

Índice

Concepto	Página
INDICE	1
Introducción	5
Problema	6
Hipótesis	6
Objetivo	6
Objetivos específicos	6
Marco Teórico	8
Ciclo de Vida	8
Crecimiento	10
Rotación de Empresas	10
Due Diligence	10
Private Equity	11
Business Plan	11
Resumen Ejecutivo	12
Naturaleza del Proyecto	12
Mercado	13
Sistemas de Producción	13
Organización	13
Plan de Trabajo	13

Concepto	Página
Flujo de Fondos Proyectados	13
Período de Recupero	14
Valor Actual Neto	14
Tasa Interna de Retorno	14
Networking	15
Fondo común de inversión	15
Metodología	16
Ángeles Inversores	17
Clasificación de Angeles inversores	19
Ángeles guardianes	20
Ángeles emprendedores profesionales	20
Ángeles operacionales	21
Ángeles financieros	22
Segunda clasificación de Ángeles Inversores	22
Red de relaciones	23
El proceso de los Ángeles Inversores	24
Búsqueda de emprendimientos	25
Due diligence	26
Definición del contrato de financiamiento	27
Relaciones Post-inversión	29

Concepto	Página
La salida o salvataje de la inversión	30
Elección y evaluación de propuestas	31
Venture Capitals	33
Red de Ángeles Inversores	38
Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPyMEs)	41
Clasificación de empresas	44
Fuentes de Financiamiento para empresas	45
Financiamiento Interno	47
Bootstrapping	47
Ahorros Personales	48
Family, friends and fools	48
Utilidades retenidas	49
Fuentes externas	49
Endeudamiento	49
Participación accionaria	50
Emisión de Obligaciones Negociables	50
Alianzas estratégicas	51
Sistema Bancario	52
Mercado bursátil	53
Financiamiento PyME: Córdoba	54
Proyectos de empresa: Emprendimientos e inversiones a futuro	58

Concepto	Página
Entorno Sociocultural	59
Requerimientos para los inversores	61
Modelo de Dirección Empresaria	64
Liderazgo empresario	64
Visión holística y proactiva	64
Visión	64
Innovación	64
Costos	65
Sistemas de información	65
Herramientas de Evaluación de Proyectos	66
Análisis comparativo de Ángeles inversores con otras fuentes de financiamiento	67
CONCLUSIÓN	73
BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA	75
PÁGINAS DE INTERNET CONSULTADAS	77
CONFERENCIAS ASISTIDAS	78
GLOSARIO	79
ANEXOS	81

Introducción

Ángeles Inversores: Alternativa financiera para emprendimientos

En algunas economías del mundo, especialmente la europea y la norteamericana, las pequeñas y medianas empresas cuentan con un sinfín de opciones a las que recurrir en el momento de buscar financiamiento para sus proyectos. En las últimas décadas, un instrumento financiero conocido como ángeles inversores ha tomado una relevancia significativa para el crecimiento de las mismas, alcanzando participaciones de hasta un 40% en los mercados de inversión.

Las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPyMEs) constituyen la forma de organización económica predominante en la mayoría de los países. Argentina no escapa de esta realidad, donde el sector MIPyME constituye un 99.2% del total de las empresas existentes, un 40% del PBI de la economía y son las principales generadoras de puestos de trabajo, representando alrededor de un 70% de la fuerza laboral del sector privado.

Debido a estos aspectos, es importante que se le conceda una mayor atención a este sector con el fin de promoverlo y ayudar a su crecimiento dentro de los mercados competitivos.

Una de las mayores dificultades por las que atraviesan estas empresas, es la dificultad para acceder a los medios de financiamiento, debido a la gran cantidad de requisitos y los costos que implica para las mismas. Aún así éstas logran desarrollarse y es por ellos que los ángeles inversores cobran importancia al ser una opción de financiamiento que ha probado ser un motor de impulso de empresas a nivel mundial.

Problema

El abanico de herramientas de financiamiento que en la actualidad se presenta a las pequeñas y medianas empresas pueden no ser las más adecuadas para las mismas. Es por ello que se torna necesario conocer otras fuentes, que se adapten más a su situación particular.

Hipótesis

En un país con una economía en crecimiento, con un capital humano e intelectual volcado hacia emprendimientos, la incorporación del instrumento financiero conocido como ángeles inversores es susceptible de ser implementado con éxito.

Objetivo

Analizar una modalidad de financiamiento no tradicional para el desarrollo de nuevos proyectos y el crecimiento de empresas en marcha, su impacto y la posibilidad de ser aplicada en las pequeñas y medianas empresas de Argentina.

Objetivos Específicos

- Analizar la situación actual del sector MIPyME en la argentina y en la ciudad de Córdoba, así como las fuentes de financiamiento con que operan.
- Identificar las ventajas que trae asociado el financiamiento por medio de ángeles inversores.
- Ofrecer una visión crítica de las fuentes de financiamiento de ángeles inversores y venture capitals, con el objeto de conocer



su funcionamiento y sus principales características y diferencias.

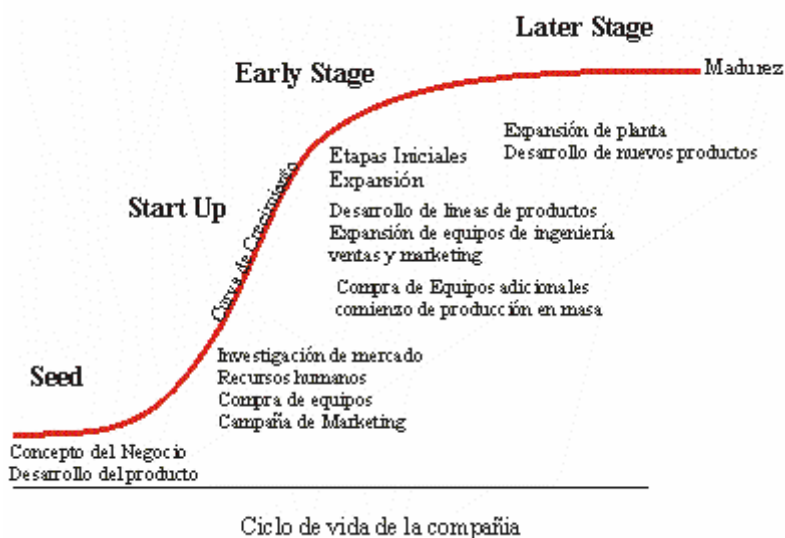
- Detallar los aspectos críticos que debe considerar un empresario para poder presentar sus proyectos ante un grupo de ángeles inversores.

Marco Teórico

A lo largo del desarrollo del presente trabajo se abordarán diversas temáticas que implican ciertos conocimientos específicos. Por tal motivo se expondrán algunos conceptos claves para facilitar la comprensión de los temas m, abordados. Asimismo, se pretende tomar una postura sobre algunos de ellos considerando la variedad de enfoques que pueden encontrarse de acuerdo al autor que los examine.

Ciclo de Vida

Las empresas pueden ser abordadas desde una perspectiva orgánica, diferenciando varias etapas que constituyen su desarrollo. Es por ello que, de acuerdo a la etapa del ciclo de vida por la que se encuentre atravesando, la empresa puede ser clasificada de la siguiente forma¹:



¹ Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J., *Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up companies: The guide for entrepreneurs, Individuals Investors, and Venture Capitalists*, Jossey-Bass, USA [2000]



Seed (semilla): Se suele considerar en esta etapa a las fases de investigación y desarrollo de un producto, previas a la puesta en marcha de una empresa. El empresario tiene la idea de un negocio con oportunidades de generar ganancias, pero todavía no se encuentra desarrollado. Esta etapa es en la que suelen morir la mayor cantidad de ideas, ya que se topan con diversos tipos de dificultades a la hora de poner en marcha la misma.

Start up (comienzo): Es la etapa siguiente a la de seed, en donde la empresa ya se encuentra constituida y comienza el desarrollo y la comercialización de los productos o servicios. También es considerada como la “prueba de fuego” de la empresa, ya que si bien se ha superado la etapa de proyecto, es donde han de implementarse los planes operativos que llevarán adelante el emprendimiento.

Early Stage (etapa temprana): Dentro de esta etapa la empresa, se poseen expectativas de crecimiento por lo que se actúa acorde a éstas, expandiendo sus productos y la distribución de los mismos. Dependiendo de la magnitud de las inversiones que se lleven a cabo, puede que la empresa todavía no llegue a tener ganancias.

Later Stage (etapa tardía): En esta etapa la empresa se considera madura y rentable. Allí es donde se espera la salida de los inversores (es decir que realicen el rescate de su inversión inicial).

De esta clasificación se desprende que las empresas comprendidas en las tres primeras etapas, no poseen un historial acerca de su desempeño debido a su corta vida y actuación en el mercado. Es de esperarse que las inversiones que se realicen en ellas sean de alto riesgo. Por ello, posteriormente se empleará esta clasificación para abordar el tema de Ángeles Inversores y Venture Capitals.



Crecimiento

Para las empresas, una oportunidad de mercado significa la existencia de una posibilidad de generar aún más rendimientos de los que se están obteniendo en el presente. Por lo general para poder aprovechar dicha oportunidad, es indispensable realizar ciertas inversiones. De acuerdo a la naturaleza de las mismas, se requerirá mayor o menor capital para llevarlas a cabo, pero existe un límite para que la empresa lo realice sin recurrir a fuentes externas.

Apegándonos a la teoría sobre financiamiento externo requerido, podemos llegar a la conclusión que cuanto mayor sea el crecimiento esperado de la empresa, así también lo será el de las necesidades de obtener recursos para financiarlo.²

Rotación de Empresas

El concepto de rotación de empresas hace referencia a la cantidad de emprendimientos que se inician año tras año en comparación a aquellos que fracasan. De esta manera se establecen índices de natalidad y de mortalidad de empresas, los cuales ayudan a determinar la eficiencia de las empresas existentes en el mercado, midiendo su evolución a través del tiempo.

Due Diligence

Se entiende al *due diligence*, como todas aquellas actividades que deben llevarse a cabo para averiguar antecedentes y características generales sobre un proyecto o un empresario en particular. En general, se realizan

² Ross, Westerfiel, Jordan *Fundamentos de Finanzas Corporativas*, McGraw Hill, México [2000]



empleando redes de contactos, que cuentan con expertos y asesores que pueden brindar información útil sobre emprendimientos (antecedentes de productos, desempeño del sector, etcétera)

Private Equity

Private equity es una modalidad de inversión en acciones de compañías que no cotizan en las bolsas de valores, a través de la intervención de inversores profesionales.

La mayoría de los Fondos se constituyen como “*Limited Partnerships*”, las cuales están compuestas por *limited partners*, socios que tienen su responsabilidad limitada al aporte que efectúan. Éstos suministran el capital necesario para invertir en participaciones accionarias de compañías y fijan las pautas a que deberán someterse los *general partners* (ejecutivos/gerentes), quienes aportan sus conocimientos, su experiencia y su trabajo; y responden en forma ilimitada por las obligaciones sociales.

Business Plan

También conocido como plan de negocios, “*es una herramienta que permite al emprendedor realizar un proceso de planeación que coadyuva a seleccionar el camino adecuado para el logro de sus metas y objetivos*”³. En este plan se plasman las ideas del emprendedor, diferenciando las diversas etapas por las que se espera que atraviese el negocio. De esta manera tiene utilidad como carta de presentación ante las posibles fuentes de financiamiento, puesto que minimiza la incertidumbre natural de un proyecto y su

³ **Rafael Alcaraz Rodríguez**, *El emprendedor de éxito: Guía de Planes de Negocios*. Ed. McGraw Hill, Mexico [2000]

consecuente riesgo asociado. Como herramienta de gestión permite obtener la información necesaria para la correcta toma de decisiones.

Resumen ejecutivo

Se trata del documento que reúne toda la información clave del *business plan*, por lo que se lo considera parte de la presentación del proyecto. Suele contar con no más de cinco páginas y se lo ubica al principio del documento. Su estructura debe contener entre otras cosas: información respecto a la naturaleza del proyecto, al mercado, los sistemas de producción, la organización y el plan de trabajo.

Naturaleza del proyecto

Es la primera etapa dentro del desarrollo de un *business plan*. En ésta se definen los aspectos fundamentales de la organización, como la descripción general de la misma, su misión, los objetivos que persigue, las ventajas competitivas que posee, etcétera. Además se analiza la situación de la industria o sector en el que desempeñará sus actividades, así como las condiciones futuras que se pueden prever para la misma. Es en esta etapa donde han de aplicarse diversas herramientas que ayuden a identificar claramente la posición en que se encuentra la empresa. Entre dichas herramientas podemos encontrar, entre otros, la matriz de análisis TOWS o FODA y el enfoque de las cinco fuerzas competitivas de Michael Porter.

Mercado

Constituyendo la fuente de procedencia de los resultados, el mercado es de vital importancia para cualquier empresa. Es por ello, que deben conocerse las características del mismo para mejorar la relación de la empresa con sus clientes y poder satisfacer las necesidades de éstos. Mediante un estudio de mercado, la organización puede recabar información sobre el mismo y en base a esta, podrá delinear las estrategias más convenientes en relación a los productos o servicios que ofrece.

Plan de Trabajo

La definición del plan de trabajo es una de las últimas instancias en la preparación de un *business plan*. Considera todas las áreas de la organización y les asigna plazos, metas y recursos a cada actividad que tengan planeado desempeñar. De esta manera determina todas las actividades necesarias para iniciar las operaciones de la empresa, las integra y ordena en secuencias temporales.

Flujos de Fondos Projectados

Uno de los aspectos más importantes que deben tenerse en cuenta a la hora de iniciar un nuevo proyecto es saber si este será capaz de reportar ganancias en el futuro. De esta manera, para la confección de los flujos futuros, es decir la diferencia entre los ingresos y los costos generados por el propio proyecto; es necesario realizar un análisis comprendido por: la inversión inicial que se llevará a cabo en infraestructura y recursos para su funcionamiento, el capital de trabajo necesario para satisfacer las necesidades de cada periodo y el resultado neto esperado para el mismo.

Período de Recupero

El período de recupero es una medida que refleja la cantidad de años que deben transcurrir para que el inversor recupere su dinero. De esta manera, quién tenga intenciones de invertir en el proyecto, evaluará si está dispuesto a esperar esa cantidad de tiempo por el retorno de su inversión o no.

Valor Actual Neto (VAN)

Siempre es necesario tener en cuenta el valor tiempo del dinero. Este valor lleva implícito el hecho que una suma de dinero hoy, puede tener diversas opciones de inversión, las cuales le darán un mayor o menor rendimiento. De esta manera, el resultado de las proyecciones hechas sobre los flujos de un proyecto, carecen de sentido si no son ajustadas al valor presente. Para lograr esto, la herramienta conocida como VAN, toma los flujos futuros proyectados y los descuenta a la tasa que requieren los inversionistas. De esta manera obtenemos el valor de mercado del proyecto menos los costos al día de hoy. Si el valor actual de mercado del proyecto es positivo, se entiende que corresponde a una buena alternativa para invertir.

Tasa Interna de Retorno (TIR)

Esta tasa representa el rendimiento propio del proyecto independientemente de la tasa requerida por los inversionistas. En otras palabras es “cuanto nos deja” o pierde el proyecto. Una vez que se conoce cuánto genera e proyecto, los inversores tendrán la oportunidad de tomar decisiones comparando el rendimiento que ellos requieren, con el rendimiento propio del proyecto.



Networking

Se entiende por networking a la relación laboral que existe entre diversos individuos con habilidades distintas que, acorde a sus competencias específicas, abordan un tema en común. La particularidad de esta modalidad es que se genera una red de contactos que genera un ambiente de ayuda recíproca interdisciplinaria.

Fondo Común de Inversión

Un fondo común de inversión es un patrimonio, dividido en porciones llamadas cuotapartes, conformado cuando un grupo de personas con los mismos objetivos de inversión reúne dinero para que sea administrado por un equipo de profesionales.

Estos profesionales llevan a cabo las políticas de inversión establecidas en el Reglamento de Gestión, que es el contrato fundamental que vincula a las partes; el inversor y el fondo, contrato que deberá contener toda la información sobre el fondo y estar a disposición de todos los inversores.



Metodología

Las herramientas metodológicas empleadas para realizar el presente trabajo consistieron mayoritariamente en el relevamiento de fuentes secundarias como libros, artículos, revistas, páginas webs, entre otras. Así mismo se mantuvieron entrevistas con inversores individuales, parte de un grupo de ángeles inversores, cuyo modelo de cuestionario se presenta en la sección de anexos. También se asistió a conferencias sobre temas específicos dentro de la ciudad de Córdoba como en Capital Federal. Debido al poco desarrollo de la temática en nuestro país, las fuentes bibliográficas impresas son mayoritariamente extranjeras, habiendo hallado referencias locales solo en escritos encontrados vía Internet.

Ángeles Inversores

Los ángeles inversores constituyen lo que se denomina mercado informal de capitales de riesgo. El desarrollo del mismo es esencial para que la actividad de los ángeles pueda ser llevada a cabo aprovechando todo su potencial.

En la Argentina, como en otros países del mundo, el término de ángeles inversores es prácticamente desconocido. No obstante, existen miles de individuos que confían sus recursos a proyectos. Es por ello que sea imprescindible dar a conocer qué son los ángeles inversores y de qué manera operan, para que así pueda consolidarse un mercado de inversiones potencialmente importante.

Los ángeles inversores (AI) tienen su origen en los Estados Unidos. Históricamente era el nombre con el que se designaba a los inversores de Broadway que confiaban sus recursos en las riesgosas producciones teatrales. En la actualidad, el término ángeles inversores es empleado para hacer referencia a individuos o grupos de personas con un patrimonio elevado que invierten y apoyan a empresas nuevas o bien en una etapa de crecimiento temprana. Estas personas poseen atributos particulares que determinan su disposición a invertir parte de su riqueza en nuevos emprendimientos:

- Usualmente se trata de individuos con conocimientos y experiencia en administración de negocios, que probablemente hayan encarado sus propios emprendimientos en el pasado. Es esta experiencia anterior la que los motiva a ser mentores de nuevos emprendedores ayudándolos a lograr su visión.
- Otro aspecto que incentiva a los ángeles a invertir en nuevos proyectos, es la adrenalina que traen aparejados los emprendimientos, con la importante diferencia de no ser los responsables por los aspectos operativos de los mismos.



- Guiar y ayudar al emprendedor a lo largo de la vida de la inversión, representa para el ángel una oportunidad que en su pasado, cuando también fue emprendedor, no tuvo y que podría haber hecho que su propio proyecto alcanzase rendimientos superiores o en plazos más acotados.
- Por último, poseer inversiones en diferentes emprendimientos incrementa el número y la calidad de los contactos que forman parte de la estructura de networking que llevan consigo los ángeles a cada nuevo emprendimiento.

Es imprescindible destacar que sus contribuciones a la empresa no son únicamente financieras, sino que también traen consigo su propia experiencia personal, su red de contactos y en algunos casos llegan a efectuar aportes de activos físicos (maquinarias o instalaciones). Los aportes financieros que realiza son en forma de participación (equity) y, si bien ésta es menor al 50% del capital de la empresa ya que no toman el control de las empresas que financian, suelen ocupar cargos dentro de la junta directiva, desde donde ejercen su influencia.

Los ángeles inversores juegan un papel fundamental en la economía, permitiendo que nuevos emprendimientos con expectativas de crecimiento puedan desarrollarse. Esto adquiere mayor relevancia por las etapas del ciclo de vida empresarial en las que suelen intervenir: aquellas en que los fondos provenientes de los empresarios y familiares se tornan insuficientes y en que el propio tamaño de la empresa limita el acceso a créditos bancarios y a otro tipo de fuentes de financiamiento.

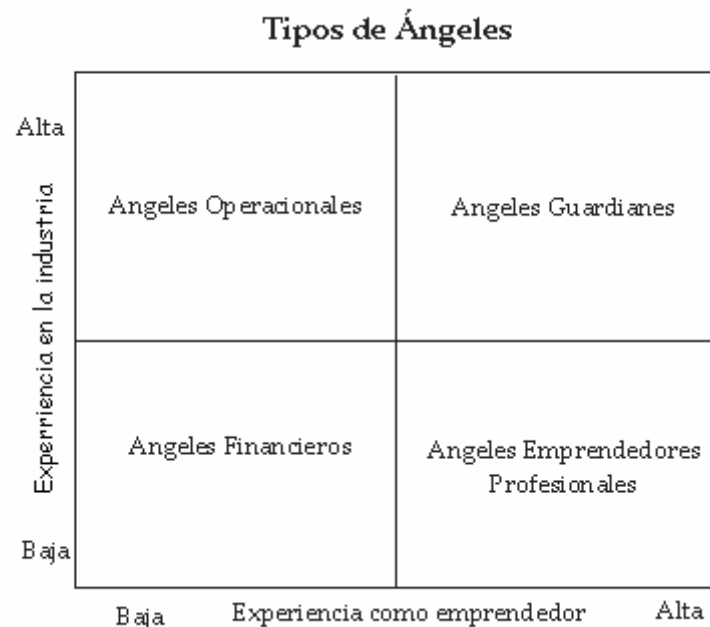
Este tipo de inversores suele tener una menor aversión al riesgo, lo cual se observa en el tipo de inversiones que realiza. Asimismo, los rendimientos que

buscan son menores a otros inversores de su tipo, por lo que puede considerárselo como una fuente más barata de financiamiento.⁴

Clasificación de Ángeles Inversores

Los AI pueden ser clasificados siguiendo distintos criterios.

En primer lugar, se propone una clasificación que relaciona los conocimientos y experiencias como emprendedores, con el conocimiento de la industria en la que se desenvuelven.



Fuente: MIT Entrepreneurship Center, Venture Support Systems Project: Angel Investors. [2000]

⁴ Freear, J. and Wetzel, W. ,*The informal Venture Capital Market in the 1990s.*[1992]

Ángeles guardianes

Los ángeles guardianes son aquellos inversores que ya se encuentran bien posicionados como tales y, debido a sus propias experiencias dentro del ámbito de la empresa, orientan y asesoran a los directivos para ayudarlos con el crecimiento de la misma. Generalmente suelen invertir un tiempo considerable dentro de la empresa una vez en confianza con el propio empresario.

Más allá de buscar altos retornos económicos sobre la inversión, este tipo de ángel tiene fuertes razones de índole no económica para trabajar junto al dueño de la empresa. Es por ello que dependen de sus contactos para poder encontrar y aprovechar oportunidades de negocio. Ellos mismos se encargan de afrontar el *due diligence*, consultando a expertos como suplemento de su propia experiencia.

En el estadio de post-inversión, los ángeles guardianes suelen ocupar cargos dentro de la junta directiva con el fin de ayudar al equipo administrativo. La ayuda que brindan desde dicha posición se enfoca en la contratación del personal idóneo para cubrir posiciones administrativas y hasta dentro de la misma junta. Además asisten en las decisiones de otras áreas basados en la experiencia propia de cada inversor en particular.

Ángeles emprendedores profesionales

Este tipo de inversores poseen experiencia en emprendimientos, pero se encuentran invirtiendo en negocios distintos a aquellos en los cuales poseen experiencia previa. Están encuadrados dentro de una actitud de seguidores, por lo que invierten de acuerdo a las recomendaciones de otros ángeles que conocen y tienen mayor experiencia en el área en cuestión.



EL objetivo principal de estos ángeles es la búsqueda de altas tasas de retorno mediante la inversión en *Starts ups* fuera de su área de experiencia. No obstante, mediante este enfoque hacia lo desconocido, buscan afianzar su experiencia como ángeles propiamente dicha.

Suelen dejar el *due diligence* a cargo del ángel que les recomendó la inversión. No obstante suelen llevar a cabo algunas actividades con el fin de contribuir con su formación como ángel.

Una vez realizada la inversión suelen efectuar chequeos periódicos en el progreso de la empresa, pero no generan una relación estrecha con los empresarios, ni desempeñan un rol tan activo como podría ser el de los ángeles guardianes.

Ángeles Operacionales

Dentro de esta clasificación se encuentran inversores que probablemente hayan ocupado durante años cargos ejecutivos en empresas del sector. Generalmente, son los encargados de desarrollar todas las actividades de *due diligence* debido a sus conocimientos acerca del entorno del nuevo emprendimiento. Es por ello que otros ángeles recurren a éstos para conocer los detalles y la calidad de las inversiones que se están llevando a cabo.

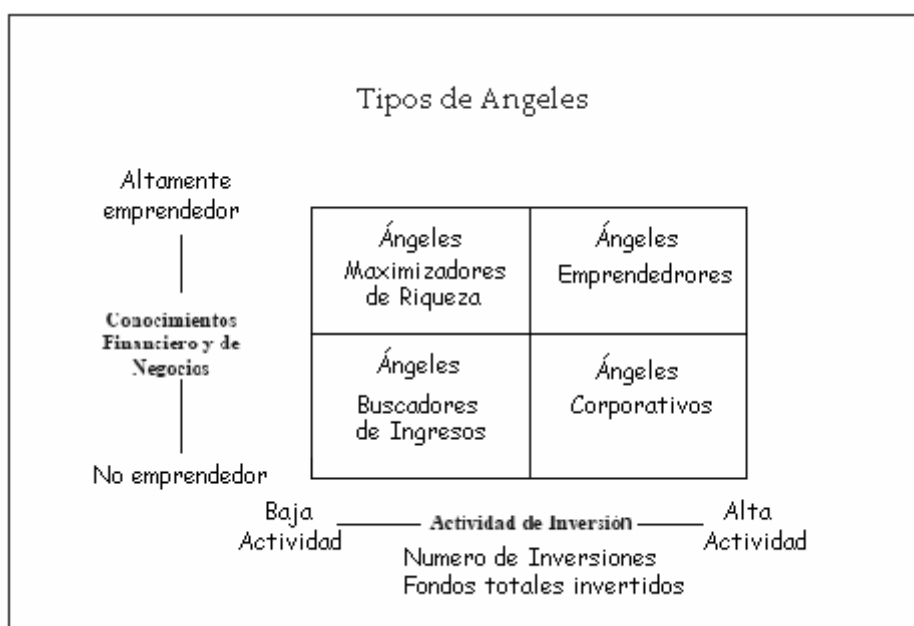
Las inversiones que los mismos realizan buscan retornos económicos y no económicos. Éstos últimos se reflejan en la relación post-inversión, en la que toman una posición muy activa ya sea tomando asientos dentro de la junta directiva o dando guías y estructuras operacionales para la empresa.

Ángeles Financieros

Se trata de inversores con un alto patrimonio que tienen poca experiencia tanto en el desarrollo de emprendimientos como dentro del sector de la industria en el que están realizando sus inversiones. Su riqueza suele tener sus fuentes en el mercado de valores, herencias personales o bien por su desempeño profesional no relacionado con la creación de su propia empresa.

Esta clase de inversores no desea tener una relación estrecha con el empresario, ni quiere estar activamente comprometido con su inversión. Simplemente busca una alta tasa de retorno sobre su capital invertido. Es por esta cualidad pasiva, que suelen delegar completamente las actividades de *due diligence* a contadores y abogados.

Otra clasificación de ángeles inversores toma como base el grado de emprendedorismo de los mismos en relación a la participación que tienen en las empresas (medido en cantidad de inversiones/ monto de las mismas).



Fuente: Gabriel Jacobsohn, Agustina Cochello, Inversores Ángeles en Argentina



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: inversores 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 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.

Red de relaciones

Una de las razones por las cuales los ángeles inversores encuentran atractivas las inversiones en nuevos emprendimientos es que no existen intermediarios. Es el propio inversor quien se encarga de buscar la inversión y analizarla. Para ello se vale de su red de contactos, como de los consejos de otros ángeles.

La confianza y las relaciones se construyen sobre la base de experiencias compartidas con los participantes del sistema de apoyo a los emprendimientos



en el cual se desenvuelven los ángeles. Es por ello que se busca entablar relaciones con personas que hayan tenido experiencias similares o compartidas.

Esta interacción entre los integrantes del sistema de ángeles inversores es fundamental, puesto que existen infinidad de tareas que un inversor omite, tanto por falta de competencia de éste en determinados temas como por cuestiones referidas al tiempo y a los costos. A esto se le suma una de las características esenciales para ayudar a los empresarios: su red de contactos. De esto se desprende que los inversores buscarán la opinión de sus pares con respecto a nuevas inversiones, y estarán dispuestos a brindar la suya en caso de ser solicitada.

Al encontrarse con fuentes de información que arrojan resultados de baja calidad, es muy factible que en el futuro no se le dé un aval de credibilidad relevante a esa fuente o que, directamente, sea descartada al momento de buscar oportunidades de inversión. Esta relación aspira a optimizar el funcionamiento del sistema, puesto que la búsqueda de negocios de alta calidad fortalece los vínculos existentes entre los distintos inversores, mientras que las malas inversiones generan el efecto contrario.

El proceso de los Ángeles Inversores

El proceso de selección de una oportunidad de inversión es independiente de las características propias de cada ángel en particular, de sus contactos o de sus experiencias como emprendedor o como inversor. De acuerdo al orden temporal en que se van sucediendo, el proceso completo puede ser dividido en cinco etapas:

- Búsqueda de emprendimientos
- *Due diligence*



- Definición del contrato de financiamiento
- Relaciones post-inversión
- La salida o salvataje de la inversión

Búsqueda de emprendimientos

Encontrar un negocio que profile tener una oportunidad de mercado y que sea acorde a los intereses específicos del inversor (rendimiento, sector de la industria, zona geográfica, etc.); es una tarea que suele demandarle tiempo al ángel inversor. Es por ello que sea común contar con fuentes predeterminadas para hacer un sondeo de las posibles opciones de inversión.

Aquellos ángeles que poseen una amplia experiencia y que han preestablecido criterios propios de inversión, tienen la posibilidad de acercarse directamente al emprendedor. Esto conlleva el riesgo de aportar fondos a un proyecto de baja calidad puesto que, la relación directa, deja de lado las ventajas que trae aparejada el sistema completo de ángeles⁵.

Para poder encontrar inversiones de mayor calidad, se recurre a las redes de ángeles inversores⁶, donde pueden unirse a proyectos que ya han sido revisados en su momento y en los cuales hay depositada cierta confianza.

Las redes de ángeles inversores pueden ser consideradas como la evolución natural dentro del mercado de capitales informales. Esto se debe a que mediante ellas los inversores individuales pueden insertarse en proyectos de mayor envergadura, así como también pueden reducir riesgos mediante la inversión conjunta con otros ángeles.

⁵ Se entiende por sistema de ángeles a la relación de cooperativismo y confianza con las que se trabaja en el ámbito, así como la estructura de networking.

⁶ También conocidas como Business Angels Networks (BAN)

Los ángeles sin experiencia, o que están tratando de ganar su lugar dentro del sistema de ángeles inversores, suelen recurrir a consultoras para poder encontrar una inversión adecuada. Los resultados de este tipo de inversiones suele revestir una calidad menor que los provenientes de fuentes como las redes de ángeles.

Due Diligence

Dependiendo de las preferencias del inversor, el *due diligence* puede ir desde aspectos subjetivos inherentes del emprendedor, hasta estudios más elaborados como una evaluación del proyecto de inversión.

En el primero de los casos, el ángel se guía por su propia intuición, por lo que se entrevistará con el emprendedor haciéndole preguntas específicas para construir una impresión acerca del mismo y luego solamente discutirá acerca de la oportunidad con sus asociados de mayor confianza antes de decidirse a favor o en contra del proyecto.

En la segunda situación, se le pedirá al empresario la presentación del plan de negocios de la empresa, para su lectura y análisis detenido. Se efectuarán varias reuniones, no sólo con el propio empresario sino con todo su equipo administrativo, tratando de averiguar sus antecedentes empresariales. Se hace indispensable determinar cuáles son los clientes actuales de la empresa, así como aquellos clientes potenciales que van a surgir a raíz de la implementación de la inversión. En relación a los aspectos técnicos del proyecto, el propio inversor (a través de su red de contactos) llevará a cabo un intenso estudio económico-financiero del negocio, consultando a expertos en relación a los aspectos tecnológicos que estén involucrados y el desenvolvimiento del mercado. También han de recurrir al consejo de otros ángeles familiares con la industria en la que se está por invertir.

Definición de los términos de la relación

Una vez que el ángel inversor se encuentra satisfecho con los resultados obtenidos del *due diligence*, elabora y le presenta al empresario un documento con las condiciones que le propone. En éste se encuentran explicitados los aspectos principales de la propuesta de financiamiento. Allí también se hace explícito que el inversor desea trabajar de buena fe con la empresa en el transcurso de la elaboración del contrato de negocio.

Es recomendable que ambas partes estén de acuerdo con las condiciones antes que se incurra en cualquier costo tendiente a cerrar el acuerdo.

En relación a la participación que ha de tener el ángel dentro de la estructura de capital de la empresa, suelen ser establecidas en este documento condiciones referentes a:

- Tipo de Valores
- Dividendo
- Liquidación
- Conversión
- Derechos a voto
- Directores
- Derechos de información

Se emplean dos **tipos de valores**: las deudas convertibles y las acciones preferentes con derechos que impactan en la valuación.

El primer tipo está dirigido hacia inversiones futuras, puesto que queda abierta la posibilidad de convertir la deuda en capital dentro de la siguiente ronda de inversión. En otras palabras, quienes inviertan en el proyecto adquiriendo títulos de deuda convertibles, tienen la posibilidad de convertirlos a

instrumentos de capital obteniendo así participación sobre el mismo. Quienes ejecuten esta opción, además, obtendrán descuentos en futuras inversiones.

Por su parte, las acciones preferentes les brindan a los accionistas mayores derechos de voto, así como un trato preferente sobre los pagos de **dividendo** en relación a las acciones comunes.

Dentro de las opciones de **liquidación**, encontramos los derechos de convertibilidad, de participación y redimibles.

- Los derechos de conversión, permiten transformar acciones comunes en preferentes.
- Los derechos de participación aseguran al inversor que, al liquidar la empresa, será reembolsado no solamente el precio original de sus acciones, sino también los dividendos impagos en caso de existir.
- Los derechos redimibles habilitan al inversor a retirar sus inversiones una vez transcurrido un determinado lapso de tiempo.

Normalmente, los ángeles suelen invertir entre el 5% y el 25% del capital de la empresa, para no desalentar a los futuros posibles inversores. Estas tasas de participación tan bajas implican que los ángeles inversores no poseen control sobre la empresa, debido a que ello no se encuentra dentro de sus designios. Sin embargo, mediante los términos del contrato, puede ocupar una posición dentro de la junta directiva ejerciendo su influencia desde dicha posición. A su vez pueden tomar a su cargo la elección del personal idóneo para que componga la misma.

En cuanto al manejo de la **información**, siempre debe procurarse trabajar en un marco de confidencialidad, para evitar que ésta se filtre llegando a constituir un eventual problema para el proyecto.

Relaciones post-inversión

Una vez realizada la inversión, los ángeles inversores pueden tomar dos posibles posiciones: una posición activa o una pasiva.

Encuadrados dentro de una actitud pasiva, los ángeles inversores no toman asientos en la junta de directores, ni se preocupan demasiado en el control de las operaciones diarias de la empresa. Simplemente, se limitan a efectuar controles mensuales para seguir el desempeño de la empresa y así poder decidir si participa o no en la siguiente ronda de inversiones.

Cuando adoptan una posición activa, suelen ocupar un lugar dentro de la junta directiva o en alguna posición como consultor de la empresa. Es así como se pueden realizar diversos tipos de actividades de asesoramiento hacia el empresario y su equipo administrativo:

- *Reclutamiento y entrenamiento de la dirección:* la mayor relevancia a la hora de seleccionar el personal encargado de la dirección, es que los ángeles que han tomado una posición activa respecto del emprendimiento, tienen la capacidad de evaluar el historial de cada uno de los candidatos.
- *Reclutamiento de venture capital:* Algunos ángeles consideran que la actividad principal post-inversión debe ser incubar la empresa y ayudarla a prepararse para la siguiente etapa dentro de su desarrollo y su búsqueda de nuevos capitales.
- *Creación de una política financiera:* como algunos AI tienen experiencia en fusiones, adquisiciones e inversiones de socios estratégicos, están preparados para definir una estrategia de financiamiento a seguir.

Salida o salvataje de la inversión

Existen cuatro posibles formas de terminar con la inversión en un proyecto:

- Oferta Pública Inicial (OPI)
- Adquisición
- Recompra
- Pérdida

La **oferta pública inicial** es una de las opciones más viables para terminar con el proceso de financiamiento de los ángeles inversores. No obstante, la empresa debe reunir las condiciones necesarias para poder cotizar en el mercado bursátil.

La **adquisición** en manos de otra compañía, resulta ser una opción bastante atractiva para los ángeles. Esto se debe a que las adquisiciones suelen demandar menos tiempo que el proceso de oferta pública, lo cual implica el recupero del dinero invertido con mayor prontitud.

Una opción con la que cuentan los empresarios, es la de la **recompra**. Este medio significa el recupero de la porción del capital que se encuentra en manos de los inversores. Generalmente, esta opción suele estipularse en el contrato previo a la realización de los aportes de capital.

No todos los emprendimientos han de ser exitosos por lo que la **pérdida** puede ser total o parcial. El gado de pérdida estará dado por los resultados obtenidos por emprendimiento, en relación a las tasas de rendimiento (y de crecimiento) esperadas por los inversores.

Elección y Evaluación de las propuestas

Existen una serie de características que definen en menor o mayor medida la disposición de los ángeles inversores para invertir en determinado proyecto.

Aquellos emprendimientos que exploten una ventaja competitiva única para captar una parte importante de un mercado nuevo o poco desarrollado, y que tengan un equipo administrativo experimentado que lleve a cabo tareas en pos del crecimiento del negocio; forman parte de las propuestas más atractivas a las que puede aspirar un inversor. En el otro extremo, la existencia de un mercado limitado, falta de una ventaja competitiva sostenible y emprendedores poco cualificados⁷, constituyen las cualidades menos deseadas por los ángeles inversores al momento de decidir sobre una nueva inversión.

Principalmente, se asocia la actividad de los ángeles con las industrias con oportunidades tecnológicas en rubros que abarcan desde tecnologías médicas hasta desarrollo de software informático. No obstante, su campo de acción no se limita a ningún sector en particular, debido a la existencia de múltiples criterios de selección de propuestas.

- *Industria:* Depende de la experiencia que tenga el ángel en determinado campo o bien de las preferencias particulares para invertir en sectores industriales con una alta tasa de crecimiento.
- *Geografía:* Es un factor que tienen en cuenta aquellos ángeles que se encuentran desempeñando un rol activo dentro del emprendimiento, puesto que requieren la movilidad necesaria para no entorpecer sus actividades. De acuerdo a estudios realizados en países de la comunidad europea, y dentro de los

⁷ Se entiende por emprendedores poco cualificados a aquellos que no poseen experiencia en el mercado, que poseen un historial de desempeños deficientes o bien que pesen sobre ellos dudas acerca de su integridad.



Estados Unidos, el radio de acción de los ángeles no es mayor a una hora de viaje desde sus hogares.

- *Mercado y su potencial de crecimiento:* El emprendedor que aspira a la financiación de un ángel, debe tener definido su mercado y en muchos casos necesitan elaborar un pronóstico de cómo ha de evolucionar dicho mercado, teniendo en cuenta las tasas de crecimiento de ventas y de retornos.
- *Integridad:* Se busca emprendedores que tengan presentes los intereses de los inversores a medida que desarrollan la empresa. De esta manera se busca reducir los conflictos siempre latentes que existen entre inversores y empresarios (relación de agencia); conocidos como problema de agencia⁸.
- *Pasión y predisposición:* Dos características esenciales a los ojos de los ángeles inversores. Es imprescindible que el emprendedor muestre interés en el proyecto y en el mercado, y sobre todo que esté dispuesto a ser guiado por los ángeles.
- *Compromiso con el proyecto y liderazgo:* Es importante que el empresario se focalice en el éxito del emprendimiento antes que los logros personales, hasta el punto de llegar a ceder su posición de líder⁹ a personas más idóneas. Esto no implica que deje de inspirar a sus subordinados para alcanzar la visión con la que comenzó el emprendimiento. Aún más, se espera que el crecimiento de la compañía esté aparejado con el desarrollo de las habilidades propias del empresario.

⁸ Ver Glosario

⁹ Se emplea el término líder para hacer referencia a la persona que controla y dirige las actividades dentro de una empresa.



- *Esfuerzo requerido:* Algunos ángeles inversores buscan crear empresas exitosas. Por el contrario, otros prefieren elegir una empresa que ya cuenta con una posición competitiva en el mercado, por lo que es necesario que el emprendedor vele por mantenerla.

Venture Capitals

La utilización de *venture capitals* (VC), también conocidos como empresas de capital de riesgo, se remonta a los Estados Unidos en los años setenta, cuando una serie de factores como la modificación en las regulaciones de los fondos de pensiones (una de las fuentes financieras más grandes en ese país) y la revolución en el sector de la microelectrónica junto con las oportunidades de negocio a base de nuevas tecnologías; produjo una expansión significativa de la demanda de financiamiento.

En Europa, comenzaron a emplearse en la década de los ochenta, siendo el sistema de financiación de capitales del Reino Unido el ejemplo más desarrollado en ese continente (abarca el 44% de las inversiones totales realizadas en el país).

Algunas instituciones financieras tienen sus propios fondos de capitales de riesgo, pero la mayoría de éstos son independientes, y obtienen los recursos necesarios de instituciones financieras para luego invertirlos en proyectos de riesgo.

Los *venture capitals* proporcionan financiamiento a largo plazo, desarrollando un objetivo de inversión no sólo para obtener dinero, sino también para conocer nuevas tecnologías e ingresar a nuevas industrias. Dentro de las funciones que



desempeñan se destacan la búsqueda de capitales para las empresas y la de altas tasas de retorno para los inversores institucionales.

Debido a las altas tasas de rendimiento que requieren, suelen apoyar a empresas que se encuentran en una fase de crecimiento y que todavía tienen dificultades para acceder a los sistemas de financiación tradicionales. La dificultad para acceder al crédito se ve reflejada en el tipo de actividad que llevan a cabo las empresas apoyadas por los *venture capitals*. Suelen tratarse de empresas de base tecnológica que dependen mucho de las inversiones en investigación y desarrollo, las cuales traen aparejadas un alto riesgo. El grado de incertidumbre es muy elevado, puesto se trabaja con innovaciones no probadas cuya evaluación se dificulta si no se cuenta con un grupo especializado de analistas que revisen las posibilidades de negocio.

No obstante, las inversiones no suelen realizarse sobre la investigación y desarrollo propiamente dichos, sino que se enfocan en empresas que ya han superado la etapa de *Start-up*. Los resultados de la investigación e innovación, son los que se financia por medio del capital de riesgo: la comercialización del nuevo producto o servicio o bien la inversión necesaria para adquirir la infraestructura requerida para el crecimiento y desarrollo del negocio.

Los *venture capitals* actúan como intermediarios entre las instituciones financieras que proporcionan el capital y las empresas que lo utilizan.

Tienen en consideración diversos aspectos al momento de analizar las propuestas de inversión que se les presentan:

- Visión del proyecto
- Ventajas competitivas
- Experiencia previa en el mercado
- Situación del Mercado



- Capacidad del emprendedor
- Compromiso de los fundadores
- Horizonte y salida

Generalmente el dinero aportado por los *venture capitals* es para adquirir la infraestructura necesaria para el desarrollo y crecimiento del negocio.

Los acuerdos se estructuran para obtener altos retornos y minimizar los riesgos. Aunque muchos emprendedores creen que los *venture capitals* les proveerán no sólo capital sino ayuda y experiencia; muchas veces esta expectativa es irreal, ya que muchos se limitan al aporte financiero y no a la asistencia operativa. Los fondos aportados no son a largo plazo. Invierten en compañías hasta que alcancen el tamaño y la credibilidad suficiente para poder vender su participación.

Por lo general, los inversores de capitales de riesgo son grandes instituciones como fondos de pensión, firmas financieras, compañías de seguros, entre otros; que destinan un muy pequeño porcentaje de sus fondos totales en inversiones riesgosas.

Se los considera la parte formal de las inversiones riesgosas, no sólo por poseer legislación específica¹⁰, sino por la cuantía de las inversiones que realizan y los actores anteriormente mencionados que proveen esos fondos.

El retorno esperado oscila entre el 35% y el 45% anual¹¹. La historia y la confianza en los socios de una empresa de capital de riesgo es lo que determina la inversión de las instituciones antes mencionadas.

¹⁰ <http://www.nvca.org>

¹¹ **Daniel H. Aronson**, *Raising Capital for the emerging business: a primer for entrepreneurs*. [2001]



Los *venture capitals* alcanzan las expectativas de sus accionistas con un aceptable nivel de riesgo a través de su perfil de inversiones y de cómo estructuran cada acuerdo.

En referencia al perfil de la inversión efectuada, existe la creencia de que invierten en buenas personas y buenas ideas, como es el caso de los ángeles inversores. No obstante, ésta es una de las principales diferencias entre ambos inversores. Las empresas de capital de riesgo invierten en buenas industrias, es decir, aquellas que son más competitivas considerando al mercado como un todo. Esto significa que han de financiar las etapas de expansión y crecimiento de una empresa, evitando las etapas tempranas de las mismas. De la misma manera trata de evitar los estadios tardíos, puesto que éstos tienen una tasa de crecimiento menor y se comienzan a preparar las posibles salidas. Es innegable que lograr el desarrollo en etapas de mayor crecimiento es más sencillo que lograrlo en las de menor, por lo que los aspectos subjetivos del proyecto (características del emprendedor), pasan a un segundo plano.

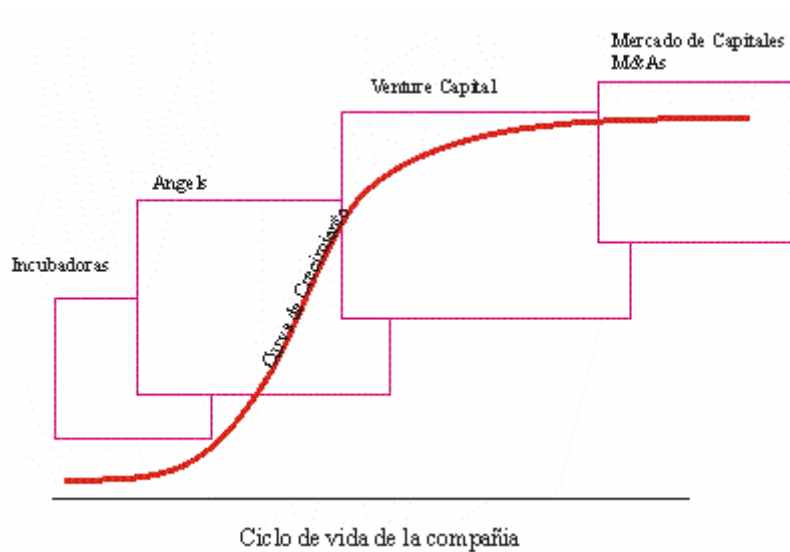
Los *venture capitals* limitan los riesgos co-invirtiéndolo con otros inversores del mercado formal de capitales de riesgo (inversor líder y seguidores). De esta manera, acotan los riesgos diversificando sus inversiones.

Por el contrario, los ángeles inversores apuestan a las capacidades inherentes en los empresarios a cargo del negocio, especialmente en las etapas más tempranas del desarrollo de la empresa.

Por su parte, los *venture capitals* analizan los negocios en función al riesgo del producto y del mercado en que se desenvuelven. Si bien aportan capacidades a través de sus redes de contacto, los retornos sobre la inversión son el componente principal a la hora de evaluar una propuesta. Esta diferencia entre los objetivos de los ángeles inversores y las empresas de capitales de riesgo, es beneficiosa para los emprendimientos. En caso que estos últimos sean atractivos

y cumplan con los requisitos básicos para los inversores podrán tener acceso a recursos financieros en cada etapa de su ciclo de vida.

Cuadro : Ciclo de vida de la empresa y fuentes de financiamiento



Antes de la puesta en marcha de la empresa, las relaciones entre incubadoras de empresas y ángeles inversores suelen ser positivas, dado que no solo se prepara a la empresa para su posterior desarrollo, sino que se le brinda apoyo en la etapa de mayor crecimiento.

Posteriormente, en una instancia donde la empresa se encuentra funcionalmente organizada, las empresas de capital de riesgo harán los aportes necesarios para continuar el crecimiento de la empresa, siempre teniendo en cuenta que ésta ya es un ente con un historial en el mercado susceptible de brindar cierto grado de confianza.

Por último, en la etapa donde el crecimiento sufre una desaceleración importante y se reducen los riesgos inherentes de un nuevo proyecto entran



como fuentes de financiamiento, el mercado de capitales y las posibles fusiones o alianzas estratégicas.

Al estar enfocados hacia momentos de desarrollo distintos, se puede hablar de una complementariedad entre ambas fuentes de financiamiento. En esta relación son los ángeles inversores quienes preparan a la empresa para la incorporación de los *venture capitals*. Éstos últimos, enfocan sus actividades en el seguimiento y control de la inversión realizada, mientras que los ángeles se centran en el asesoramiento del emprendedor aún después de la incorporación de las empresas de capital de riesgo.

Redes de Ángeles Inversores

A medida que los ángeles inversores llevan a cabo sus actividades, van ganando experiencias que le permiten mejorar su desempeño. Asimismo, se gesta la necesidad de interactuar con otros inversores para intercambiar experiencias y mejorar los canales empleados para desarrollar su actividad. En base a esta necesidad surgieron las *business angeles networks* (BAN) o redes de ángeles inversores.

Las BAN son asociaciones cuyo principal objetivo es actuar como nexo entre inversores y empresarios. Su cualidad más destacable radica en la profesionalización de sus actividades mediante la incorporación de herramientas de selección y evaluación de proyectos, así como el asesoramiento desde distintas ramas científicas. Es debido a esta característica que contribuye a mejorar el funcionamiento del mercado informal de capitales de riesgo¹².

El caso internacional más demostrativo, el de la red nacional de ángeles inversores alemana, BAND (Business Angles Netzwerk Deutschland). Antes

¹² Se entiende por mercado informal de capitales de riesgo al constituido por ángeles inversores e inversores individuales no institucionalizados.



de la creación de la BAND (1998) Alemania contaba con un sistema de capital de riesgo para nuevas empresas, aunque no se manejaba el concepto de ángeles inversores. Por esa razón se impulsó la creación de una organización a nivel nacional cuyo primer cometido era divulgar y difundir el concepto de financiación mediante grupos de ángeles, para luego crear un mercado transparente y así ofrecer una plataforma de operación. Dentro de la estrategia que se llevó a cabo, el gobierno federal alemán ofrecía una financiación del 100% para la confección de redes de inversores. Los resultados de esta organización de alcance nacional fueron sorprendentes. No sólo recibió el apoyo del sector privado mediante el patrocinio de cajas de ahorro, bancos públicos y mercados de valores, sino que también logró consolidar un mercado de capitales de riesgo informal mediante la creación de diversas redes en todo el país.

En un principio, los fundadores e integrantes de las BAN eran los propios ángeles inversores. No obstante, existen numerosas asociaciones constituidas por personas ajenas al grupo inversor, que ofrecen sus servicios como intermediarios entre estos últimos y los grupos empresariales.

En Argentina, si bien hay un programa gubernamental¹³ destinado a las inversiones de capitales de riesgo, no se toma en cuenta al sector del mercado inversor constituido por los ángeles inversores.

No obstante, a finales del año 2005, integrantes de la escuela de negocios de la Universidad Austral pusieron en marcha la primera organización de ángeles inversores. Bajo la forma de una asociación civil, el Club de Ángeles Inversores nuclea inversores individuales bajo una misma organización; recibiendo proyectos y evaluándolos para luego conformar grupos de inversión de acuerdo a los intereses particulares de sus miembros. La elección de la forma

¹³ CREARCIT, programa de la Secretaria de la Pequeña y Median Empresa (SePyMe) enfocado en ayudar a empresas dentro del área tecnológica.



jurídica de una asociación civil sirve a los propósitos de facilitar la participación de los miembros en proyectos por separado. Dentro de la organización solo se realizan aportes en forma de cuotas societarias, a los fines de cubrir los gastos administrativos de la misma. No obstante, debido a que no existen regulaciones legales específicas, la forma de actuar financieramente de los ángeles inversores es mediante la confección de fideicomisos, de los cuales participan solo aquellos inversores interesados en el proyecto a ser respaldado.



Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPyMEs)

Queda en evidencia el importante papel que pueden desempeñar los ángeles inversores en las primeras etapas de la vida de una empresa mediante la oportunidad de poder contribuir con sumas de dinero acordes a su facturación, como así también ayudar en la consolidación de una administración eficiente.

Dentro del ciclo de vida de las empresas pueden encuadrarse tanto empresas en marcha como proyectos nuevos, pero es de esperarse que aquellas organizaciones que no estén incluidas dentro del sector MIPyME han de encontrarse en las últimas instancias de crecimiento. Así mismo, al hablar de pequeñas y medianas empresas se encuentra implícita la noción de crecimiento, por lo que se torna imprescindible conocer el ámbito en el cual se desempeñan los ángeles inversores.

En el mundo, las micro, pequeña y medianas empresas son la forma de organización económica predominante, constituyendo un factor relevante para el crecimiento económico de los mismos. Esto se ve reflejado en la cantidad de establecimientos que existen, superando el 50% en países como Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido y el consecuente aporte económico y social que representan.

Sin embargo, este sector es el que posee mayores dificultades para poder llevar a cabo su desarrollo. La obtención de recursos tecnológicos, humanos y sobre todo financieros, condicionan su viabilidad y supervivencia.

Las MiPyMEs son organizaciones económicas que, mediante la combinación de factores como el trabajo, el capital y los medios de producción, buscan obtener un bien o servicio, requerido para satisfacer la necesidad del algún sector determinado. La gestión de dichos factores se encuentra en las manos de una



persona, o un grupo reducido de ellas, que le imprimen un estilo de administración, empleado para llevarlas adelante y fomentar su crecimiento.

Este tipo de organizaciones poseen características particulares que resaltan la importancia que tienen en el crecimiento económico de un país:

- Son una de las principales fuentes generadoras de empleo.
- Su actividad aporta ideas nuevas e innovadoras, contribuyendo al crecimiento y al progreso de la sociedad.
- Son una fuente importante de ingresos fiscales.
- Permiten contar con una economía competitiva, al distribuir la actividad económica entre varias unidades productivas.
- Son las principales proveedoras de las grandes empresas.
- Son las principales proveedoras de productos y servicios sociales.

La participación de las MIPyMEs en el mercado laboral es innegable. De acuerdo a datos de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) del año 2004 el 78% de los empleos del sector privado estaban comprendidos dentro de las MIPyMes. Si bien no se habla de unidades económicas trabajo-intensivas¹⁴, su número hace que la fuerza laboral mayoritaria se emplace dentro de ellas, llegando a representar el 99% de los establecimientos existentes.

La innovación, característica que las grandes empresas cultivan en sus departamentos de investigación y desarrollo, se encuentra presente en el proceso de creación de las MIPyMEs. El alto índice de rotación de empresas

¹⁴ Unidades económicas trabajo-intensivas: Su producción requiere una gran cantidad de mano de obra.



que lleva implícito este sector¹⁵, indica la flexibilidad de las mismas. Esto se debe a la amplia variedad de ideas que surgen y que se intentan concretar en el mercado, favoreciendo de ese modo la innovación y el consecuente desarrollo continuo de nuevos emprendimientos

Las MIPyMEs representan un grupo muy heterogéneo dentro del sector. No solo cubren una amplia gama de actividades económicas, encontrando empresas desde rubros comerciales hasta industriales, sino que también abarcan un espectro innumerable de actividades. A esto se le suma el hecho de no estar circunscriptas a un área geográfica determinada, sino por el contrario, pueden encontrárselas en casi cualquier sitio. Además, emplean mano de obra calificada en diversas disciplinas así como mano de obra no calificada. Otra cualidad de este tipo de empresas reside en su forma organizativa, las hay unipersonales, empresas de familia o bien con mayor o menor grado de informalidad en su gestión.

La existencia de tantos establecimientos permite que la riqueza esté más equitativamente distribuida, dando lugar a mercados competitivos con pocos polos centrales de poder económico.

Otro dato relevante para tener en cuenta es que, para 1994, el sector constituido por las MIPyMEs llegaba a representar casi el 44% del PBI. Para el año 2004, esa participación se encontraba alrededor del 62%; ubicándose por encima de la media mundial¹⁶. Tomando en cuenta estos datos, es indudable la importancia que el sector ha ido adquiriendo en estos últimos años. Asimismo cabe destacar la relevancia que posee en materia impositiva.

No obstante, debido a las condiciones de mercado que deben afrontar, desde las dificultades para acceder a créditos hasta la falta de apoyo estatal en sus

¹⁵ **Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica**, *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina*. [1996].

¹⁶ **2ª Conferencia Ministerial de la OCDE sobre PyMEs**. [2004]

primeros años de vida; muchas empresas del sector tienden a integrarse al tramo informal del mercado de trabajo, situación que se ha tornado evidente en estos últimos tiempos. Esto lleva a la no adecuación a las leyes laborales y a la evasión impositiva, restándole beneficios a la economía y a la sociedad en su conjunto.

Clasificación de Empresas

Si bien existen controversias acerca de los criterios que sirven para clasificar a las empresas según su tamaño, para la realización del presente trabajo se adoptó lo dispuesto por el Ministerio de Economía en este aspecto, empleando 3 variables a tener en cuenta: ventas totales anuales; personal ocupado y activos netos¹⁷

- Clasificación de acuerdo a las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder. Límites máximos por tamaño de empresa y sector de la economía.¹⁸

Ventas totales anuales expresadas en moneda nacional (pesos)

Tamaño/sector	Agropecuario	Industria y minería	Comercio	Servicios
Microempresa	\$270.000	\$900.000	\$1.800.000	\$450.000
Pequeña empresa	\$1.800.000	5.400.000	\$10.800.000	\$3.240.000
Mediana empresa	\$10.800.000	43.200.000	\$86.400.000	\$21.600.000

¹⁷ Según Resolución 401/89 del Ministerio de Economía

¹⁸ Según Resolución 675/02 del Ministerio de Economía

- Clasificación de acuerdo a la cantidad de personas ocupadas.

Tamaño/sector	Comercio y servicios	Industria y transporte
Microempresa	Hasta 3 personas	Hasta 10 personas
Pequeña empresa	Entre 4 y 15 personas	Entre 11 y 50 personas
Mediana empresa	Entre 16 y 100 personas	Entre 51 y 300 personas

- Clasificación de empresas de acuerdo a los activos fijos.

“En el caso de los activos productivos los valores que se tomen no podrán ser inferiores al DIEZ POR CIENTO (10 %) del valor de las ventas anuales sin IVA ni Impuestos Internos, y en el de patrimonio neto no podrán ser inferiores al CINCO POR CIENTO (5 %) de las mismas ventas.”¹⁹

Desde un punto de vista más subjetivo, el Committee for Economic Development (C.E.D.) de Estado Unidos, determina que para que una empresa se encuentre clasificada como PyME debe poseer al menos una o más de las siguientes características:

- Una administración independiente
- Capital suministrado por los propietarios
- Un tamaño relativamente pequeño en el sector en el que opera.

¹⁹ Según Resolución 401/89 del Ministerio de Economía, Art. 3



Fuentes de Financiamiento para PyMEs

Teniendo en cuenta los parámetros que definen a las MIPyMEs como tales y la influencia que éstas ejercen en el desempeño de la economía, es importante conocer cuales son las fuentes de financiamiento a las que pueden tener acceso y cuales son las limitaciones que éstas conllevan.

Dentro de las diversas etapas que comprenden el desarrollo de una empresa, se llevan a cabo actividades acorde a la situación que se atraviesa en ese momento sin perder de vista el desempeño que se busca alcanzar en el futuro. Siendo la obtención de fondos financieros una de ellas, puede definírsela como la búsqueda de capital para realizar las inversiones necesarias que aseguren una posición en el mercado y el crecimiento de la empresa.

Financiamiento de empresas

Aquellas empresas que busquen desarrollarse o mantenerse en un mercado o bien que pretendan alcanzar y mantener una posición competitiva, deben generar valor a través de sus proyectos. Dentro de los factores que deben tenerse en cuenta en el desarrollo de los mismos, el financiamiento es una pieza clave para su éxito. Entendiendo la relación positiva que existe entre financiamiento y desempeño, es de esperarse que las dificultades para acceder a los primeros se vean reflejadas en un pobre rendimiento y en su consecuente pérdida de competitividad dentro de los mercados.

Se puede hablar de dos grandes fuentes de financiamiento de las que pueden valerse las empresas; las fuentes internas y las externas. El financiamiento interno consiste en aquellos fondos que emplea la genera la propia empresa, sin tener que recurrir a los mercados financieros u otras fuentes externas.



Por otra parte, se entiende al financiamiento externo como aquellos recursos que la empresa obtiene de terceros, ajenos a la organización; ya sea ampliando el capital, emitiendo obligaciones negociables o bien recurriendo al mercado crediticio.

Debido a que el acceso a los recursos necesarios para financiar un negocio es de suma importancia para el empresario, se torna imprescindible para el mismo conocer cuáles son las posibles opciones que posee.

Financiamiento Interno

Bootstrapping

El bootstrapping hace referencia a las acciones llevadas a cabo por una empresa para minimizar y hasta prescindir de capital externo. De esta manera, el empresario debe reducir sus gastos y buscar formas alternativas para financiar sus proyectos. Los beneficios que brinda el uso del bootstrapping son²⁰:

- La utilización más eficiente de los recursos de la organización, evitando problemas de la obligación de utilizar el dinero porque “la firma lo recaudó y tiene que usarlo”.
- El emprendedor tiene mayor autoridad para negociar con inversores a nivel de monitoreo o control de la empresa.
- 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”.
- Muestra problemas ocultos y fuerza a la empresa a resolverlos.

²⁰ **Gabriel Jacobsohn, Agustina Cochello, *Inversores Angeles en Argentina* (Archivo PDF) [2002]**



La desventaja principal es que su utilización frena la velocidad de crecimiento de la empresa, debido a la limitación de fondos que conlleva al llevar a cabo una estrategia de racionalización y ahorro de recursos.

Ahorros personales

Los ahorros personales de los fundadores suelen ser una de las fuentes más comunes a las que se recurre cuando se está comenzando un nuevo emprendimiento. El emprendedor puede hacer uso de líneas de crédito y préstamos personales, para luego ser volcados dentro del negocio. De esta forma, mantiene la propiedad total de su empresa sin participación externa y demuestra una dedicación hacia el emprendimiento que luego puede ser evaluada por potenciales inversores.

Al igual que el resto de las modalidades de financiamiento interno, los montos de inversión se encuentran limitados, en este caso particular por las disponibilidades que puedan poseer los socios fundadores. Así mismo, los ahorros personales no suelen tener en cuenta el riesgo que conlleva el endeudamiento personal, del cual responden solidariamente.

3 "F": Family, Friends and Fools. (familiares, amigos y tontos)

El apoyo de los familiares y amigos del emprendedor suelen ser de gran importancia, no sólo moralmente por creer en el proyecto que se está llevando a cabo, sino también por los aportes de capital que pueden suministrarle. Éstos suelen ser beneficiosos puesto que se parte de un entorno confiable y amigable. Los términos acerca de la participación dentro de la empresa son favorables para el empresario y su negocio.



No obstante, en estos casos, existe la posibilidad de que surjan conflictos personales, tanto en el caso de arribar a resultados favorables como al ser desfavorables.

Utilidades retenidas

Los flujos generados por el propio negocio muchas veces no se consideran una fuente de financiamiento aunque, si son correctamente administrados, pueden proveer al negocio de capital para sustentar un crecimiento y desarrollo limitados.

La desventaja principal que conlleva este financiamiento es su limitación en cuanto a los montos que puede aportar para invertir. Es por eso que es más apropiado combinarlo con otras fuentes de financiamiento para no perder oportunidades de mercado cuando estas se presentan.

Fuentes Externas

Endeudamiento

El endeudamiento es una forma muy común que emplean las empresas para financiar sus actividades. Posee la ventaja de permitirle a la empresa mantener el control sobre el capital, a costa del pago del costo de la deuda, los intereses. Además, los intereses son deducibles contablemente y no tienen derechos sobre los flujos futuros de la empresa, aunque si los disminuyen.

No obstante, la deuda forma parte de la organización; es un pasivo que debe pagarse y cuyo incumplimiento acarrea serios problemas. También debe tenerse en consideración que las empresas que prestan este tipo de servicios suelen tener normas estrictas en cuanto a las garantías necesarias para la concesión de un crédito.



Participación Accionaria

La participación accionaria, se diferencia del endeudamiento por tratarse de capital permanente de la empresa que no requiere devolución (forma parte del patrimonio neto de la empresa). Además, la participación accionaria puede mejorar la valuación que se hace sobre la empresa para calificarlas y así aumentar su valor en el mercado, haciéndola más atractiva para futuras búsquedas de recursos.

En nuestro país el mercado accionario no se encuentra plenamente explotado, por lo que son pocas las empresas medianas que cotizan en el mercado accionario, y prácticamente inexistentes los casos de micro y pequeñas empresas que lo hagan.

Emisión de Obligaciones Negociables

Como su nombre lo indica, las obligaciones negociables son títulos valores que emite la empresa en base a rentabilidades futuras. Su funcionamiento es parecido al endeudamiento. El capital obtenido a partir de las mismas no representa una participación en la propiedad de la empresa, sino que constituyen una deuda que debe ser saldada en el futuro. Deben pagarse intereses periódicos, definidos al momento de la emisión y deducibles impositivamente, y el total del capital solicitado al vencimiento del plazo estipulado. Aquella porción de deuda que no sea pagada, forma parte de los pasivos de la empresa, por lo que los acreedores pueden reclamar legalmente los activos de la empresa.

La empresa que las emite es la encargada de establecer el plazo de emisión, la tasa de interés y el período de pago, el régimen de amortización de capital y



otras características particulares de este tipo de títulos. Por ende es la empresa quien, de acuerdo a sus necesidades y a las características del público inversor al que se dirige, puede diseñar su propia deuda. No obstante, para poder colocar su oferta eficientemente en el mercado de capitales, deben mantener ciertos parámetros de competitividad. La tasa de interés que se defina será acorde al riesgo del proyecto y estará respaldada por los antecedentes y el patrimonio neto de la empresa o por garantías reales. Aún así, en comparación a los métodos de endeudamiento tradicionales, las tasas de interés promedio con que se manejan y los plazos, suelen ser mucho más favorables.

Alianzas Estratégicas

Otra forma de financiar un emprendimiento se basa en crear alianzas o tratados con empresas que se encuentren interesadas en algún aspecto específico del mismo. Las modalidades en que esto puede llevarse a cabo son: joint venture, acuerdos de transferencias tecnológicas y similares. De esta manera, la empresa no sólo puede conseguir el capital necesario para alcanzar sus objetivos de crecimiento y desarrollo, sino que también se abre la oportunidad de tener acceso a nuevas tecnologías, canales de distribución y nuevos mercados entre otras.

En la mayoría de las economías del mundo, las principales formas de financiamiento utilizadas por las empresas corresponden a fuentes externas. De ellas, el crédito bancario es el método más utilizado²¹. El mercado bursátil es otra fuente importante de financiamiento. En economías desarrolladas como la estadounidense y la europea, éste tiene un peso comparable a la utilización del

²¹ **Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica**, *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina*. [1996].



sistema bancario. El financiamiento por medio de los proveedores también es una alternativa frecuentemente empleada por las empresas.

El autofinanciamiento también es una opción recurrente (sobre todo en empresas argentinas). Por lo general se trata de inversiones que requieren poco capital, o de empresas con una política de no endeudamiento, aunque se torna insuficiente al momento de emprender proyectos de mayor envergadura.

Es importante a la hora de elegir la forma de financiamiento decidir si el negocio requerirá de aportes de capital externo o bien si será financiado empleando el capital de los socios fundadores, las ganancias obtenidas de la actividad, líneas de crédito y otras fuentes distintas a la participación en el capital de la empresa. El resultado de esta decisión constituirá la estructura de capital con la que se desempeñara el negocio.

Sistema bancario

El endeudamiento bancario es una de las opciones con la que cuentan los empresarios a la hora de buscar fondos para sus proyectos. Si bien es cierto que por lo general se recurre al mismo por la escasez de recursos propios, en otros casos se lo utiliza para reducir el riesgo de inversión. En otras palabras, los empresarios optan por solicitar fondos a las entidades bancarias, en vez de invertir su capital en el proyecto aún disponiendo del mismo.

La financiación de deuda no es más que un contrato financiero entre la empresa y el banco, por lo que no se cede la propiedad de la misma aunque si debe pagarse su costo representado por la tasa de interés. Este costo debe tenerse en cuenta al momento de analizar la conveniencia de endeudarse por estos medios, ya que influye directamente sobre los resultados.



No obstante, para las PyMes y microempresas, el acceso al crédito bancario suele estar restringido, ya que la mayoría de los bancos no cuentan con áreas específicas dedicadas a éstas. Para las entidades financieras, las MIPyMEs no cuentan con los requerimientos mínimos que se exigen para el otorgamiento de los créditos. Carecen tanto de información contable confiable como de proyectos que demuestren su capacidad de pago. Asimismo, reconocen que la informalidad en la gestión de las mismas influye sobre los criterios de evaluación para la concesión de un crédito.

Mercado bursátil

Cuando una empresa recurre al mercado de capitales para el financiamiento de sus proyectos debe considerar qué instrumento va a emplear para ello, y cuáles son las características específicas de los mismos. Éstos, permiten diferenciar dos grandes opciones: aquellos que pasan a formar parte del capital de la empresa, cediendo una porción en la participación dentro de la misma, y los que representan simplemente el derecho que tiene un acreedor a los intereses y al reembolso total de una deuda adquirida por la empresa mediante la emisión de un título. La primera opción la componen la emisión de acciones, y la segunda está representada por la emisión de obligaciones negociables.

En cierta medida, acceder al mercado bursátil es un medio que utilizan las empresas una vez que han llegado a su etapa de madurez, debido a la magnitud que representa para la misma, tanto organizacional como financieramente.



Financiamiento PyME: Córdoba

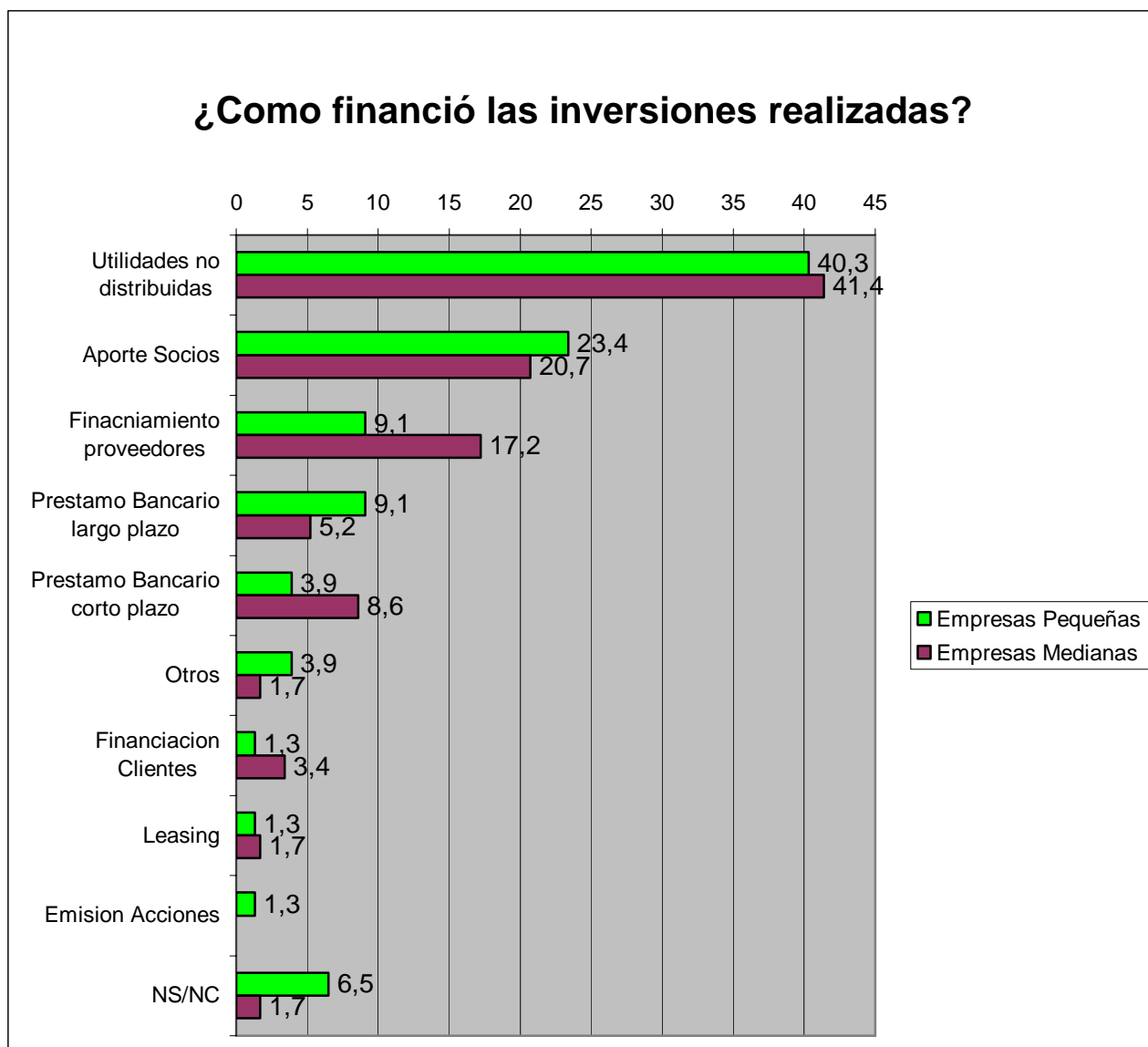
En la Argentina, históricamente las principales fuentes de financiamiento de las MIPyMEs han sido el financiamiento de proveedores, la reinversión de utilidades y el crédito bancario. Sin embargo, tras la crisis económica sufrida en el 2001, el crédito bancario prácticamente ha perdido un amplio margen como opción para el financiamiento, debido a los elevados costos que trae aparejado. Esta pérdida en la obtención de créditos del sistema bancario se ha reflejado en un aumento de la proporción de empresas que prefieren la autofinanciación y en un incremento de la utilización del mercado bursátil argentino, mediante la emisión de obligaciones negociables. No obstante en la actualidad ésta situación está mostrando tendencias a recuperarse, mediante programas específicos de financiación bancaria para MIPyMEs.²²

Según un estudio realizado por la consultora cordobesa MKT S.A.²³, dentro de las formas de financiamiento empleadas por las pequeñas y medianas empresas de Córdoba para el periodo 2004/2005, se puede apreciar la baja participación que posee el sistema bancario en comparación con alternativas de autofinanciamiento como la reinversión de utilidades o la inyección de capitales de los socios.

²² Conferencia “El financiamiento de las PyMEs cordobesas”, 5 de octubre de 2005

²³ Conferencia “El financiamiento de las PyMEs cordobesas”, 5 de octubre de 2005

Financiamiento de empresas cordobesas

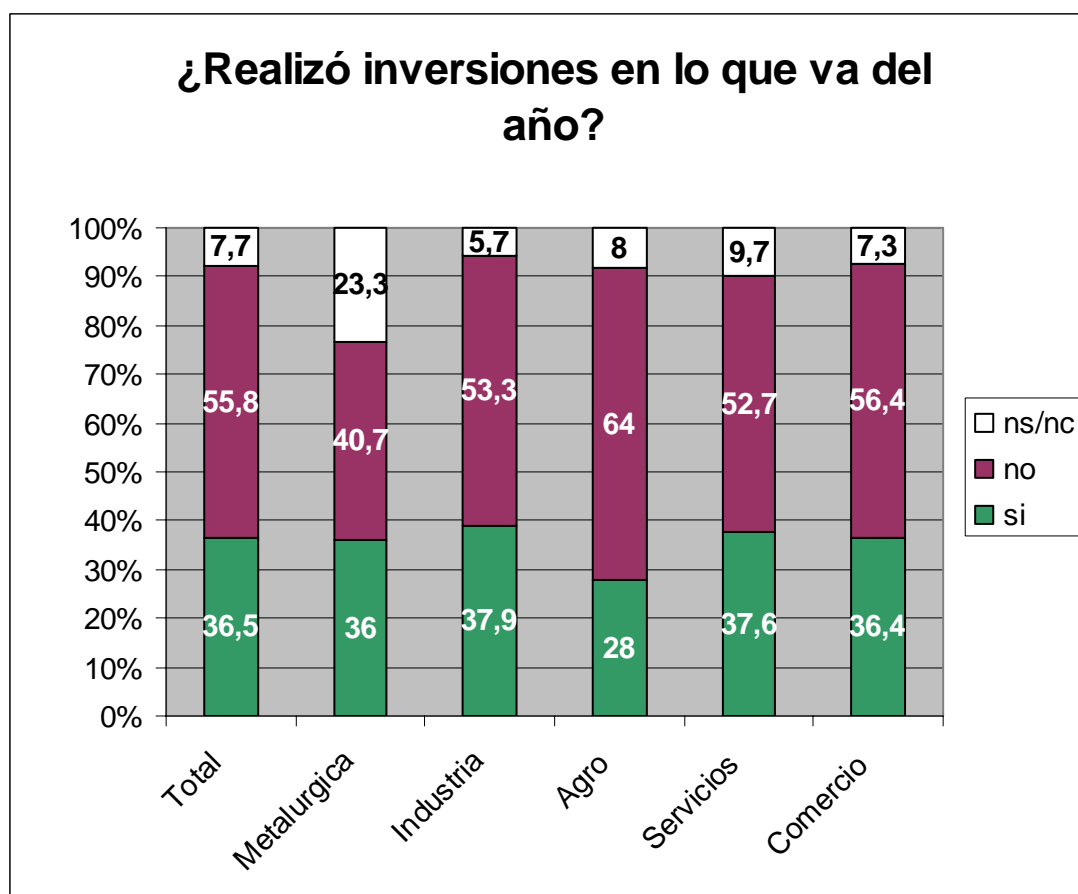


Fuente: Panel de Expectativas Empresarias de MKT S.A.

De la gráfica se desprende la importancia que posee el financiamiento interno, representando en su conjunto más del 50% de las fuentes empleadas por la mayoría de las empresas.

A su vez, aproximadamente el 36% de las empresas encuestadas, realizó inversiones a lo largo del año 2005.

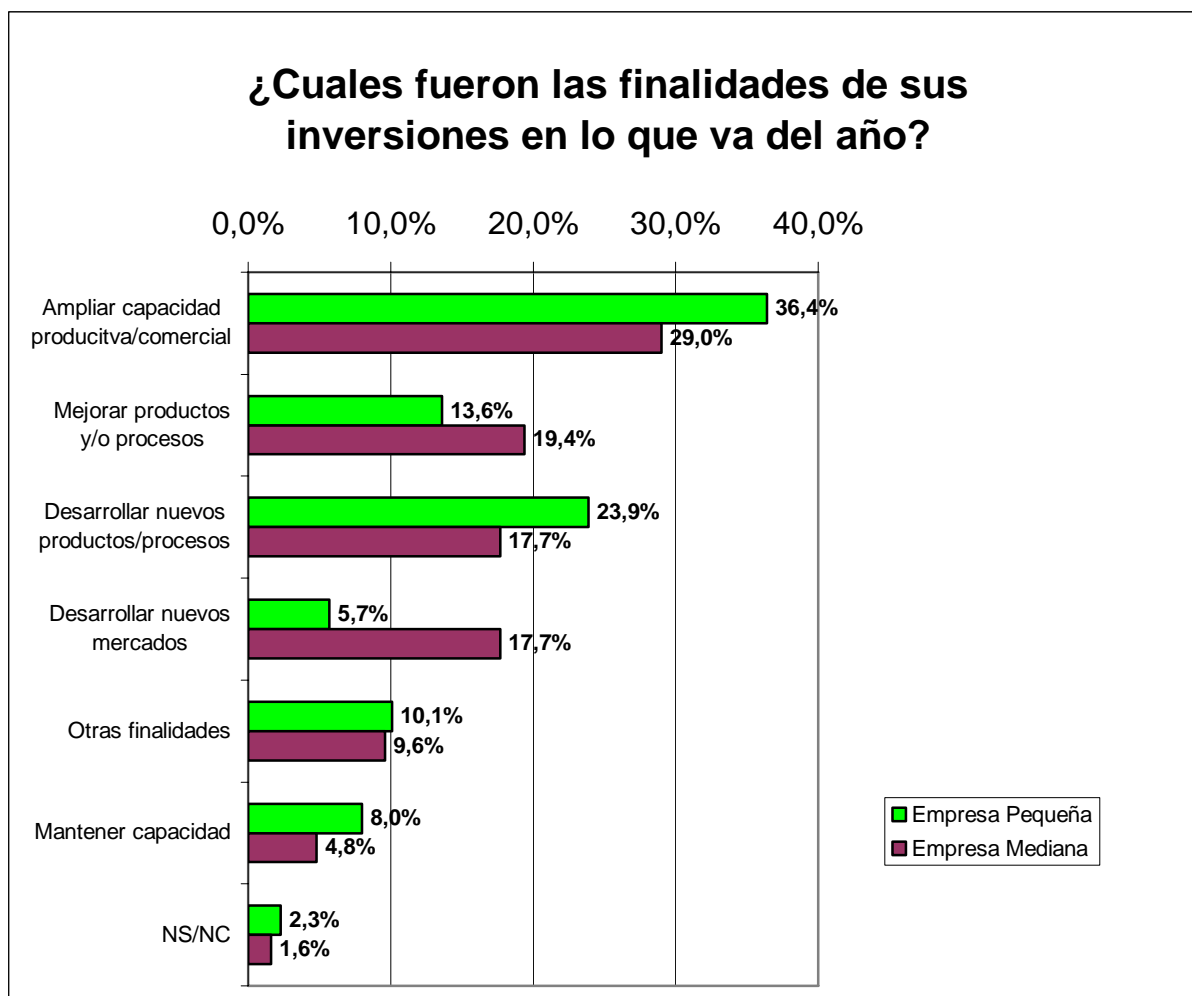
Nivel de inversiones de PyMEs cordobesas



Fuente: Conferencia “El financiamiento de las empresas cordobesas” Consultora MKT

Según el mismo estudio, las inversiones se concentraron en ampliar la capacidad productiva y/o comercial, mejorar productos y procesos, desarrollar nuevos productos y/o servicios, desarrollar nuevos mercados, mantener la capacidad, entre otros.

Destino de las inversiones realizadas



Fuente: Conferencia “El financiamiento de las empresas cordobesas” Consultora MKT

En el caso de las pequeñas empresas, los principales objetivos están orientados hacia el crecimiento de la empresa, ya sea mejorando su capacidad productiva, o bien desarrollando nuevos productos. Para las medianas empresas, la tendencia también se orienta hacia el incremento de capacidad productiva, y en una medida más equilibrada se observa un desarrollo de nuevos negocios así como la expansión de los actuales.



Como se indicó en un comienzo, estas inversiones fueron cubiertas principalmente por utilidades retenidas, aportes de capital de los socios y financiamiento de los proveedores.

Proyectos de empresa: Emprendimientos e inversiones a futuro

A la hora de comenzar un nuevo negocio, ya sea el desarrollo de un producto, la expansión de las instalaciones o bien la exploración de nuevos mercados; es imprescindible contar con una buena idea. No obstante ésta, por si sola, no basta para poder llevar adelante un proyecto exitoso. Además, necesita que se cumplan ciertos requisitos que la transformen en una oportunidad de inversión, la cual debe permitir alcanzar una ventaja competitiva, buenos resultados económicos y financieros y cierto potencial de crecimiento. Mediante el uso de la creatividad y la habilidad empresaria, se buscará el momento más propicio para explotar dicha oportunidad y traducirla en una inversión.

De la misma manera que se necesita una idea, también es necesario el espíritu emprendedor para poder llevar a cabo un proyecto. Al respecto, según el estudio del Global Entrepreneurship Monitor (GEM) en la Argentina, espíritu emprendedor hay en abundancia. Un índice que mide el grado de emprendedorismo que posee un país, la posicionó tercera en la escala mundial. No obstante, hay que destacar que la mayoría de estos emprendimientos son motivados por la necesidad de crear una fuente laboral y no por el descubrimiento de una oportunidad de mercado.²⁴

Dicho espíritu no es suficiente por si solo. Asimismo, necesita tener un compromiso serio para con su proyecto y disponer de las cantidades adecuadas

²⁴ **Gustavo Cértolo**, *Emprendimientos sin compromiso, un vuelo corto* (Archivo PDF) [2004]



de capital para lograr ponerlo en marcha, consolidarlo y lograr su desarrollo y crecimiento.

Entorno Sociocultural

Las constantes discrepancias que vienen presentando los gobiernos argentinos desde hace más de un siglo en materia política, jurídica, social y económica, han modelado una sociedad donde prima la desconfianza y la anomia.

El no contar con gobernantes justos que busquen el bien de la sociedad en su conjunto ha generado brechas en el ámbito económico y social, con tributos que no contribuyen a una distribución equitativa de la riqueza (y la consecuente desigualdad social que esto conlleva) pero que si implican una traba para el crecimiento de las empresas. Del mismo modo, la ausencia de un entorno jurídico estable horadó la confianza que se tenía sobre el país.

El resultado de todo esto se ve reflejado en la vida cotidiana de los habitantes y las empresas del país, forzados a subsistir (y en algunos casos a omitir las leyes vigentes para poder hacerlo) quitando las pocas posibilidades de revertir la situación.

Así como la sociedad en general, las MIPyMEs en nuestro país deben soportar las cargas impuestas por los gobiernos, legislativas e impositivas, hecho que arrastra a muchas de ellas a poseer un alto grado de informalidad dentro de sus operaciones y que condiciona la efectividad de las mismas. Esta informalidad no solo hace referencia a la falta de profesionalismo, sino también a la omisión de ciertas normativas (empleo en negro, evasión de impuestos, etcétera).

La planificación por parte del empresario es la tarea fundamental que debe tenerse en cuenta a la hora de llevar a cabo un nuevo emprendimiento. Debe invertir tiempo elaborando un buen plan, que permita aprovechar las oportunidades que se presenten. De esta manera, con las oportunidades



identificadas y las estrategias definidas, pueden establecerse los requerimientos necesarios para sustentar las actividades.

En la búsqueda de inversores, el emprendedor debe entender la mentalidad de los mismos. Éstos invierten en un proyecto porque esperan que sea exitoso y genere beneficios económicos acordes a los riesgos que asumen. De ahí a la importancia que las características del negocio sean congruentes con las preferencias de los inversores a los que ha de presentársele.

De esta manera tratan de evitarse los problemas relacionados a las diferencias que pueden surgir en el proceso de confluencia de las estrategias del negocio y la administración de los aspectos financieros. En base a esto el empresario debe tener en cuenta:

- Las consecuencias financieras de sus decisiones de negocios.
- Las conexiones e interdependencias entre la estructura financiera y las decisiones de negocios.
- La combinación mutua de las relaciones financieras y estratégicas.
- El punto de vista del Inversor.
- La búsqueda de altos crecimientos y bajos costos.

Los ángeles inversores aprecian las tareas que el propio emprendedor lleve a cabo para planificar lo mejor posible su proyecto. Sin embargo no han de dejar de realizar sus propios análisis para poder cotejar los resultados desde su propia perspectiva y llegar así a tomar la decisión de invertir.

Requerimientos para los inversores

Para aquellos emprendimientos que busquen el apoyo de un grupo de ángeles inversores, existen una serie de componentes que el han de presentar ante los mismos con el fin de atraerlo hacia el proyecto.

El Business Plan (BP)²⁵ o plan de negocios, debe ser correctamente presentado. Se torna necesario que el empresario este informado acerca de su proyecto, conociendo en profundidad tanto el plan operativo como el financiero. De esto se desprende la necesidad de que cuente con los siguientes ítems:

- Resumen ejecutivo
- Situación de la industria (perspectivas, clientes, competencia, regulación)
- Management (empleados clave)
- Descripción del financiamiento (uso de los fondos)
- Factores de riesgo
- Retorno de la inversión y salida del negocio
- Análisis de la operación y de las proyecciones
- Proyecciones económico-financieras
- Anexos

Además es importante que se profundice en algunos aspectos específicos del mismo como:

- *Unicidad*: es decir, el desarrollo de un producto o situación únicos, con una competencia escasa o nula y alto potencial de crecimiento.

²⁵ Ver Glosario



- *Dirección:* la persona a cargo del emprendimiento debe ser competente, experimentado, estar comprometido con el proyecto, y poseer la capacidad de ejecución y complementación. Una buena idea no tiene éxito sin un buen equipo administrativo.
- *Proyecciones:* las mismas deben enfocarse en resultados conservadores, planes de acción realistas, y el uso de los fondos. Son un fiel reflejo de la solidez y capacidad de los directivos para atenerse a condiciones factibles de suscitarse en los mercados.
- *Desempeño y logros alcanzados por el emprendedor:* el contar con antecedentes es siempre beneficiosos, ya que le brinda a los inversores parámetros para conocer el grado de compromiso que se tiene frente a nuevos desafíos.
- *Los objetivos de los fundadores respecto del crecimiento, control, liquidez y retorno:* permitiendo delinear las expectativas que han de tenerse sobre el proyecto a desarrollar y el tipo de relación que puede plantearse con los fundadores.

La inversión que se lleve a cabo será para generar retornos, por lo cual se busca saber cual será el valor de le empresa dentro de un plazo de tiempo determinado. El conocimiento de este factor, impulsa a los inversores a adquirir una mayor o menor participación en el proyecto.

Como se mencionó en reiteradas oportunidades, el emprendedor y su equipo conforman una pieza clave en el desarrollo y éxito del proyecto. Si éstos son capaces de generar valor para la empresa, atraerán aún más la atención de los



inversores. Por ello, deben transmitir cualidades de honestidad e integridad, experiencia, motivación y sobre todo compromiso con el proyecto en si.

Es fundamental que el proyecto esté pensado hacia el mercado. El éxito del mismo se traduce en la capacidad de que el producto o servicio que se desarrolle sea absorbido por el mismo. De esta manera no se parte desde la idea del producto en si, sino de la necesidad que busca ser satisfecha.

Debido a que el plazo en que suelen llevarse a cabo las inversiones es reducido, se busca que el producto o servicio que se desarrolla sea innovador pero no revolucionario; puesto que esta última característica implica un periodo de aceptación por parte del mercado, lo cual puede extender los plazos de recupero de la inversión.

El propio recupero de la inversión es algo que el empresario debe tener en cuenta, debido a que es uno de los aspectos que más interesan al inversor. El desarrollo de la temática relacionada con el salvataje de la inversión ayuda a los inversores a decidirse acerca de un proyecto, puesto que una salida viable representa cierta disminución de la incertidumbre sobre el mismo.

Modelo de dirección empresaria

Es importante que los empresarios tengan claro algunos conceptos claves sobre gestión empresarial, para poder desempeñar las actividades de la empresa en forma eficiente y conducir al éxito de la misma.



Liderazgo empresario

No hay mejor forma de buscar resultados de los demás que predicando con el ejemplo de la propia acción y trabajo. De esta manera un director se convierte en líder si su visión es compartida por sus seguidores y es él el que conduce a toda la organización hacia la consecución de sus objetivos.

Visión holística y proactiva

Las actitudes pasivas, las simples reacciones ante los hechos, se encuentran excluidas del ámbito emprendedor. Es la visión global del contexto y características como iniciativa, anticipación y actitud estratégica; las que le permiten al empresario no sólo adaptarse a cada situación sino también detectar oportunidades en cada una de ellas.

Visión

Valores claros, fuertemente arraigados y compartidos, saber con exactitud que es lo que se busca o cuál es el ideal que se quiere alcanzar. Refleja los principios que deben servir como guías para las acciones de la empresa.

Innovación

Para estar un paso adelante y poder anticipar las nuevas necesidades del mercado es preciso crear oportunidades. Para esto se debe estar junto a los clientes en el momento preciso, no sirve copiar o imitar. Ni siquiera es suficiente interpretar eficazmente las tendencias y aprovechar las oportunidades que

surjan. Hay que ir más allá: las tendencias hay que anticiparlas, las oportunidades, crearlas.

Para esto hay que desarrollar una profunda capacidad creativa, apta para el desarrollo de nuevas ideas que se traduzcan en innovaciones concretas en los distintos aspectos del negocio.

Costos

Cuando mayor necesidad hay de preservar los recursos, en épocas de recesión o agudas crisis, es curiosamente cuando mayores despilfarros se producen.

La gestión eficiente de la estructura de costos de la empresa se convertirá indefectiblemente en un imperativo clave para supervivencia.

Eliminar el desperdicio, controlar el gasto innecesario, una ajustada dirección en materia económica-financiera; son aspectos que han dejado de tener un valor meramente administrativo para representar una fase crítica del planteo estratégico de la empresa.

Sistemas de información

La confiabilidad, oportunidad y seguridad de la información que se utiliza en la toma de decisiones, se convierte, como nunca, en un insumo de vital importancia para los procesos directivos.

El diseño de un eficiente sistema de informes, tanto internos como externos, es un requisito imprescindible para la competitividad y requiere el desarrollo de nuevos métodos de recolección de datos, tecnología de procesamiento, etcétera.



Herramientas de Evaluación de Proyectos

Siempre que se esté encarando un nuevo proyecto, ya sea para comenzar un nuevo negocio o bien para expandir uno existente, debe tenerse en cuenta su factibilidad. Ésta ha de ser planteada antes de comenzarlo e incluso antes de buscar las fuentes de financiamiento necesarias. Existen herramientas administrativas que deben ser utilizadas para que el propio empresario pueda hacer una evaluación del proyecto y ciertamente son empleadas por los ángeles inversores y empresas de capital de riesgo al momento de tomar sus decisiones de inversión. Entre dichas herramientas encontramos: la tasa interna de retorno, el valor actual neto y los flujos de fondo proyectados, entre otras.

Análisis comparativo de los ángeles inversores con las otras fuentes de financiamiento disponibles en el mercado.

	Ángeles Inversores	Venture Capitals	Prestamos Bancarios	Obligaciones Negociables
Rendimiento Esperado/ Tasa de interés requerida	20/25% Rendimiento Esperado	30/40% Rendimiento Esperado	18% Tasa de Interés Nominal Anual	8/10% Tasa de rendimiento al vencimiento
Foco	Capacidad del Emprendedor	Análisis del Negocio	Garantías Reales	Flujos de Fondo futuros
Percepción	Confianza en el emprendedor	Producto/ Mercado	Capacidad de Pago	Viabilidad de la empresa
Etapa de la Empresa	Seed/ Start Up	Desarrollo/ Early Stage	Later Stage	Early Stage/ Later Stage
Disponibilidad	Baja/Media	Media/Alta	Baja/Media	Alta/Muy Alta
Plazo de Recupero	Medio/ Largo	Medio/ Largo	Corto /Medio/ Largo	Largo
Confiabilidad	Baja	Media	Alta	Muy Alta

Al momento de comparar las diversas herramientas financieras que han sido descritas a lo largo del presente trabajo, es importante que se definan cuáles serán las variables que sirvan para tal fin.

Rendimiento esperado/Tasa de interés requerida: Como su nombre lo indica es la tasa que determina el costo de la herramienta financiera. En el caso de los préstamos bancarios es la alícuota que cobra el mismo por el servicio que brinda. Para los ángeles inversores, venture capitals y obligaciones negociables, representa el rendimiento financiero que se espera por parte de las actividades que lleve a cabo la empresa.

Foco: Este concepto hace hincapié en el aspecto técnico principal en el cual se basan los inversores al momento de decidir si contribuyen o no con el empresario.



Percepción: Muy relacionado con el foco, la percepción consiste en aquellos factores que guían a los inversores al momento de realizar la selección de sus inversiones.

Etapa de la empresa: Se refiere al momento en el ciclo de vida por el cual se encuentran las empresas que usualmente son objetivo de sus inversiones.

Disponibilidad: Por disponibilidad se entiende a la magnitud de los montos que son capaces de aportar, definido arbitrariamente para los rangos: baja (\$0-\$100.000), media (\$100.001-\$500.000), alta (\$500.001-\$5.000.000) y muy alta (<\$5.000.000).

Plazo de Recupero: Tal como su nombre lo indica, el plazo de recupero es el período de tiempo en que debe realizarse la devolución del monto invertido con sus respectivos intereses o réditos. A los fines de realizar una comparación se establecen 3 períodos temporales: corto plazo (1-3 años), mediano plazo (3-8 años) y largo plazo (<8 años)

Confiabilidad: Hace referencia al nivel de confianza que la herramienta financiera genera, teniendo en cuenta sus desempeños históricos, su conocimiento público y el marco jurídico que lo ampara. La medición de la misma es arbitraria, con rangos que varían desde una confiabilidad baja a una muy alta.

Teniendo en cuenta estas variables empleadas para comparar las diferentes herramientas financieras podemos ver las siguientes cualidades:

Respecto al rendimiento o tasa de interés: Las tasas de interés o de rendimiento financieros se encuentran directamente relacionados con el riesgo que han de correr los fondos. Estos riesgos son inherentes a la incertidumbre que trae aparejado el desempeño histórico, presente y futuro de una empresa. De esta



manera, en las etapas de mayor incertidumbre de una empresa (Seed-Start Up) el riesgo será más elevado. Por ello los ángeles inversores y venture capitals son quienes demandan tasas superiores de rendimiento, rondando el 25% para los primeros y cerca del 35% para los segundos. La diferencia entre los mismos radica en los puntos en que se focalizan al momento de elegir en que proyectos invertir. En el otro extremo con tasas muy inferiores que van del 8% al 12% encontramos las obligaciones negociables. La razón de estas tasas se justifica por las reglas que rigen los mercados financieros formales; el mercado paga lo justo y necesario para cada nivel de riesgo que se asume. En el caso argentino, las empresas que emiten obligaciones negociables se encuentran firmemente posicionadas para cumplir con los requisitos exigidos por lo que su riesgo, a diferencia del sector abarcado por ángeles inversores y venture capitals, es menor. En el caso de los préstamos bancarios, existen tantas numerosas tasas, dependiendo de los productos que ofrezcan las entidades bancarias. No obstante la tasa nominal anual (TNA) que se emplea dentro de las instituciones argentinas es de 18% aproximadamente.

Respecto al foco: En lo referente a los aspectos técnicos que se contemplan para seleccionar sus inversiones, todas las fuentes, exceptuando el préstamo bancario hacen hincapié en las características propias del proyecto o empresa a invertir. Los ángeles inversores poseen una visión más subjetiva, basándose en las capacidades del emprendedor y de su grupo de trabajo, aunque no por ello se obvian estudios técnicos. Estos últimos son la prioridad para los venture capitals, quienes emplean herramientas de evaluación como el VAN y la TIR, entre otros. Por su parte, las obligaciones negociables se enfocan en los flujos futuros que ha de generar el proyecto. Dado que son estos los que posibilitan los pagos futuros (cupones) y el resarcimiento total de la deuda. Muy distintos a

éstos son los préstamos bancarios, ya que éstos prestan atención a las garantías reales que puedan respaldar los montos invertidos.

Respecto a la percepción: Estrechamente relacionado con el foco de cada una de las herramientas financieras, se plasman los aspectos que llaman la atención de las mismas. En el caso de los préstamos bancarios, lo que busca establecerse es la capacidad de pago de la empresa solicitante mientras que las obligaciones negociables buscan que la empresa o su proyecto sean viables. Por otra parte, los ángeles inversores consideran que el emprendedor es quien ha de hacer posible el negocio, por lo que depositan su confianza en él. En el caso de los venture capitals el producto o servicio que este por ofrecerse y su impacto en el mercado son las cualidades más relevantes que tienen en cuenta.

Respecto a la etapa de la empresa: Como se hace referencia en el marco teórico del ciclo de vida de la empresa encontramos cuatro etapas bien diferenciadas: seed, start up, early stage y later stage. Debido a sus objetivos y preferencias los ángeles inversores se desempeñan con las dos primeras instancias de vida de una empresa, mientras que los venture capitals lo hacen en la transición de la segunda a la tercera y en esta última. Las obligaciones negociables y los préstamos bancarios por lo general apuntan a empresas firmemente establecidas, debido a que sus requisitos así lo exigen. No obstante, cualquier empresa en otra de las etapas puede acceder a los mismos en caso de cumplimentar con dichas exigencias.

Respecto a la disponibilidad: Este es un factor de suma importancia al momento de definir a que fuente de financiamiento se ha de recurrir. Los



ángeles inversores cuentan con una disponibilidad media ya que la media de sus aportes se encuentra entre los \$250 mil y \$500. Los venture capitals son quienes suelen tomar la posta de los ángeles en el proceso de inversión. Esto se debe a que la cuantía de sus inversiones son superiores, con una media de \$3 millones. Las obligaciones negociables son quienes llegan a colocar inversiones con una magnitud mayor habiendo casos específicos de emisiones cercanas a los \$43 millones. En el caso de los préstamos bancarios, como en algunos ángeles inversores, es común que se trabajen con montos inferiores a los \$100 mil, lo que no resta que puedan tratarse con sumas mayores.

Respecto al plazo de recupero: este plazo determina el horizonte temporal del aspecto financiero de un proyecto. Por lo general es un aspecto que se define con anterioridad a la inversión. Los casos en que queda bien definido es en los préstamos bancarios y en la emisión de obligaciones negociables. Estas últimas lo dejan plasmados dentro de las condiciones de emisión que por lo general suelen ser en un muy largo plazo (10 a 30 años). Los préstamos bancarios suelen medir sus plazos en meses, abarcando un amplio espectro que va desde 12 meses a más de 100. En el caso de los ángeles inversores y venture capitals, los plazos son tentativos, estipulados dentro de la presentación de los proyectos. No obstante según las preferencias se esperan rendimientos a partir del tercer año de puesta en marcha del proyecto.

Respecto a la confiabilidad: La confianza en los empresarios es tan importante como la que éstos han de tener sobre las fuentes de financiamiento. El mercado de valores, con sus regulaciones y exigencias es uno de los más confiables con los que se cuenta. Las entidades bancarias sufrieron un revés con la crisis pero aún así cuentan con un respaldo que da seguridad a quien busque esta fuente



para financiar sus actividades. Tanto los venture capitals como los ángeles inversores son herramientas poco conocidas y con poco respaldo en cuanto a sus actividades pasadas. No obstante los primeros se encuentran regulados por el ministerio de economía y la Secretaria de Empleo y Producción PyMEs, por lo que inspiran más confianza que los segundos.

Conclusión

Los ángeles inversores constituyen una herramienta financiera con una marcada tendencia de crecimiento dentro varias economías en el mundo. Las MIPyMEs comprendidas dentro de dichas economías reciben el impulso necesario para consolidarse como empresas.

En la Argentina el término “ángel inversor” es desconocido, y en consecuencia el sector correspondiente a los mercados de capitales de riesgo informales se haya sin explotar.

En relación a las opciones financieras existentes, con las que cuentan las empresas, los ángeles inversores no poseen ventajas muy significativas en lo referente al costo del capital. No obstante, para las empresas encuadradas dentro de las primeras etapas de crecimiento pueden llegar a ser una alternativa de alto valor estratégico.

Esta ventaja no llega a ser comprendida debido al desconocimiento anteriormente mencionado, por lo que se torna imprescindible que se tome conciencia sobre la existencia de este tipo de alternativa financiera, para generar un proceso positivo mejorando el desempeño de las empresas y fomentando un crecimiento en el mercado informal de capitales de riesgo. Con el objetivo fortalecer dicho mercado, es importante que se genere un ámbito transparente que brinde confianza y seguridad a nuevos inversores y emprendedores para que decidan participar en él.

Sin menospreciar la importancia que revisten los proyectos pioneros dentro de la temática, podemos concluir que actualmente el entorno general dentro de la economía y la sociedad argentina no es propicio para una implementación de forma masiva de los ángeles inversores como herramienta de financiamiento. No obstante, y siguiendo una tendencia mundial, ésta herramienta ha de



incorporarse eventualmente dentro de las opciones de financiamiento par
MIPyMEs.

Bibliografía consultada

- **Apreda, Rodolfo;** *Mercado de capitales, administración de portfolios y corporate governance.* Ed. La Ley, Buenos Aires. [2005]
- **Aronson, Daniel H.;** *Raising Capital for the emerging business: a primer for entrepreneurs.*[2001]
- **Freear, J. and Wetzel, W. ;** *The informal Venture Capital Market in the 1990s.*[1992]
- **Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica,** *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina.* [1996].
- **Jacobsohn Gabriel, Cochello Agustina;** *Inversores Angeles en Argentina* (Archivo PDF) [2002]
- **Garreton, Facundo;** *Estrategias y alternativas de financiamiento,*(Archivo PDF) [2004]
- **Céttolo, Gustavo;** *Emprendimientos sin compromiso, un vuelo corto.* (Archivo PDF) [2004]
- **Carullo, Juan Carlos;** *El Capital de Riesgo en la Argentina: Surgimiento, Crisis, Experiencias y Propuestas.*(Archivo PDF) [2002]
- **Gabrielsson, Jonas;** *Boards and governance in SMEs, an inquire into boards contributions to firms performance,* Suecia, [2003]
- **MIT Entrepreneurship Center,** *Venture Support Systems Project: Angel Investors.* (Archivo PDF) [2000]
- **OCDE,** *Venture Capitals and Innovation,* (Archivo PDF) [1996]



- **Alcaraz Rodríguez, Rafael;** *El emprendedor de éxito: Guía de Planes de Negocios*. Ed. McGraw Hill, Mexico [2000]
- **Ross, Westerfiel, Jordan** *Fundamentos de Finanzas Corporativas*, McGraw Hill, México [2000]
- **Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J.,** *Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up companies: The guide for entrepreneurs, Individuals Investors, and Venture Capitalists*, Jossey-Bass, USA [2000]



Páginas de Internet consultadas

- www.infobaeprofesional.com
- www.cema.edu.ar
- www.mipyme.com
- www.inverpymes.com.ar
- www.pymesdigital.com.ar
- www.esade.es
- www.capitalderiesgo.secyt.gov.ar
- www.gestiopolis.com
- www.sena.gov.co
- www.nvca.org
- www.sepyme.gov.ar
- www.eban.org
- www.esban.com



Conferencias asistidas

- “1er Conferencia Endeavor Córdoba”, Hotel Sheraton, Córdoba, 30 Noviembre 2005
- “El financiamiento de las PyMEs cordobesas”, Auditorio UESiglo 21, Córdoba, 5 de octubre de 2005.
- “InvestShow 2006”, Hotel Sheraton, Buenos Aires, 27 al 29 de Junio 2006.

Glosario

Bootstrapping: Forma de financiamiento consistente en el ahorro de recursos mediante la racionalización de los mismos.

Business Plan o Plan de Negocios: Herramienta administrativa que se utiliza para la planificación y la consecuente optimización de un negocio.

Capitales de riesgo: son aquellos fondos destinados, generalmente, a empresas nuevas con un alto riesgo.

Dividendo: Pago que se realiza a los propietarios de una empresa con base en las utilidades de la misma, bajo la forma de dinero o acciones.

Flujo de fondos: Es el efectivo proveniente de las actividades de la empresa, habiendo considerado tanto ingresos como gastos de impuestos, depreciaciones y de capital.

Governancia corporativa: Es un conjunto de mecanismos e instrumentos de que disponen los administradores de las empresas, que al tiempo que les permite maximizar el valor de la empresa y de sus accionistas, reconocen y hacen posible el ejercicio de los derechos de accionistas, inversionistas y otros terceros con interés en la compañía), y establecen obligaciones y responsabilidades de las juntas directivas en aras del logro de tales derechos

Liquidación: La liquidación consiste en la obtención de dinero rápido mediante la venta de activos de la empresa.

Networking: Literalmente, trabajo en red.

Problemas de Agencia: Conflicto generados a partir de la relación entre accionistas y directivos.

Retornos económicos: Son aquellos que aportan algún tipo de activo susceptibles de ser valorados monetariamente.



Retornos no económicos: Son aquellos aportes que no necesariamente añaden un valor monetario a la empresa. Ej. Prestar un servicio a la comunidad, sin ánimo de lucro.

Utilidades retenidas: Son aquellas ganancias que no se reparten entre los propietarios de una empresa y que se reutilizan con fines de inversión.

Valor actual neto (VAN): Diferencia entre el valor mercado de una inversión y su costo.



Anexos

Modelo de Cuestionario empleado en el relevamiento de datos:

- 1- ¿Considera que las PyMEs son importantes para un país?
- 2- Desde su punto de vista ¿Cuál es el mayor problema con el que cuentan las PyMEs?
- 3- ¿En relación las actividades propias de una empresa, como considera al financiamiento dentro de las mismas?
- 4- Conociendo la cultura argentina, cree que podría existir un mercado transparente y confiable?