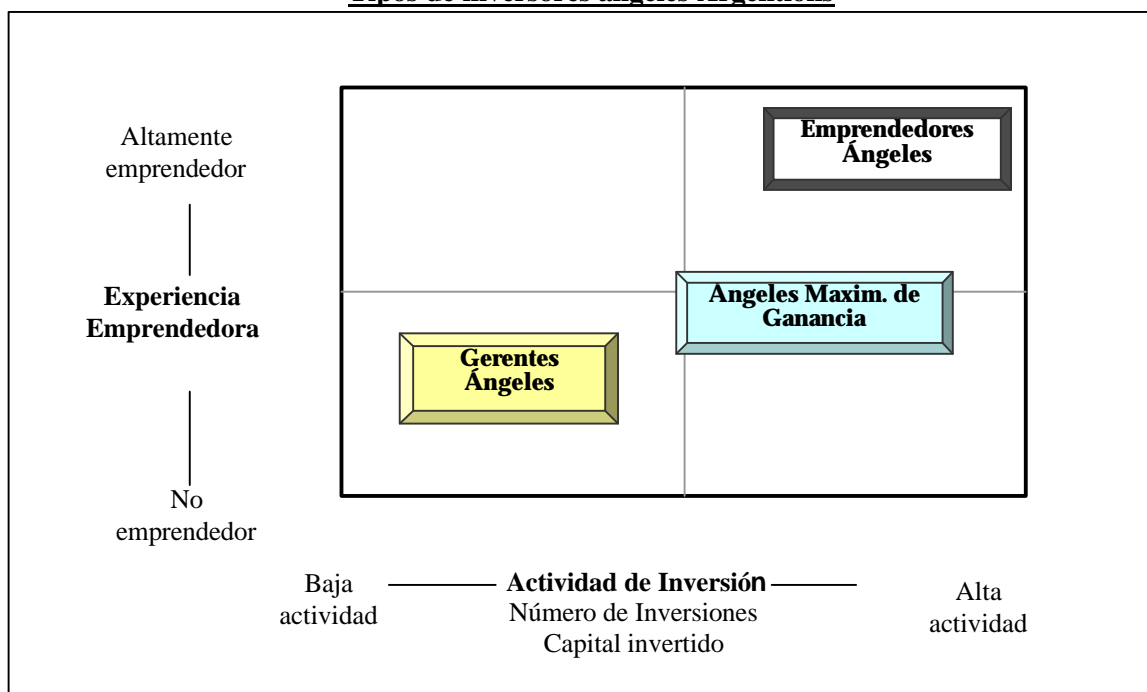
Los inversores locales estudiados son un grupo heterogéneo, pero es posible clasificarlos por características comunes. A fin de agruparlos se utilizaron dos variables: experiencia emprendedora y el nivel de actividad como inversor. Para medir la experiencia emprendedora se tomó el número de negocios 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 confeccionó 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 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 del cuestionario 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.

Aunque la muestra utilizada es pequeña en relación a la que desarrollaron en otros países, eso no quita mérito a la posibilidad de identificar diferentes tipos de inversores¹¹. Dar luz sobre las características de los ángeles argentinos y mostrar esta posible forma de financiación puede ser útil tanto a emprendedores como para inversores ángeles. Contando con tipos teóricos los emprendedores podrán estar mejor preparados al abordar a los inversores, contando con información acerca de posibles preferencias y comportamientos valorados y/o esperados. A los inversores les posibilita elegir que emprendedores les gustaría que se les acerquen, de esta manera podrían trabajar en enviar las señales correctas para atraer a éstos

Se observó que el cruce de ambas variables da lugar a la formación de tres tipos de inversores ángeles que comparten características entre sí en la modalidad de invertir y/o preferencias, pero también mantienen elementos comunes a todos ellos como los aspectos desarrollados en el punto 6. Los tres tipos de casos locales son:

- Emprendedor Angel
- Gerente Angel
- Angel Maximizador de Ganancia

Figura N° 6
Tipos de inversores ángeles Argentions



Fuente: Elaboración propia

¹¹ Para construir la tipología y elegir la metodología a seguir, nos comunicamos con Colin Mason, uno de los mayores referentes mundiales del tema, quien dijo que ninguno de los autores de las tipologías conocidas hasta ese momento, 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.

8.1. Emprendedor Angel

Este tipo de inversor tiene una gran experiencia como emprendedor, habiendo creado en promedio 7 negocios en su vida. Esto le permitió acumular aprendizaje en gestión de nuevos negocios, conocimiento de diversos mercados y un gran capital social en términos de contactos con otros empresarios e inversores.

El éxito en sus emprendimientos les permitió acumular ganancias. A esta altura de su carrera no está dispuesto a volver a empezar un emprendimiento, pero si tienen ganas de apostar a ayudar a emprendedores a replicar su éxito. Quizás ya pudo salir de inversiones previas en emprendimientos y las reinvierte en nuevos proyectos.

Es el inversor que más dinero tiene destinado a invertir y a su vez lo hace en un gran número de emprendimientos. Los fondos que tiene destinados a invertir en emprendimientos son más de \$ 1 millón. También es el inversor que recibe mayor número de propuestas (unas 250 por año), el 80% de las cuales las entregan directamente los emprendedores. Es muy selectivo y para un primer contacto con el proyecto prefiere recibir un resumen ejecutivo.

Invierte mucho más en las personas que en el negocio. Busca emprendedores con los que se identifica o en los que siente que vale la pena apostar. A veces apuesta a sabiendas que no tendrá éxito con la idea que presentan, pero sabe que surgirán ideas exitosas en el futuro.

Le dedica tiempo a los emprendimientos donde invierten de forma de seguir su evolución. Incluso es el único tipo de ángel que esta dispuesto a aportar manejo de RR.HH. En parte por ser el único que entiende que es importante completar los desequilibrios que tiene el equipo emprendedor para ser exitoso. Por eso sugiere nombres de nuevas personas para incorporar a la empresa. Entre las otras actividades que lo diferencian de los demás tipos de ángeles, están las de tomarse el tiempo para contactar a otros inversores para el negocio y gestionar alianzas con empresarios.

Debido a la cantidad de fondos que tiene para invertir y lo limitado de su tiempo, invierte en proyectos grandes y ambiciosos, apuntando a empresas de muy alto potencial de crecimiento. Busca una alta, pero razonable rentabilidad. También en términos de participación accionaria su búsqueda es más alta que los otros tipos de ángeles, pero nunca pretenden la mayoría de acciones de la firma. El tiempo que considera aceptable para salir del negocio son 5 años.

Les gusta ganar confianza con los emprendedores a medida que avanza el proyecto. Es por ello que, para protegerse, no invierte todo el dinero de una vez sino que lo hace en forma escalonada, participando en más de una ronda de inversión.

Tabla N° 13
Características del Emprendedor Angel
y sus preferencias de inversión

INVERSOR	INVERSIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • Gran experiencia <i>como emprendedor</i>. Fundaron en promedio 7 negocios durante su carrera profesional y empresarial • Patrimonio comprometido promedio: 12% • Invirtieron en promedio en 8 empresas emergentes durante el 2000 • Fuentes de consulta utilizadas: personal especializado a su cargo (57%), otros inversores o empresarios (43%) • Rol activo en la inversión: aporta capital y, a demás miembro del directorio o participante del negocio en el día a día, o ambos. • Aportes no financieros brindados: planteo y formulación de estrategias alternativas, gestión de alianzas estratégicas y contactos con otros potenciales inversores • Realiza en su tiempo libre deportes de competencia individual, no competitivos o de alto riesgo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Factores principales que le motivan a invertir: mayores ganancias (71%), confianza en el fundador (71%) y satisfacción personal (42%). • Factores limitantes: falta de confianza en la capacidad técnica del emprendedor (83%) y falta de propuestas comerciales atractivas (67%). • Mínima tasa de retorno esperada: 33% • Rango de inversión por ronda: \$50,000 - 5,000,000 (mediana: \$800,000) • Participación accionaria mínima promedio: 10% • Relación propuestas recibidas/aceptadas: 4 %

Fuente: Elaboración propia

8.2. Gerente Ángel

Este tipo de ángel tiene mucha experiencia en grandes empresas, pero muy poca o ninguna como emprendedor.

El dinero que invierte lo obtuvo en gran parte de su experiencia profesional, la cual le permitió acumular un gran capital social, pero a diferencia del emprendedor ángel, la riqueza de sus contactos está en haberse relacionado con otros profesionales, proveedores y clientes de las empresas donde ha trabajado.

Invierte más en personas que en el negocio, pero no busca una identificación con el emprendedor como en el caso anterior.

Su experiencia profesional le permite aporta al negocio clientes, proveedores y alianzas. Algo que lo distingue de los otros ángeles es que puede buscar alternativas de financiamiento como por ejemplo: créditos bancarios (presenta avales) u la inversión de otras empresas para la cual el producto o servicio del emprendimiento puede resultar estratégico.

No está tan satisfecho con el número de propuestas que recibe, pero a diferencia de la red de relaciones que tiene el emprendedor ángel, la de este tipo de inversor no es fuente de proyectos, recibiendo la mitad de propuestas que los anteriores. Las fuentes principales de

propuestas son sus referencias profesionales (colegas, socios, asesores u otros inversores) y los emprendedores que las entregan directamente. La forma que prefiere para un primer contacto con el proyecto es un mini plan de negocios, no más de 15 páginas.

La falta de experiencia hace que sea bastante conservadores como inversores y valore más alto el riesgo que asume, por eso exige una alta tasa de retorno. Invierten por ronda de inversión sumas entre \$ 20.000 y \$200.000.

Tabla N° 14
Características del Gerente Angel
y sus preferencias de inversión

INVERSOR	INVERSION
<ul style="list-style-type: none"> • Baja experiencia como emprendedor (0-3) 1 negocio fundado en promedio durante su carrera profesional y empresarial • Invierten en promedio en 5 empresas emergentes como inversores ángeles durante el 2000 • Patrimonio comprometido: 7% • Consulta antes de invertir a profesionales independientes y otros inversores • Rol activo en la inversión: aportante de capital y miembro del directorio o participante del negocio día a día, o ambos. • Aportes no financieros brindados: planteo y formulación de estrategias alternativas, contacto con otros potenciales inversores y gestión de alianzas estratégicas • En su tiempo libre realiza deportes no competitivos o de competencia individual 	<ul style="list-style-type: none"> • 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% • Rango de inversiones por ronda: \$ 20,000 – \$ 500,000 • Participación accionaria mínima promedio: 5% • Relación propuestas recibidas/aceptadas: 11%

Fuente: Elaboración propia

8.3. Angel Maximizador de Ganancias

Este tipo de ángel se caracteriza por ser un profesional independiente y experimentado, el cual tiene experiencia como emprendedor a raíz de haber creado su estudio profesional o empresas relacionadas con su profesión. El dinero destinado a invertir lo obtuvo de esa fuente o por haber heredado.

Pese a tener dinero para invertir, prefiere hacerlo en inversiones más conservadoras. Solo una pequeña porción de la cartera de inversiones está ocupada por nuevas empresas y eso lleva a que invierta menores montos que otros ángeles. Asimismo, como evita el mayor riesgo no aporta capital semilla, pero si para el inicio e investigación y desarrollo.

Es el inversor que da más importancia al proyecto que a las personas en relación a los otros inversores. También es el inversor que menos busca involucrarse con el negocio, tomando una actitud pasiva. Piensa en esta inversión como otro tipo de inversores en los que pone el dinero y en un plazo obtiene una ganancia, buscando únicamente en hacer un control financiero del negocio. Su red de relaciones es menos densa y rica, por eso es el menos apto para contactar otros inversores. En consecuencia, aunque hace algunos aportes al negocio, es el que menos tiene para aportar.

A este tipo de inversor es al que le llegan menos propuestas, recibiendo una cantidad menor al 20% de los que reciben los emprendedores ángeles. Además, a diferencia de los otros tipos de ángeles, una pequeña proporción de las propuestas las recibe de manos de los emprendedores, siendo las principales fuentes sus referencias personales (familiares o amigos) y profesionales.

A su vez, es el tipo de ángel que precisa más de asesoramiento para evaluar el potencial comercial y tecnológico de la propuesta de negocios. Antes de invertir espera ser asesorado por profesionales independientes, como su abogado o contador. Hay que tener en cuenta que este tipo de asesores no ganan nada aprobando una inversión y arriesgan mucho, por lo que frenan muchas posibilidades de inversión. Algo para destacar es que es el único tipo de ángel que consulta acerca de la inversión a sus familiares, esposa o hijos.

Tabla N° 15
Características del Angel Maximizador de Ganancias
y sus preferencias de inversión

INVERSOR	INVERSIÓN
<ul style="list-style-type: none"> • Experiencia como emprendedor: 2, baja (0-3) • Invirtieron, en promedio, en 3 empresas emergentes como inversores ángeles • Patrimonio comprometido: 12% (mediana: 7%) • Rol en la inversión: contribuye únicamente con capital (50%) y en algún caso participa en el día a día o en el directorio • Fuentes de consulta: profesionales independientes y familiares • Inversión promedio: \$127,000 (mediana: \$60,000) • 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 • Deportes de competencia individual y en equipo o actividades culturales 	<ul style="list-style-type: none"> • 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%) • Rango de inversiones por ronda: \$ 2,500 - \$ 125,000 • Mínima tasa de retorno promedio: 19% • Relación propuestas recibidas/aceptadas: 24%

Fuente: Elaboración propia

9. POLÍTICAS DE DESARROLLO DEL MERCADO DE INVERSORES ÁNGELES

Existe una tendencia global hacia prestarle mayor atención a la necesidad de un carácter emprendedor en la economía debido a la preocupación de moldear las políticas públicas a fin de asegurar la creación de nuevos puestos de trabajo y mantener la competitividad global. Wetzell (1995) 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” (Freear et al., 1997).

La Argentina esta lejos de tener un mercado de capital riesgo desarrollado. Las formas de aumentar el tamaño del capital riesgo son mediante el incremento en el número de inversores ángeles y a partir del aumento en el nivel de actividad de los existentes (Mason y Harrison, 1999). En relación a ello hay que analizar que barreras a la entrada y qué medidas podrían potenciar la actividad de los actuales inversores para diseñar políticas que reduzcan las primeras y aumenten la inversión de los segundos.

De lo visto hasta el momento se puede decir que un mercado como este de poca transparencia no tiene espacios donde puedan acudir los inversores para encontrar propuestas que le interesen, así como tampoco existen lugares donde pueda entregar las propuestas los emprendedores.

Una primera alternativa para desarrollar este mercado es la creación de servicios de presentación de propuestas de negocios, que permita juntar emprendedores e inversores. Los “gerentes ángeles” y los “ángeles buscadores de ganancias” señalan que utilizarían los servicios de este tipo de organización. Todos los inversores no creen que el estado deba ser el que brinde estos servicios, siendo la preferencia común que sea impartido por empresas privadas, aunque no se oponen a los brinden alguna ONG o Universidad. Estos inversores los servicios que esperan recibir son de ayuda para: evaluar propuestas comerciales (89 %), evaluar propuestas tecnológicas (78 %), y realizar la *due dilligence* (67%). Entre los servicios que no les interesa recibir de estas organizaciones están: el asesoramiento jurídico, la estructuración de acuerdos de inversión y el análisis de cartera de inversiones; y solo el inversor de tipo buscador de ingresos podría estar interesado el delegar el seguimiento de los negocios donde invirtió. Probablemente, para que este tipo de empresas tengan lugar será necesario formar analistas de inversiones de capital riesgo algo que hoy no existe en el mercado.

Una segunda medida que favorecería el crecimiento del mercado, es la formación de redes de inversores ángeles a nivel de las ciudades más importantes del país. Estas redes podrían cumplir la función de aumentar el nivel de contactos entre los inversores y de formar a los potenciales inversores, de forma de quitar los miedos que el ingreso a una nueva actividad puede conllevar.

Un tercer elemento que colaboraría para el aumento de las inversiones es la presentación de mejores propuestas de inversión. Ese rol debería reforzarse mediante la educación, formal e informal, que hoy por hoy está lejos de formar emprendedores. Las universidades deberían asumir un rol más activo. En ese sentido los inversores contestaron que esperan que las universidades sean semilleros de emprendedores (70,6%), que los formen técnicamente

(64,7%) y que faciliten las relaciones necesarias para poner en marcha el emprendimiento (64,7%). Debemos recordar que la falta de confianza en la capacidad técnica de los emprendedores demostró ser un factor que limita las inversiones en los tres tipos de ángeles.

Solamente una vez que se consoliden instituciones como las citadas previamente será posible transparentar el mercado para los actores implicados, con el consiguiente aumento de las propuestas de inversión y del número de inversiones. Algo que se vuelve necesario, si tomamos en cuenta que aproximadamente un 12 % de las propuestas recibidas directamente por los ángeles se convierten en inversiones.

Dos temas críticos para el mercado local son las estrategias de salida y la carga impositiva. Existen pocas alternativas de salida de la inversión pues la bolsa no es una alternativa interesante y no existe un mercado de compra venta de empresas muy desarrollado. Por su parte aunque en otros países el tema impositivo es importante para el acceso de los inversores al mercado, los encuestados no lo plantean como incentivo. Mucho queda por hacer a fin de desarrollar este mercado y cada paso sería un gran avance para un tema prácticamente ignorado por las políticas públicas.

10. CONCLUSIONES

Durante el presente trabajo vimos que los emprendedores argentinos se financian principalmente, a través de fondos propios y de familiares, préstamos bancarios y/o proveedores. El financiamiento por parte de inversores ángeles y ECR es incipiente. Un aumento en la actividad del mercado de capital riesgo traería como consecuencias que el proceso emprendedor tenga un efecto positivo sobre el desarrollo regional y por ende sobre el crecimiento económico nacional.

Aunque pareciera que el mercado de ECR en Argentina tienen mayores dimensiones que el de inversores ángeles, es necesario resaltar que sólo se dará un desarrollo de los primeros, si el segundo cobra mayores volúmenes. El rol de ambos es complementario y la eficiencia de ambos es necesaria para lograr un marco en el que el proceso emprendedor puede llevarse a cabo con una mayor agilidad (Freear et al., 1990), por eso solo si existen más inversores ángeles se podrá ofrecer un mayor caudal de emprendimientos de alto potencial en fases avanzadas del ciclo de vida a las ECR.

El problema que existe es que el mercado de inversores ángeles está muy poco institucionalizado. Es de esperar que una vez que el mercado gane confianza, más personas se vean inclinadas a invertir en empresas emergentes. Esa baja institucionalización se ve en la no existencia de organizaciones como los servicios de presentación de propuestas o las redes de inversores ángeles (como existen en EE.UU., Reino Unido o Alemania) los cuales permiten identificar pares con los que interactuar.

Los inversor ángeles estudiados, son algo diferentes a los inversores ángeles del Reino Unido y EE.UU. en término de mayor tamaño de sus inversiones, mayor número de inversiones realizadas en el período de un año y tener una edad menor. Al adentrarnos en la identificación de los tipos de ángeles nos permitió destacar sus características distintivas. Se identificaron tres tipos de inversores ángeles: los emprendedores ángeles, los gerentes

ángeles y los ángeles maximizadores de ganancias. Los emprendedores ángeles son los que tienen más visibilidad pública e invierten mayores sumas de dinero. Los otros tipos invierten menos, no debido a la falta de dinero, sino por tener redes más pobres y una menor visibilidad, lo cual se traduce en la recepción de menos propuestas atractivas. Los inversores maximizadores de ganancias son los que realizan aportes menos estratégicos que los demás.

El trabajo permitió tener un primer acercamiento de carácter descriptivo a los inversores ángeles argentinos, siendo un buen punto de partida para avanzar hacia trabajos de los considerados de segunda generación con la posibilidad de realizar aportes teóricos en este campo. Temas como el proceso de aprendizaje en el inversor ángel, el proceso de desarrollo de la confianza entre el inversor y el emprendedor, y el diseño de políticas para la institucionalización del mercado de capital de riesgo, son algunos de los puntos de partida para la realización de futuros trabajos.

BIBLIOGRAFÍA

- Alvarez, F. et al. (1997) Financing issues in the Twenty-First Century. Babson College, Babson Park.
- Benjamin, G. A. & Margulis J. (2000) Angel financing: How to find and invest in private equity, John Wiley & Son, New York, USA
- Bhide, A. (1992) Bootstrap finance: the art of start-ups, Harvard Business Review, Nov-Dec: 109-117.
- Brophy, D. (1997) Financing de growth of entrepreneurial firms. Sexton, D.L.; Smilor R.W. Entrepreneurship 2000, Upstart Publishing Company, Chicago.
- Comisión de las Comunidades Europeas (2000) Comunicación de la comisión al consejo y al parlamento europeo informe provisional acerca del plan de acción sobre capital riesgo. Bruselas.
- Coveney, P. and Moore, K. (1998) Business Angels: Securing Start- Up Finance. John Wiley & Son, London, UK.
- Freear, J. and Wetzel, W.E. (1992) The informal Venture Capital Market in the 1990s. Sexton, D.L. & Kasarda J.D., The State of the art of Entrepreneurship. PWS-Kent Publishing Company, Boston, USA.
- Freear, J., Sohl, J.E. and Wetzel, W.E. (1990) Raising Venture Capital: Entrepreneur's view of the process. Churchill et al. (eds) Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley MA, Babson College.
- Freear, J., Sohl, J.E. & Wetzel, W.E. (1994) The private investor market for Venture Capital. The financier, 1, 2: 7-15.
- Freear, J., Sohl, J.E. & Wetzel, W.E. (1995) Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market. Entrepreneurship and Regional Development, 7: 85-94.
- Freear, J.; Sohl, J.E. & Wetzel, W.E. (1997) The informal venture capital market: milestones passed and the road ahead. Sexton, D.L.; Smilor, R.W. Entrepreneurship 2000. Upstart Publishing Company, Chicago, USA.

- Johannisson, B. (1999) A tripolar model of new-venture capitalizing: financial, human and social capital. Paper presented at 29th European Small Business Seminar Supporting the Development of SMEs – Best practices & innovation in financing, Cascais, Portugal.
- Kenney, M. (2000) Note on Venture Capital. Smeler, N.J. and Bltes, P.B. International Encyclopedia of the social and behavioral Sciences, Elsevier Science Limited, Oxford.
- Landström, H. (1994) Venture Capital Investment process in a decision theory framework. Veciana, J.M., SMEs: internationalization, networks and strategy, Avebury, England.
- Manigart, S. and Sapienza, H. (2000) Venture Capital and Growth. Sexton, D.L. & Landström, H., The Blackwell Handbook of entrepreneurship. Blackwell Publishers Ltd., Oxford.
- Mason, C. M. and Harrison, R. T. (2000) Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Businesses. Sexton, D.L. and Landstrom, H., The Blackwell Handbook of entrepreneurship. Blackwell Publishers Ltd., Oxford.
- Mason, C.M. and Harrison, R.T. (1995) Strategies for expanding the informal venture capital market. International Small Business Journal, 11, 4: 23-38.
- Mason, C.M. and Harrison, R.T. (1996) The UK clearing banks and the informal Venture Capital market, International Journal of Bank Marketing, 14, 1: 5-14.
- Mason, C.M. and Harrison, R.T. (1999) Public policy and the development of the informal venture capital market: UK experience and lessons for Europe. Cowling, K. (ed) Industrial Policy in Europe: 199-223.
- Pereiro, L.E. (2001) Tango and cash: entrepreneurial finance and venture capital in Argentina. Universidad Di Tella, Buenos Aires.
- Reynolds, P.D.; Hay, M.; Bygrave, W.D.; Camp, S.M; Autio, E. (2000) GEM 2000: Executive Report, Kauffman Centre, London Business School.
- Roberts, E.B. (1991) Entrepreneurs in high technology: lessons from MIT and Beyond. Oxford University Press, New York.
- Roberts, M.J.; Stevenson, H. & Morse, K. (2000) Angel Investing, HBSP, Boston.
- Sahlman, W. A. & Stevenson, (1985) Capital market myopia. Hornaday, J.A.; Krsner, O.J.; Vesper, K.H. (Eds.) Frontiers of entrepreneurship research, Babson College, Wellesley.
- Sahlman, W. A. (1990) The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. Journal of Financial Economics, 27: 473-521.
- Scherr, R.C.; Sugrue, T.F. & Ward, J.B. (1993) Financing the small firm start-up: determinants of debt use. The Journal of Small Business Finance, 3, 1: 17-36.
- Sexton, D.L.; Smilor, R.W. (1997) Entrepreneurship 2000, Upstart Publishing Company, Chicago.
- Shepherd, D. A. and Zacharakis,A. (2001) The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour. Venture Capital, 3, 2: 129-149.
- Sohl, J.E. (1999) The early-stage equity market in the USA. Venture Capital, 1, 2: 101-120.
- Sörheim, R. & Landström, H (2000) Informal investors in Norway: a categorization and policy implications. Babson Research Conference, Boston.

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

Torres Carbonell Silvia (2001) Global Entrepreneurship Monitor: Evaluación de la actividad emprendedora nacional. IAE, Argentina.

Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J. (2000), Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up companies: The guide for entrepreneurs, Individuals Investors, and Venture Capitalists. Jossey-Bass, San Francisco, USA.

Wetzel, W.E. (1994) Venture Capital. Bygrave, W. D. (Ed.) The Portable MBA in Entrepreneurship. New York, Wiley: 172-194.

Wetzel, W.E. (1995) Economic policy in an entrepreneurial world. *Venture Capital Journal*, 35, 4: 52-54.

Winborg, H. & Landström, H. (2000) Financial bootstrapping in small businesses: examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16: 235-254

Zider, B. (1998) How Venture Capital Works? Harvard Business Review, November-December: 131-139.

ANEXO: ENCUESTA UTILIZADA

Angel Investors Agentes estratégicos en las primeras etapas de formación de emprendimientos

Esta entrevista es ABSOLUTAMENTE CONFIDENCIAL

Los datos se procesarán en forma agregada no dándose a conocer la información obtenida en forma individual, ni los nombres de las personas que respondan a esta encuesta.

Los entrevistados deben ser inversores actuales o potenciales en emprendimientos en sus etapas de formación o primeros años de funcionamiento.

Aquellas personas que forman parte de algún fondo de inversión o entidad dedicada a invertir en emprendimientos, deben responder a título individual, en relación con sus inversiones personales.

Muchas gracias por haberse tomado el tiempo para completar esta encuesta confidencial.

El proyecto cuenta con el financiamiento del ***International Development Research Center-IDRC (Canadá)*** y tiene por objeto apalancar y promover el desarrollo del mercado del capital de riesgo para empresas de base tecnológica en Argentina, Brasil, Uruguay y Chile.

Por medio de esta encuesta, se espera recolectar información sobre inversores privados, que permita definir cómo ciertos factores influyen en su comportamiento; en relación a las inversiones que ellos realizan.

Todos estos datos, una vez clasificados, podrán ser analizados con el fin de diseñar políticas e instrumentos que permitan fortalecer el surgimiento de nuevos emprendimientos en los respectivos países involucrados.

1. ¿Ha destinado parte de su propio dinero a hacer inversiones en los últimos 3 años?
- a. No —————> **PASE A PREGUNTA 4**
- b. Sí
2. ¿Cuáles de los siguientes tipos de inversiones ha realizado en ese período?
- a. Empresas que cotizan en la bolsa
- b. Fondos mutuos (*fondos comunes en Argentina*) de inversión
- c. Bienes Raíces
- d. Depósitos Bancarios
- e. Bonos
- f. Obligaciones negociables
- g. Otros derivados

Deseamos hacerle preguntas referentes a inversiones o posibles inversiones en empresas ajenas a Ud. que no operan (transan) en la bolsa y que tienen un alto potencial de crecimiento. Denominaremos estas empresas, EMPRESAS EMERGENTES de aquí en adelante.

3. ¿Ha invertido en este tipo de empresas?
- a. No —————> pase a pregunta 4
- b. Sí —————> pase a pregunta 5
4. ¿Consideraría en invertir en empresas emergentes?
- a. No —————> **PASE A PAPEL VERDE**
- b. Sí —————> **PASE A PAPEL AZUL**
5. Al invertir a título personal en EMPRESAS EMERGENTES ¿En qué rol prefiere actuar? (Marque una sola respuesta)
- a. Sólo como aportante de capital
- b. Como aportante de capital y participante del negocio (trabajando en el día a día)
- c. Como aportante de capital, participante del negocio y miembro del directorio
- d. Como aportante de capital y miembro del directorio
- e. Otro (completar) _____
6. Durante su carrera empresarial y/o profesional ¿Cuántos nuevos negocios ha fundado que han tenido más de cinco empleados y un volumen de ventas mayor a \$1 millón anuales? _____
7. ¿En cuántas EMPRESAS EMERGENTES ha invertido durante los últimos 12 meses? _____
8. ¿En cuántas ha invertido hace más de 1 año? (previo a ello) _____
9. ¿Qué porcentaje de sus activos tiene invertido en empresas emergentes? _____

10. De los siguientes factores elija los tres que más influyeron en usted al hacer su primera inversión en EMPRESAS EMERGENTES. Coloque 1 al más importante y 3 al menos importante de ellos.

(Nota para el entrevistador: mostrar tarjeta con las alternativas para que el entrevistado ordene)

a. Mayor ganancia o rentabilidad respecto a otro tipo de inversiones	
b. Satisfacción personal	
c. Generación de un empleo para si mismo a futuro	
d. Ayuda a un familiar, amigo o conocido	
e. Compromiso social, sentido de responsabilidad social o altruismo	
f. Coinversión (invertir junto a otro inversor más experimentado)	
g. Interés debido a los resultados exitosos de otras inversiones de este tipo	
h. Confianza en el fundador o en el equipo directivo	
i. Asesoramiento financiero sobre como realizar y/o estructurar las inversiones	
j. Incentivos impositivos	
k. Estrategia clara de salida o disponibilidad de alternativas para salir de la inversión (cláusula de escape)	
l. Diversificación de inversiones	
m. Otro (por favor especifique)	

11. Considere cuáles de los siguientes factores limitaron sus inversiones en el último año. Ordene las causas de ello, seleccione las 3 principales poniendo 1 a la más importante y 3 a la menor de las seleccionadas.

(nota para el entrevistador: mostrar tarjeta con las alternativas para que el entrevistado ordene)

a. Falta de capital disponible	
b. Falta de propuestas comerciales atractivas	
c. Falta de propuestas con información confiable	
d. Falta de experiencia en la valuación de la participación accionaria	
e. Falta de confianza en la ética del fundador y/o su equipo	
f. Falta de confianza en la capacidad técnica o comercial del fundador y/o su equipo	
g. Falta de compromiso de los fundadores con su empresa o proyecto	
h. Falta personal de tiempo	
i. Ninguno	

12. De los siguientes factores elija los tres que más lo animan para aumentar sus inversiones en EMPRESAS EMERGENTES. Coloque 1 al más importante y 3 el menos importante de ellos. (mostrar tarjeta con las alternativas para que el entrevistado ordene)

a. Mayor ganancia o rentabilidad respecto a otro tipo de inversiones	
b. Satisfacción personal	
c. Generación de un empleo para si mismo a futuro	
d. Ayuda a un familiar, amigo o conocido	
e. Compromiso social, sentido de responsabilidad social o altruismo	
f. Coinversión (invertir junto a otro inversor más experimentado)	
g. Interés debido a los resultados exitosos de otras inversiones de este tipo	
h. Confianza en el fundador o en el equipo directivo	
i. Asesoramiento financiero sobre como realizar y/o estructurar las inversiones	
j. Incentivos impositivos	
k. Estrategia clara de salida o disponibilidad de alternativas para salir de la inversión (cláusula de escape)	
l. Diversificación de inversiones	
m. Otro (por favor especifique)	

13. Distribuya 100 puntos en el grado de importancia promedio que le asigna a cada uno de estos factores al momento de decidir invertir en una Empresa/emprendedor que busca capital de riesgo:

Personas _____
El negocio _____

14. En función de la importancia que usted considera tienen los siguientes criterios al evaluar una propuesta de inversión, asigne un puntaje del 1 al 5 a cada uno de ellos. (tenga en cuenta que 1 es el más importante)

(nota para el entrevistador: mostrar tarjeta con las alternativas para que el entrevistado ordene)

Criterios	Nº
14.1. La <u>experiencia</u> del fundador y su equipo	
14.2. La <u>integridad</u> y honestidad del fundador y su equipo	
14.3. La <u>actitud y el compromiso</u> del fundador y su equipo	
14.4. Que se proponga un servicio o producto totalmente innovador	
14.5. Los resultados de la investigación de mercado	
14.6. La cercanía geográfica del negocio	
14.7. La calidad de la presentación del plan de negocio (<i>Business Plan</i>)	
14.8. Las proyecciones de rentabilidad	
14.9. El conocer el sector económico en el cual se desarrolla la empresa	
14.10. Si la inversión es en negocios de alta tecnología	
14.11. Tener la mayoría de la participación accionaria	
14.12. La posibilidad de invertir con otros inversores	

15. Al momento de recibir una propuesta de inversión, usted para tomar una decisión consulta principalmente a... (marque como máximo dos respuestas).

- a. Familiares.
- b. Amigos.
- c. Otros empresarios.
- d. Otros inversores.
- e. Profesionales independientes.
- f. Estudios especializados.
- g. Personal especializado a su cargo.
- h. Otros (completar): _____
- i. Nadie.

16. ¿Cuáles son sus preferencias al analizar una propuesta de inversión desde el punto de vista económico-financiero?

ASIGNE VALORES MINIMOS Y MAXIMOS

	Mínimo	Máximo	No sabe/ No importa
16.1 Tasa de retorno anual promedio de la inversión (%)			
16.2 Montos a invertir (\$)			
16.3 Participación accionaria (%)			
16.4 Tasa de crecimiento anual de las ventas (%)			
16.5. Tiempo de retorno de la inversión (período de repago) (años)			
16.5 Tiempo de la inversión (meses)			

17. ¿Cómo se asegura Ud. que la inversión propuesta tenga una ganancia mínima aceptable? (p.ej. establece una norma contractual, participa activamente del negocio, toma garantías, etc.)

18. ¿Qué otros recursos además de capital usted aporta al negocio?

- a. Nuevos clientes
- b. Conocimiento de la industria
- c. Conocimiento específico de los productos o servicios
- d. Planteo y formulación de estrategias alternativas
- e. Conocimiento de nuevas tecnologías
- f. Manejo de RR-HH
- g. Redes de distribución
- h. Proveedores
- i. Contacto con otros inversores potenciales
- j. Gestión de alianzas estratégicas
- k. Obtención de alternativas de financiación
- l. Monitoreo de la gestión financiera del negocio
- m. Otros _____

19. Considerando las propuestas de inversión que recibió en los últimos 12 meses:

- 19.1. ¿Cuántas recibió en total? _____
- 19.2. ¿Cuántas le resultaron interesantes? _____
- 19.3. ¿Cuántas usted siguió seriamente? _____
- 19.4. Del total anterior ¿Cuántas siguieron con una reunión con el emprendedor? _____
- 19.5. ¿De cuántos de ellos usted hizo la investigación de antecedentes (*due diligence*)? _____
- 19.6. ¿En cuántas usted ofreció invertir? _____
- 19.7. ¿En cuántas finalmente invirtió? _____

20. Desagregando en función del origen ¿Cuántas propuestas le llegaron por medio de...?

Emprendedores Directamente	Referencias Personales (Amigos, Familiares, etc.)	Referencias Profesionales (Colegas, Socios, Asesores, otros inversores, etc.)	Empresas Relacionadas (Bancos, clientes, proveedores, fondos de inversión)	Servicios de presentación de propuestas negocios	Otros

21. ¿En empresas de cuáles sectores económicos ha invertido en los últimos 3 años?

22. De las siguientes etapas ¿Cuáles definen mejor el momento de las EMPRESAS EMERGENTES en el que usted ha invertido? (puede marcar más de una)

- a. En el momento de dar forma a la idea y empezar a organizarse (*seed*)
- b. Al desarrollarse el prototipo del producto o servicio (Investigación y desarrollo)
- c. En los primeros 2 años de puesta en marcha la empresa (*start-up*)
- d. Primera etapa de expansión, con la idea ya probada pero todavía sin ganancias
- e. Segunda etapa de expansión, cuando la empresa supera el punto de equilibrio o con ganancias
- f. Consolidación, buscando cubrir una necesidad de dinero a corto plazo para alcanzar una posición estable en el mercado.
- g. Cuando la empresa está en condiciones de salir al mercado de valores (IPO)
- h. Al necesitar el negocio una reestructuración para convertirlo de un negocio con pérdidas a uno con ganancias

23. En alguno de los emprendimientos que ha invertido ¿Ha participado en más de una ronda de inversión?

- a. No
- b. Sí

24. ¿Qué tipo de información preferiría recibir la primera vez que es contactado por una Empresa/emprendedor que busca capital de riesgo? (Marque una sola respuesta)

- a. Resumen ejecutivo (2/3 páginas) con opción de solicitar más información.
- b. Mini Plan de negocio (10/15 páginas)
- c. Información únicamente telefónica
- d. Contacto cara a cara con el emprendedor.
- e. Otra (completar) _____

25. ¿Usted usaría un servicio que le presentara propuestas de negocios si estuviera disponible?

- a. No _____ → **PASE A PREGUNTA 28**
- b. Sí

26. Cuáles de las siguientes instituciones preferiría Ud. utilizar como un servicio de presentaciones de propuestas de negocios. Por favor ordene del 1 al 4, siendo 1 la mejor y 4 la peor. En caso de ser indiferente completar con el número 5 todas.

a. Instituciones estatales (de gobierno)	
b. Organizaciones sin fines de lucro	
c. Universidades	
d. Empresas (Organizaciones con fines de lucro)	

27. ¿En qué áreas estaría interesado que lo asesorara un servicio de presentaciones de propuestas de negocios?

- a. Búsqueda de oportunidades
- b. Evaluación comercial de propuestas
- c. Evaluación tecnológica
- d. Evaluación de las personas y el negocio (*Due dilligence*)
- e. Estructuración de la cartera de inversiones (portafolio de inversiones)
- f. Asesoramiento en la negociación y estructuración del acuerdo de inversión (*Deal Structure*)
- g. Seguimiento de la evolución de los negocios
- h. Asesoramiento Jurídico
- i. Todas
- j. Ninguna

28. ¿Qué rol considera que deberían jugar las universidades en el proceso de creación de nuevos emprendimientos?

- a. Semillero de emprendedores
- b. Incubadora de empresas
- c. Facilitador de las relaciones entre emprendedores e inversores
- d. Desarrollo de la capacidad técnica de emprendedores
- e. Desarrollo de las capacidades técnicas de inversores
- f. Monitor de la dinámica emprendedora de la región
- g. Otros (especifique) _____

29. En relación con sus inversiones, marque una sola respuesta para cada punto:

RECORDARLE QUE LA INFORMACION OBTENIDA SERA MANTENIDA EN SECRETO.

Entregar tarjeta.

Por favor incluya el capital ya invertido

	< 10.000	10.000-50.000	50.000-100.000	100.000-250.000	250.000-500.000	500.000-1M	1M-5M	5M-10M	> 10M
29.1. ¿Cuánto es su capital disponible para hacer inversiones en general?									
29.2. ¿Cuánto es su capital disponible para hacer inversiones en empresas emergentes?									
29.3. ¿Cuánto ha invertido en empresas emergentes en los últimos 12 meses?									

30. ¿Cuál es el principal origen de su capital disponible para invertir en empresas emergentes? (marque tantos como le parezca)

- a. Herencia
- b. Negocio propio
- c. Sueldo / Paga extraordinaria
- d. Mercado accionario
- e. Inversiones en emprendimientos
- f. Otros: _____

31. ¿En qué ciudad pasa la mayor parte de su tiempo? _____

32. ¿Cuál es su nivel máximo de educación formal alcanzado? (marque una sola respuesta)

<input type="checkbox"/> a. Primaria	<input type="checkbox"/> f. Graduado Post-universitario
<input type="checkbox"/> b. Secundaria Incompleta	<input type="checkbox"/> e. Doctorado
<input type="checkbox"/> c. Secundaria	<input type="checkbox"/> f. Técnico / curso de entrenamiento profesional
<input type="checkbox"/> d. Universitaria Incompleta	<input type="checkbox"/> g. Otro (Por favor especifique):
<input type="checkbox"/> e. Graduado universitario	

33. ¿Cuáles de las siguientes categorías representan sus prácticas deportivas o pasatiempos favoritos? (marque tantas respuestas como le parezca)

- a. Deportes no competitivos como por ejemplo Hiking, Trecking.
- b. Deportes activos de competencia individual, como el tenis, golf, natación.
- c. Deportes activos de competencia en equipo, p.e. fútbol, rugby, jockey.
- d. Deportes de Alto riesgo, p.e. paracaidismo, jumping, aladeltismo.
- f. Cerebrales, como por ejemplo el ajedrez.
- g. Actividades culturales: música, teatro, lectura.
- h. Turismo.
- i. Coleccionista en general.
- j. Actividades científicas o de conocimiento: astronomía, escultismo.
- k. Actividades lúdicas, juegos de azar. p.e. póker, casino, carrera de caballos.
- l. Otras.

34. Sexo:

- a. Hombre
- b. Mujer

35. Edad _____

36. Una última pregunta, ¿Qué otros angels nos recomendaría para entrevistar?

Nombre	Forma de contarlo (teléfono o e-mail)

¿Quiere recibir los resultados de la investigación?

- a. Sí —————> **COMPLETAR HOJA APARTE**
- b. No

Le gustaría que se pueda hacer un seguimiento de su caso?

- a. Sí —————> **COMPLETAR HOJA APARTE**
- b. No