

EMPRENDEDORES E INVERSIONISTAS: CONVERGENCIAS Y DIVERGENCIAS*

*Víctor Manuel Tamayo Bustamante***
*Ana María Calle Fernández****

* Este artículo es parte del proyecto de tesis en el Master of Technology Management que el autor Víctor Manuel Tamayo cursó en la Universidad de Queensland y de las reflexiones de los autores sobre el tema. Este artículo se recibió el 09-12-2004 y se aprobó el 29-05-2005.

** Ingeniero Electrónico, Universidad Pontificia Bolivariana, 2001; Master of Technology Management, Universidad de Queensland, 2002; Magíster en Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Profesor en el Departamento de Administración de Empresas, Universidad de Antioquia y director del Grupo de Estudios Empresariales y Desarrollo Económico (GEDE) en la misma institución. Correo electrónico: vmtamayo@gmail.com.

*** Administradora de Empresas, Universidad de Antioquia, 2002; Especialista en Finanzas, Preparación y Evaluación de Proyectos, Universidad de Antioquia, 2005. Profesora en el Departamento de Administración de Empresas, Universidad de Antioquia y miembro del Grupo de Estudios Empresariales y Desarrollo Económico (GEDE) en la misma institución. Correo electrónico: anamacalle@hotmail.com.

RESUMEN

El texto explora la *brecha de percepción* entre emprendedores empresariales e inversionistas. Esta relación es ampliamente destacada, pero poco se ha estudiado y no se han propuesto métodos para cerrarla. Apoyado en la revisión sobre el tema y entrevistas con emprendedores e inversionistas de riesgo, el artículo propone un método sistemático para cerrar dicha brecha de percepción, con el propósito de contribuir a que los emprendedores cumplan con los criterios de los inversionistas y de este modo aumenten el valor percibido de los proyectos y su financiación. En el artículo se muestra que la brecha existe; se exponen las ventajas de la metodología propuesta para los emprendedores empresariales, los inversionistas y los docentes; y se señalan, finalmente, las posibilidades de investigaciones futuras.

Palabras clave: empresarismo, riesgo, nuevas empresas, financiación, creación de empresas, plan de negocios.

ABSTRACT

Entrepreneurs and Investors: Similarities and Differences

This paper explores the widely mentioned perception gap existing between entrepreneurs and investors. A survey on the topic and an interview with entrepreneurs and joint investors serves as a basis for the setting up of a method intended to close the gap in order to facilitate investor-entrepreneur matching by means of a better perception of project value. The paper confirms the existence of the gap, lists the advantages of the method proposed, and points out future research avenues.

Key words: Entrepreneurship, risk, new enterprises, financing, new venture creation, business plan.

La creación de nuevas empresas ha sido reconocida como una fuerza motora para el crecimiento económico de un país (Burgelman & Maidique, 2001; Timmons, 1994), dado que tanto este factor como el desarrollo son jalonados por el éxito de los nuevos proyectos empresariales. Se reconoce, de igual forma, que el capital para comenzar dichos proyectos comúnmente viene de terceros. Es usual que esta situación se produzca por la falta de fondos en los nuevos proyectos empresariales, porque sus activos no son físicos, sino intelectuales o intangibles. En consecuencia, para hacer crecer sus proyectos empresariales, los emprendedores están obligados a encontrar una forma de obtener los recursos necesarios. Sin embargo, debido al hecho común de que los nuevos proyectos presentan flujos de caja negativos en los primeros años (Lerner, 2000) y a que no poseen historial de desempeño ni de crédito, la obtención de estos fondos se convierte en una tarea difícil. Esto significa el final de muchos proyectos productivos.

¿Por qué es tan difícil obtener fondos para nuevos proyectos productivos? Diferentes argumentos se han utilizado para explicar esta situación. Algunos académicos dan razones macroeconómicas y falta de confianza en la economía (Tylor, 1999), mientras otros explican este fenómeno al sugerir la existencia de una *brecha de percepción* entre los inversionistas y los emprendedores. Estos últimos argumentan que en tanto los inversionistas poseen guías claras para seleccionar sus inversiones, los emprendedores y las nuevas empresas usualmente fallan en seguir y llenar estos criterios, porque fracasan en responder a las inquietudes de los

inversionistas, lo cual da como resultado la no obtención de los fondos requeridos.

Algunos académicos han hecho esfuerzos para llenar esta brecha de percepción, al codificar los criterios de los inversionistas (Hall & Hofer, 1993; MacMillan & Siegel, 1985; Muzyka & Birley, 1996; Wells, 1974; Zopounidis, 1994). Sin embargo, ningún estudio ha intentado explorar el otro lado de la relación o presentar un método para asegurar que los emprendedores llenen estos criterios, ya identificados por los investigadores. Una revisión de la bibliografía relevante, de los últimos quince años, indica que no se ha hecho investigación o esfuerzo alguno en este campo. El presente documento sostiene firmemente que para llenar la brecha de percepción es necesario explorar ambos lados de la relación y presentar un método sistemático, a fin de asegurar que los emprendedores y los nuevos proyectos empresariales llenen los criterios seguidos por los inversionistas, y así mejorar sus posibilidades de ser financiados.

1. Estado de la cuestión

La creación de nuevas empresas ha sido reconocida como un motor que dinamiza la economía y estimula su desarrollo y crecimiento (Admati & Fleider, 1994). Un elemento clave es la participación en forma de *equity positions*¹ por parte de los capitalistas, pues ellos son los facilitadores de capital para estas nuevas empresas. Adicionalmente, la

¹ *Equity position* son aquellas participaciones en las que los inversionistas exigen acciones en la compañía que financian.

cooperación y el entendimiento —evitar brechas de percepción— entre emprendedores e inversionistas es un elemento determinante para el crecimiento continuo de esta relación (Cable & Shane, 1997).

A pesar de la importancia de la brecha de percepción en la relación emprendedores-inversionistas, se han elaborado pocos estudios para entenderla a cabalidad. Por el contrario, tales estudios se han enfocado en el criterio de selección de los capitalistas de riesgo (inversionista) y han desdeñado completamente la percepción de los emprendedores.

1.1 *Investigación académica*

Zopounidis (1994) provee un útil resumen de los estudios previos en el campo del capital de riesgo. Él concluye que hay gran diversidad en los criterios de evaluación y que su importancia varía de un estudio a otro. Esto no debe sorprender, en especial si se toma en cuenta que el marco temporal de cubrimiento para los estudios analizados es alrededor de treinta años —desde 1974 hasta 1996 (Muzyka & Birley, 1996)—. Sin embargo, la industria de capital de riesgo ha sufrido revoluciones mayores en este período, que la han cambiado significativamente en términos de sofisticación, especialización e inversión económica.

Zopounidis concluye que, como resultado del cambio, es natural esperar que los criterios de selección, las expectativas y todas las variables relevantes hayan sido reevaluadas. No obstante, este autor presenta una variable constante a través de los diferentes estudios, la cual se convierte en el criterio del equipo

gerencial. Courtney argumenta que más allá de los cambios en los ciclos económicos y el cambio de paradigmas, siempre es una ventaja tener un equipo de dirección competente frente a nuevos proyectos empresariales (Courtney & Kirkland, 1999).

MacMillan, por su parte, usa un modelo lineal y métodos de regresión para predecir el éxito de 150 proyectos empresariales evaluados por 67 capitalistas de riesgo estadounidenses. Ellos identifican cinco grupos de criterios, los cuales se refieren a cuatro diferentes tipos de riesgo: riesgo gerencial, riesgo de inversión, las amenazas de la competencia y la capacidad de liquidar la inversión (estrategia de salida) (MacMillan & Siegel, 1985). Similarmente, Tyebjee y Bruno (1984), usando la misma técnica, encuentran como grupos de criterios las capacidades gerenciales, lo atractivo del mercado, la diferenciación del producto, las amenazas del ambiente, la capacidad de liquidación de la inversión y la recolección de la utilidad.

Muzycza presenta un estudio entre firmas europeas de capital de riesgo. Para éstas, las habilidades gerenciales del equipo están en la cima de las características requeridas por los inversionistas. Adicionalmente, la capacidad de los productos para sostener una posición competitiva en el mercado y un equipo capaz de llevarlos a éste se ubican en los siguientes lugares. Entre tanto, la ubicación geográfica de la inversión relativa a la del inversionista está situada en las últimas posiciones, por lo cual aparentemente este factor es de poca importancia para un gran número de inversionistas (Muzycza & Birley, 1996).

Se concluye que los inversionistas de riesgo, como grupo, prefieren seleccionar una oportunidad que ofrecer un buen equipo gerencial y razonables estados financieros y productos, al tiempo que piensan que sin un adecuado equipo gerencial y una idea razonable, las buenas proyecciones financieras son generalmente insignificantes, porque nunca se materializarán (Muzyca & Birley, 1996).

Por otro lado, Muzyca concluye que todos los inversionistas de riesgo están de acuerdo en que la capacidad de liquidar la inversión es importante; en cambio, el tamaño de mercado, la sensibilidad a los ciclos económicos y la estacionalidad de mercado-producto son relativamente insignificantes. Esta conclusión contrasta con la línea tradicional, la cual considera que los inversionistas están conducidos por el mercado.

Hall y Hofer (1993) usan como metodología primaria el análisis de protocolo verbal. Ellos concluyen que la estrategia de negocios propuesta fue relativamente insignificante en las etapas de análisis de factibilidad y de valoración de las propuestas. También argumentan que mientras la información financiera sobre los negocios planteados fue revisada, esto no se convirtió en un criterio de decisión del inversionista. Además, concluyen que las características de los emprendedores no fueron importantes en la valoración y análisis de factibilidad de las propuestas, excepto para los extremos de la distribución del talento empresarial —muy incompetentes y potencialmente muy competentes—.

Los resultados presentados por Hall y Hofer (1993), contrastan con varios estudios en este

campo (Wells, 1974; Tyebjee & Bruno, 1984; MacMillan & Siegel 1985; MacMillan, Zemann & Subbanarasimha, 1987). Los autores argumentan que debido a que en la mayoría de los estudios previos no se especificó el estado del proceso de decisión estudiado, probablemente los criterios identificados surjan de diferentes estados del proceso de evaluación por parte del inversionista, lo cual genera resultados espurios. Sin embargo, este estudio toma sólo una muestra de cuatro capitalistas (dada la metodología usada) y, por lo tanto, no puede ser considerado un reflejo suficiente de la realidad de todos los inversionistas de riesgo.

Cardis y Kirschner (2001) muestran un análisis completo de la industria de capital de riesgo. Éste tiene la fortaleza de que los autores son personas de la industria, pero su desventaja radica en no proporcionar algún método formal para validar sus conclusiones. Ellos afirman que los capitalistas perciben cuatro fuentes principales de riesgo: riesgo de mercado, riesgo de recursos humanos, riesgo tecnológico y riesgo monetario, y sostienen tanto que el mercado es el factor principal para los inversionistas como que las rápidas tasas de crecimiento y su clara segmentación son un elemento indispensable.

Cardis y Kirschner también sugieren que un mercado pequeño asegura el fracaso en la adquisición de fondos, pues si la idea del negocio no involucra un mercado suficientemente grande, la idea no puede crecer tanto como para ofrecer los retornos esperados por los inversionistas. Ellos argumentan que el riesgo del mercado es más significativo que el riesgo de recursos humanos, ya que los inversionistas pueden siempre adicionar talento y

recursos humanos para fortalecer el equipo gerencial, pero en contadas ocasiones pueden crear un mercado para un proyecto dado.

Estos autores sugieren que los inversionistas minimizan el riesgo de recursos humanos evaluando el equipo gerencial y sus credenciales, los logros obtenidos y la calidad de sus presentaciones. Adicionalmente, ellos infieren que los inversionistas miden el grado de compromiso del equipo con el proyecto empresarial por el monto de su propio capital invertido en la empresa. Así, este estudio concluye que los inversionistas esperan soluciones, productos, servicios o tecnologías inteligentes, para evaluarlas a la luz de áreas principales: el estado de desarrollo del producto, la probable aceptación del mercado y su grado de propiedad.

De acuerdo con Shepherd y Ettenson (2000), en general, el criterio más importante para el inversionista en su valoración es el grado de competencia en el interior de la industria seleccionada, aunque también considera los aspectos relacionados con la competencia y la ventana de oportunidad.

Elango y Fried (1995) adicionan una cuestión de marcada relevancia: ¿cómo difieren entre ellos los inversionistas de riesgo? Este aspecto es importante y debe ser tomado en cuenta, porque sus organizaciones y expectativas son distintas. Estos autores identifican cuatro fuentes potenciales de diferenciación entre las firmas de capital de riesgo: etapa del proyecto empresarial que genera interés, monto de la ayuda proporcionada (no sólo económica), tamaño de la firma y la localización geográfica.

Ellos dividen a los inversionistas en cuatro grupos, de acuerdo con las etapas de desarrollo del proyecto empresarial que genera interés, y concluyen que entre más temprana sea la etapa de inversión, más grande es el interés en proyectos empresariales contruidos a partir de productos o servicios con alto grado de propiedad (por ejemplo, patentes), del alto grado de diferenciación y de mercados con alto potencial. Los inversionistas interesados en etapas posteriores se mostraron más interesados en una aceptación demostrada; sin embargo, no se encontraron variaciones en las cualidades gerenciales deseadas por los inversionistas.

1.2 Resumen de resultados

El Cuadro 1 extrae los resultados de las investigaciones y las características reconocidas como importantes y valoradas por los inversionistas cuando se considera al emprendedor y su proyecto empresarial, tal y como fueron ya identificadas en los estudios analizados.

Es notable que la única característica reconocida como fundamental por los inversionistas a través de todos los estudios es la constituida por las *habilidades gerenciales* en el emprendedor o en el equipo. Puede argumentarse que sin importar el tipo de negocio, la tecnología o el mercado, las habilidades gerenciales siempre son deseables, porque un equipo capacitado y preparado probablemente tendrá más ventajas y oportunidades que uno débil. Además, factores como estados financieros, proyecciones de mercado o cualquier otra variable en un plan de negocios son insignificantes sin un equipo gerencial capaz de llevarlos a cabo y hacerlos una realidad.

Cuadro 1
Resumen de resultados

	Wells	Pointdexter	Tyebjee	MacMillan	MacMillan	Robinson	Timmons	Hall	Muzyka
Características del equipo/emprendedor	1974	1976	1984	1984	1987	1987	1987	1993	1996
Habilidades gerenciales	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX
Equipo del proyecto		XXXX		XXXX	XXXX	XXXX		XXXX	XXXX
Participación en el proyecto	XXXX		XXXX			XXXX			
Motivación personal				XXXX					XXXX
Personalidad									
Características del producto/servicio									
Atributos del producto	XXXX		XXXX	XXXX	XXXX				
Diferenciación del producto			XXXX				XXXX		
Grado de propiedad	XXXX			XXXX	XXXX				
Potencial de crecimiento			XXXX						
Aceptación del mercado				XXXX			XXXX		
Prototipo				XXXX					
Características del mercado									
Tamaño del mercado	XXXX	XXXX		XXXX			XXXX	XXXX	
Crecimiento del mercado	XXXX		XXXX	XXXX		XXXX	XXXX		
Barreras de entrada			XXXX				XXXX		XXXX
Amenaza competitiva				XXXX	XXXX		XXXX		XXXX
Nuevos mercados				XXXX					
Características financieras									
Potencial de liquidación y método	XXXX	XXXX	XXXX	XXXX				XXXX	XXXX
ROI esperado		XXXX	XXXX	XXXX			XXXX		
Riesgo esperado		XXXX							

Continúa

Continuación

	Wells	Pointdexter	Tyebjee	MacMillan	MacMillan	Robinson	Timmons	Hall	Muzyka
Porcentaje de equidad		XXXX							
Tamaño de la inversión	XXXX		XXXX						
Liquidez				XXXX	XXXX	XXXX			
Debida diligencia									
Referencias	XXXX					XXXX			
Etapas del proyecto		XXXX	XXXX			XXXX			
Criterio del inversionista							XXXX		XXXX

Fuente: elaboración propia.

Por lo tanto, es posible concluir que el equipo gerencial y el factor humano son características vitales y que los inversionistas podrán invertir en buenas o excelentes ideas de negocios, pero solamente si son respaldadas con personas excepcionales.

El mercado y todas sus variables se han reconocido como determinantes clave para que los proyectos empresariales obtengan los fondos buscados (Cardis & Kirschner, 2001). Sin embargo, se ha considerado el plan de mercadeo el eje principal de cualquier plan de negocios. A pesar de la posición contraria de Muzyka y Birley (1996), la gran mayoría de los estudios muestra que el mercado y sus variables (tasas de crecimiento, por ejemplo) son tenidas en cuenta como criterios de decisión. Es posible concluir que, basados en los presentes estudios, los problemas del mercado son relevantes para los inversionistas y, de hecho, son un criterio decisivo para ellos.

Es lógico que los inversionistas busquen oportunidades con grandes mercados y altas tasas de crecimiento, a fin de obtener los rendimientos esperados en sus portafolios. Esto es aún más claro si se considera el hecho de que siete de cada diez proyectos empresariales de riesgo fallarán o no obtendrán los rendimientos esperados. Por lo tanto, las tres compañías restantes son responsables del logro de los beneficios y los rendimientos del portafolio en general —rendimiento usualmente superior al 30% anual—. Queda claro que las compañías ‘sobrevivientes’ deben ser capaces de crecer rápidamente para alcanzar esto, situación que requeriría un mercado masivo donde desempeñarse de manera óptima.

Las características del producto o servicio fueron medianamente reconocidas como decisivas para los estudios. Puede argumentarse que mientras tales características son importantes y necesarias para conquistar un mercado, también se asume que las soluciones tecnológicas usualmente no bastan para conquistar un mercado. Este último factor ha dado testimonio innumerables veces de mejores soluciones técnicas que fracasan.

La conclusión es que la mejor solución técnica no conquista un mercado, sino aquella con el mejor rango de variables y el mejor equipo gerencial —criterio número uno—, capaz de transformar una buena oportunidad en un éxito total. Adicionalmente, se puede concluir que los inversionistas de riesgo esperan las buenas ideas, por lo que esto no significa una diferencia enormemente significativa, excepto en los extremos en los cuales la idea presentada tiene, en efecto, un potencial muy por encima del promedio.

El grupo de factores financieros fue también reconocido y valorado por los inversionistas. De éste, la capacidad de liquidar la participación (estrategia de salida) y el potencial de las propuestas fueron las características más importantes. Esto es lógico si se considera a las inversiones en proyectos empresariales inversiones inmóviles, las cuales anclan un determinado capital (Cardis & Kirschner, 2001). Por lo tanto, la existencia de una opción de salida a través de la cual los inversionistas puedan transformar su participación inmóvil en elementos fácilmente negociables en el mercado (como efectivo o acciones de alta bursatilidad) es muy importante para ellos.

Finalmente, es posible identificar cinco grupos de características principales, que reúnen todas antes discutidas, las cuales se usaron para desarrollar el presente documento:

- Factores humanos: todos los asuntos relacionados con el equipo o el empresario, así como la motivación, preparación, personalidad y habilidades.
- Características del producto/servicio: todos los asuntos relacionados con el producto/servicio en sí mismo, como la singularidad, la tecnología y la viabilidad.
- Características del mercado: todos los asuntos relacionados con el mercado, como tamaño del mercado, tasa de crecimiento, estacionalidad y competidores.
- Características financieras: todos los asuntos relacionados con los aspectos financieros del plan de negocios: retorno sobre la inversión (ROI: *return over investment*), puntos de equilibrio, estrategias de salida, participación y equidad en el proyecto empresarial.
- Otros: asuntos no clasificados en ninguno de los grupos anteriores y se refieren a los criterios codificados de los inversionistas, como reglas de los fondos, etapas de inversión, rango de inversión y demás.

Es importante resaltar algunos puntos importantes en la presente discusión. Primero, es notable el hecho que mientras diversos estudios se han realizado para identificar la percepción de los inversionistas, ninguno se haya realizado para encontrar la percepción de los emprendedores. Segundo, se conoce la creencia popular de la existencia de una brecha de percepción entre inversionistas y emprendedores, pero sorprende la carencia del tema en la bibliografía especializada.

Tercero, en este documento se argumenta firmemente que para poder cerrar o minimizar una brecha, en especial de percepción o comunicación, es obligatoria la exploración de las dos posiciones y perspectivas, y no de una sola de las partes, tal como ha sido la práctica común en la literatura hasta ahora.

2. Marco de trabajo

Hasta el momento, este trabajo ha explorado y presentado el principal criterio usado por los inversionistas de riesgo —y para el mercado de equidad en general— como pauta para seleccionar las compañías en las cuales invertir. Este criterio —como se explicó en las secciones previas— puede agruparse en las personas, el mercado, las capacidades tecnológicas, los asuntos financieros y la debida diligencia.

Tomando en cuenta toda esta información, ha sido posible establecer que mientras existen puntos de congruencia entre los capitalistas y los empresarios, así como la importancia de la tecnología y de las altas tasas de crecimiento, también existen puntos de desacuerdo —por ejemplo, la importancia que debe tener el equipo de dirección y las percepciones sobre los competidores—. Sin embargo, es razonable concluir que existen errores de percepción entre emprendedores e inversionistas y que éstos han condenado nuevos proyectos empresariales, porque se preocupan por llenar el criterio percibido, y no el realmente utilizado por los inversionistas. Fallan, en consecuencia, en sus esfuerzos para ser financiados. Sin embargo, dos preguntas permanecen sin contestar:

- ¿Qué pueden hacer las nuevas compañías y empresas que buscan capital para aumentar sus oportunidades de obtenerlo?
- ¿Cómo pueden usar los resultados del presente documento para aumentar sus oportunidades?

Este trabajo propone el uso de un método estructurado y secuencial, desarrollado a partir de las entrevistas realizadas, así como de las investigaciones previas, el cual puede verse como una técnica para ‘comprobar la realidad’ y que ayuda a identificar las debilidades en las propuestas de las empresas. También sugiere cómo estas debilidades pueden ser afrontadas.

El método propuesto intenta ayudar, después de seguir todos los pasos secuenciales, a reducir el riesgo percibido por inversionistas y a asegurar que los proyectos empresariales posean todos los elementos clave para ellos.

2.1 Supuestos

En principio, el presente documento asume que los inversionistas actúan de manera racional, tal y como se define en la microeconomía, lo cual implica los siguientes supuestos:

- Los inversionistas prefieren más riqueza a menos riqueza.
- Los inversionistas rechazan el riesgo (prefieren menos riesgo que mayor riesgo).
- La tasa de retorno de un proyecto empresarial está en función del riesgo percibido. Esta función no es lineal, debido

a que los inversionistas presentan aversión al riesgo.

De estas tres premisas iniciales es posible presentar tres situaciones:

- Entre dos inversiones similares en todas las características, excepto en el riesgo percibido, los inversionistas elegirán aquella con el menor riesgo.
- Entre dos inversiones similares en todas las características, excepto en relación con el riesgo, los inversionistas esperan una mayor tasa de rendimiento para la inversión con mayor riesgo.
- Entre dos inversiones similares en todas las características, excepto en la tasa de retorno, los inversionistas elegirán aquella con la mayor tasa de rendimiento sobre la inversión.

Por lo tanto, si un nuevo proyecto empresarial reduce el riesgo percibido, mejorarán sus oportunidades de recibir financiación. Un corolario de esta conclusión: dado que la tasa de rendimiento es una función del riesgo percibido, y ya que los inversionistas presentan aversión al riesgo, ellos esperarán retornos inferiores si el proyecto empresarial logra reducir su riesgo intrínseco y percibido.

2.2 Grupos

Se ha argumentado que los proyectos exitosos deben tener adecuados elementos humanos y técnicos, y ya que una nueva empresa puede considerarse un proyecto a largo plazo, estos elementos aplican con mayor razón para los proyectos empresariales.

Este trabajo presenta cinco grupos principales de características reconocidas como determinantes, de acuerdo con las entrevistas y con la revisión bibliográfica. Del grupo de características, dos van a considerarse controladas directamente por las nuevas empresas; mientras las otras tres van a tomarse como controladas indirectamente por ellas.

Características controladas directamente:

- Recursos humanos (personal).
- Capacidades tecnológicas.

Características controladas indirectamente:

- Problemas financieros.
- Debida diligencia.
- Mercado.

Las características controladas de forma directa se consideran variables endógenas independientes del contexto externo; por lo tanto, la *decisión* de cambiarlas recae en los emprendedores. Las empresas pueden cambiar libremente su personal y talento humano, así como su tecnología, ya que estas destrezas dependen del propio equipo de trabajo. Igualmente, las empresas pueden cambiar sus habilidades tecnológicas al optar por una variación en sus recursos humanos; pero esto sería una decisión propia de la empresa, independiente del contexto externo.

Es necesario anotar que la aceptación y el éxito de la tecnología propuesta o del producto son considerados características de mercado, dado que este último decide en última instancia su éxito o fracaso.

Las características indirectamente controladas (exógenas) son aquellas que la empresa no puede controlar de forma directa, pues son variables que dependen de factores externos, como fuerzas de mercado o inversionistas. Sin embargo, la empresa puede *influir* en ellas y reenfocarse a sí misma —por ejemplo, cambiando su mercado objetivo o seleccionando una determinada fuente de recursos—, aunque no puede asegurar el resultado final, es decir, que el nuevo mercado sea completamente exitoso o la nueva fuente de recursos esté garantizada.

Las dos características controladas de forma directa pueden expandirse usando como guía los componentes identificados en las entrevistas y los criterios que se destacaron en la revisión bibliográfica, de la siguiente manera:

Recursos humanos y la firma:

- Habilidades gerenciales.
- Plan de negocio.
- Disponibilidad de elementos de la cadena de valor.
- Equipo de trabajo.

Tecnología:

- Viabilidad.
- Competencias disponibles.
- Diferenciación.
- Propiedad o inimitabilidad (derechos de propiedad).

2.2.1 Recursos humanos y la firma

Habilidades gerenciales: constituyen la única característica que la literatura académica

y profesional presentada hasta ahora ha asumido como relevante, así como las entrevistas personales. El ciento por ciento de los inversionistas analizados sugieren que ellos esperan que los emprendedores posean habilidades gerenciales en algún grado. Los inversionistas miden tales habilidades a través de las experiencias previas (exitosas y no exitosas), acreditación académica formal y contacto personal (cara a cara). Adicionalmente, la calidad de la presentación (exposición y documentos) también se toma en cuenta (Muzyka & Birley, 1996; Zopounidis, 1994).

Plan de negocio: el objetivo último de un plan de negocios es presentar un modelo de negocio que asegure la incorporación de un núcleo tecnológico de la innovación en un esquema económicamente viable. El plan de negocios funge como canal en el proceso de creación de valor, pues sirve como intermediario entre los dominios tecnológicos y sociales, al seleccionar y filtrar las tecnologías y agruparlas en una configuración particular que va a ser ofrecida al mercado. Los inversionistas de equidad requieren un sólido plan de negocios, a fin de entender de forma plena el modelo de negocios propuesto y cómo éste creará valor. Adicionalmente, la presentación profesional y el asegurar que cubra todos los componentes clave es fundamental.

Disponibilidad de elementos de la cadena de valor: el éxito de una nueva tecnología en el mercado requiere diversos elementos, en adición de la tecnología en sí misma. Para nuevas tecnologías, variados elementos —como ingeniería, producción, canales de distribu-

ción y organización de ventas— pueden no estar óptimamente implementados, y debilitar, de esa forma, la cadena de valor y conducir a un riesgo significativamente mayor.

Equipo: equipos sólidos presentan características complementarias entre los miembros, las cuales posibilitan al equipo superar cualquier debilidad individual. Características como el conocimiento del mercado, habilidades técnicas y liderazgo (presentes en los individuos) deben ser fusionadas en un equipo que cuente con las habilidades requeridas para enfrentar los retos de crear empresa. Desde esta perspectiva, el equipo es reconocido como un elemento clave cuando los inversionistas consideran financiar un proyecto empresarial.

2.2.2 Tecnología

Viabilidad: la viabilidad de la tecnología se refiere a la habilidad para desarrollar el producto o servicio propuesto. A medida que nuevas tecnologías se mueven hacia productos o servicios, su desempeño debe ser cuantificado y categorizado en las especificaciones de producción designadas. Esto se relaciona no con el riesgo de que las especificaciones hayan sido seleccionadas apropiadamente, basándose en las necesidades o requerimientos del mercado, sino con el riesgo de que el rendimiento de la tecnología sea insuficiente para alcanzar las especificaciones designadas.

Competencias disponibles: la habilidad distintiva de una firma envuelve las habilidades diferenciadas, recursos complementarios y procesos usados para crear ventajas competitivas sostenibles. Prahalad y Hamel (1990)

definen competencias como el aprendizaje colectivo en la organización, sobre todo, la manera de coordinar diversas habilidades productivas y de integrar múltiples fuentes de tecnología. Se infiere que las competencias deben estar presentes en una firma dada, para garantizar una ventaja competitiva a través de la integración de habilidades y tecnologías.

Diferenciación: nuevos productos deben ofrecer alguna atractiva combinación de funciones, características o costos para diferenciarse de los productos existentes. Adicionalmente, existe el riesgo de que los clientes no perciban la tecnología como superior o ventajosa y, por lo tanto, sean indiferentes a ésta.

Propiedad o inimitabilidad: los inversionistas de equidad han reconocido esta característica como deseable, dado que provee el potencial de construir barreras para futuros entrantes al mercado, al fortalecer la posición competitiva de la firma (MacMillan & Siegel, 1985; Shepherd & Ettenson, 2000; Wells, 1974). La forma más común de cumplir con esta característica es a través de patentes o derechos de propiedad.

2.3 Valores

A los grupos *recursos humanos* y *tecnología* se les asigna un vector. La magnitud de cada uno de los componentes de los vectores es medida entre 0,1 (riesgo máximo/elemento más débil) y 0,9 (riesgo mínimo/elemento más fuerte). Es importante aclarar que los valores de 1 o 0 no son usados, dado que el éxito o el fracaso no se pueden predecir con

total certeza. Para el resultado general se considera que a mayor valor del vector, menor el riesgo, donde 1 es un estado 100% libre de riesgo, y 0 es relacionado con un estado 100% de riesgo (riesgo total). Nuevamente, estos valores extremos nunca son asumidos. Por lo tanto, los vectores son como sigue:

- Vector de recursos humanos $\rightarrow A1 = \langle a1, a2, a3, a4 \rangle$
- Vector tecnológico $\rightarrow B1 = \langle b1, b2, b3, b4 \rangle$

Los componentes del vector ax y bx son las características ya identificadas, que enlazan los componentes a las características. Esto queda así:

Recursos humanos y la firma = A1

- Habilidades gerenciales = a1.
- Plan de negocios = a2.
- Disponibilidad de elementos de la cadena de valor = a3.
- Equipo = a4.

Tecnología

- Viabilidad = b1.
- Disponibilidad de competencias = b2.
- Diferenciación = b3.
- Propiedad o inimitabilidad = b4.

La magnitud del vector no se determina por medio de los procedimientos tradicionales del álgebra lineal, sino utilizando un promedio aritmético:

$$|A| = a1 * a2 * a3 * a4 / 4$$

$$|B| = b1 * b2 * b3 * b4 / 4$$

2.4 Guía para asignar valores

El Cuadro 2 provee una guía para asignar los valores a las diferentes variables. Sin

embargo, deberá notarse que estos valores son sólo una sugerencia y no deben ser usados como una guía rígida, sino como un indicador flexible.

Cuadro 2
Guía para asignar valores

	0,1	0,5	0,9
Habilidades gerenciales (a1)	Ninguna calificación formal y probada ingenuidad gerencial	Ninguna calificación formal, pero aceptable desempeño gerencial, o calificaciones formales pero limitada experiencia	Calificaciones formales y extensa experiencia exitosa en el campo propuesto para el proyecto
Plan de negocios (a2)	Plan de negocios de ningún tipo	Plan de negocios formal, pero limitado o con omisiones cruciales	Plan de negocios sólido y suficiente con proyecciones y premisas realistas y análisis de variables sensibles. La mayoría de los elementos del plan de negocio han sido probados. Se incluye lista de clientes actuales
Cadena de valor (a3)	Cadena de valor rota	Cadena de valor claramente identificada pero algunos eslabones son débiles	Sólidos eslabones a lo largo de toda la cadena de valor y comprensión total del rol de la firma dentro de la macrocadena de valor
Equipo (a4)	Desconocimiento de las propias debilidades del equipo y falta de deseo o disposición para traer talento externo	Equipo suficientemente organizado, pero dudas o falta de pruebas sobre el real talento de los miembros. El equipo está consciente de sus propias debilidades. Disposición de remediar debilidades	Equipo sólido con individuos cuyas habilidades se compensan mutuamente, lo cual subsana las debilidades de algunos miembros y ofrece competencias totales como un todo
Viabilidad (b1)	Idea vaga acerca del producto o servicio, pero capacidad nula para hacerlo una realidad	La mayoría de los datos y proyecciones son sólo teóricos y el proyecto no cuenta con todos los elementos técnicos requeridos para llevar el producto o servicio propuesto al mercado	Producto o servicio en etapa funcional. Idealmente existen órdenes de compra y pedidos para él

Continúa

Continuación

	0,1	0,5	0,9
Competencias (b2)	Competencias técnicas de ningún tipo	La mayoría de las competencias requeridas existen, pero los elementos clave no están desarrollados o presentes, o no se tiene control sobre ellos (p. ej. <i>outsourcing</i>)	Todas las competencias requeridas están presentes y han sido totalmente probadas
Diferenciación (b3)	El producto o servicio ya está presente en el mercado. Innovación nula	Nuevas soluciones para problemas existentes, o nuevos mercados para productos o servicios existentes. Innovación incremental	Nuevas soluciones para nuevos mercados. Innovación radical
Inimitabilidad (b4)	Ningún derecho de propiedad o patente. Desconocimiento de la necesidad o razones para poseerlos	Patentes o derechos de propiedad presentes, pero el producto o servicio no posee la diferenciación requerida para evitar 'copias legales' (aquellas copias que no violan las patentes)	Patentes o derechos de propiedad presentes. El producto o servicio es altamente diferenciado y evita cualquier tipo de 'imitación legal'

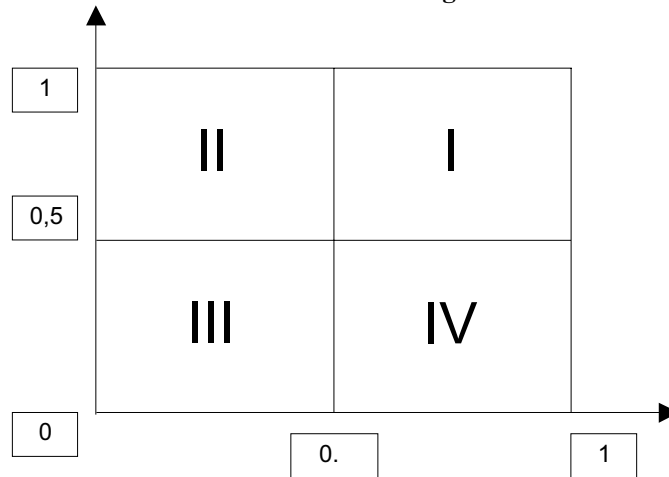
Fuente: elaboración propia.

2.5 Matriz total de riesgo

Si las magnitudes de los vectores A y B son graficados en un plano cartesiano, es posible clasificar el riesgo total del proyecto empresarial propuesto. Si el grupo de recursos humanos (vector A) es asignado al eje X, y el grupo de tecnología (vector B), al eje Y, y sus valores son graficados, es posible clasificar cualquier proyecto empresarial dentro de este plano, al cual llamaremos *matriz total de riesgo* (MTR).

Después de graficar los valores del proyecto empresarial en los cuadrantes anteriores, éste se ubicará en cualquiera de los cuatro (Gráfico 1). Las líneas de división en los ejes X y Y están en los valores de 0,5 en ambos ejes, dado que ésta es la mitad de la escala. Estas líneas representan la frontera y la división entre los diferentes cuadrantes. Los cuatro cuadrantes y sus valores están resumidos en el Cuadro 3.

Gráfico 1
Matriz total de riesgo



Fuente: elaboración propia.

Cuadro 3
Cuadrantes y valores

Cuadrante	Recursos humanos	Tecnología
I	Alto (0,5-0,9]	Alto (0,5-0,9]
II	Bajo [0,1-0,5)	Alto (0,5-0,9]
III	Bajo [0,1-0,5)	Bajo [0,1-0,5)
IV	Alto (0,5-0,9]	Bajo [0,1-0,5)

Fuente: elaboración de los autores.

3. Marco de trabajo

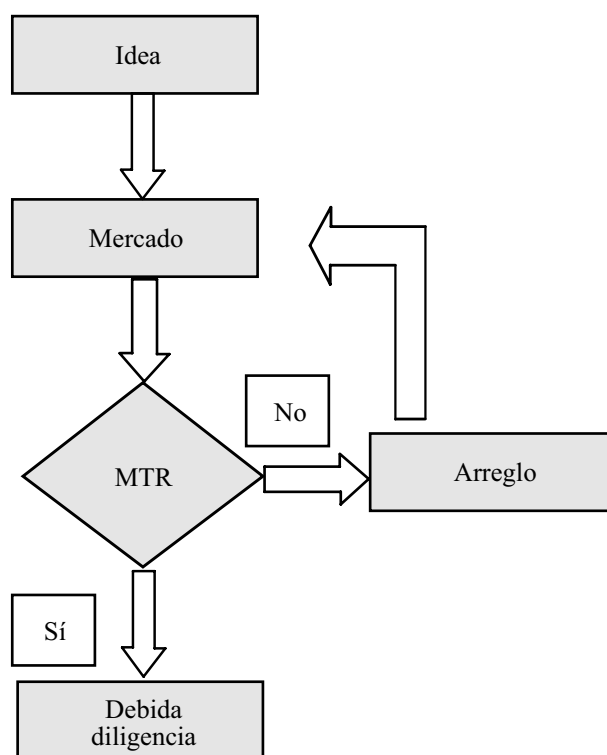
¿En qué grado el proyecto empresarial llena el criterio de los inversionistas? ¿Cuáles son las fortalezas y las debilidades del proyecto empresarial *a los ojos de los inversionistas*? ¿Cómo pueden estas preguntas ser contestadas en forma objetiva? A través de este documento se argumenta que un programático y sistemático marco de trabajo puede utilizarse para analizar el proyecto empresarial, así como para resaltar elementos clave y proporcionar una guía que ayude a solucionar

los elementos débiles. El marco de trabajo posee cuatro etapas principales:

- Generación de la idea.
- Evaluación de mercados.
- MTR.
- Debida diligencia.

Cada una de estas etapas posee compuertas actuariales condicionales que posibilitan la toma de diferentes caminos, dependiendo del resultado de cada etapa. Además, estas compuertas permiten círculos, iteraciones y procesos de retroalimentación. El proceso global puede ser visualizado utilizando el Diagrama 1:

Diagrama 1
Etapas del marco de trabajo



Fuente: elaboración propia.

3.1 Idea

El primer bloque en el marco de trabajo es la *idea*, dado que cualquier nuevo proyecto empresarial empieza con una (Timmons, 1994). Sin embargo, no todas las ideas poseen el potencial para generar proyectos empresariales exitosos; por lo tanto, en este punto, el emprendedor debe explorar la viabilidad de su idea.

3.2 Mercado

El segundo bloque en el Diagrama 1 es el *mercado*, el cual se ha colocado en esta posición para tomar en cuenta tres hechos:

- Usualmente, los emprendedores se enfocan en un mercado *después* de generar la idea, pues creen que la idea debe centrarse en el mercado que *ellos creen* es el más adecuado.

- Dado que el objetivo del marco de trabajo es reflejar la realidad y no la mejor práctica, el bloque mercado se ubica en esta posición para reflejar este hecho.
- Para analizar el siguiente bloque (MTR) es necesario identificar un mercado inicial, a fin de poder determinar si el proyecto empresarial posee las competencias requeridas en ese mercado específico.

La idea identificada como factible debe evaluarse desde una perspectiva de mercado, en la cual las variables de precio, promoción, plaza y producto deben ser claras y objetivamente discutidas, con el fin de identificar posibles debilidades en esta etapa.

3.3 MTR

En esta etapa se debe aplicar la herramienta MTR, tal como fue explicada anteriormente. El proyecto empresarial se ubicará, asimismo, en uno de los cuatro cuadrantes. Dado que los inversionistas prefieren menor a mayor riesgo, el cuadrante ideal será el número uno, ya que los proyectos empresariales ubicados en este cuadrante poseen altos valores en ambos grupos (recursos humanos y tecnología), lo cual reduce el riesgo intrínseco del proyecto. Sin embargo, no todos los proyectos empresariales pueden ser ubicados en este cuadrante, ya que se carece de buenos puntajes en uno de los grupos o en ambos.

En este punto se presenta una bifurcación, al tomar en cuenta si el proyecto empresarial posee las características necesarias para estar en el cuadrante I. No obstante, cuando, en efecto, se cumplen los requerimientos, significa que las características técnicas

y de recursos humanos son sólidas y, por lo tanto, el proyecto empresarial puede avanzar al cuarto bloque o siguiente etapa.

3.4 Arreglo

En sentido contrario, si el proyecto empresarial encuentra que sus valores lo ubican en los cuadrantes II o IV, deberá intentar solucionar esta situación al incorporar al proyecto empresarial capacidades relacionadas con los recursos humanos para el cuadrante II —habilidades gerenciales, de mercadotecnia o administrativas— y capacidades técnicas en el caso del cuadrante IV. Adicionalmente, si el proyecto empresarial se ubica en el cuadrante III, significa que el proyecto carece de capacidades en recursos humanos y tecnología.

Esta situación representa el mayor riesgo intrínseco y, por lo tanto, posee la menor opción de atraer inversionistas o equidad. Para solucionarla se debe buscar talento en ambos campos; sin embargo, es poco probable que el proyecto empresarial alcance la siguiente etapa, dado que carece de conocimiento del mercado seleccionado y del conocimiento técnico requerido para hacer realidad el producto o servicio propuesto. Esto crea un escenario poco atractivo y con poco potencial para atraer el talento necesario.

Los proyectos productivos en los cuadrantes II, III y IV deben solucionar sus debilidades y *después* seguir el camino hasta el segundo bloque o mercado, y comenzar nuevamente desde este punto. Esto es necesario, dado que el proyecto empresarial, al estar en los cuadrantes II, III o IV, no tienen las competencias suficientes para

evaluar el mercado o las diferentes variables relacionadas con la tecnología.

3.5 *Debida diligencia*

El último bloque, la debida diligencia, es aquel por medio del cual el presente trabajo pretende agrupar todos los asuntos relacionados con la compatibilidad entre el proyecto empresarial y los posibles inversionistas o participantes de equidad. Hay dos puntos principales que investigaciones previas no han recalcado: (1) lo adecuado de la fuente de fondos para el proyecto empresarial y su conveniencia y (2) la calidad del plan de negocios.

Partiendo de las premisas de que no todas las fuentes de capital son iguales (Sahlman & Stevenson, 1999), que los requerimientos que los diversos inversionistas buscan son diferentes y que el posible valor añadido que éstos pueden traer al proyecto empresarial difieren ampliamente en el abanico de inversionistas (Lerner, 2000), los emprendedores deben tener una clara idea acerca del requerimiento de capital y de los beneficios adicionales que estén buscando (posibilidad de consultoría, redes de contactos, etc.) en el inversionista.

La relación entre emprendedores e inversionistas posee un horizonte de largo plazo, el cual es usualmente medido en años (Shepherd & Ettenson, 2000). Adicionalmente, el escoger la forma adecuada de financiación (capital de riesgo, ángeles, equidad, préstamo, corporaciones, fondos mixtos, inversionistas de riesgo, etc.), posee una gran importancia, dado que afectará directamente a la compañía y su futuro (Hunter, 1997). Por las anteriores razones, los emprendedores

deben analizar de manera cuidadosa las diferentes opciones, de la misma manera en que los inversionistas evalúan los proyectos empresariales, con la intención de encontrar la más adecuada y apta fuente de fondos.

Dado que los inversionistas no están dados a invertir en campos diferentes a los acostumbrados por ellos (telecomunicaciones, biotecnología, manufactura o comercio electrónico) o fuera de un determinado rango geográfico (Hunter, 1997), los emprendedores deben indagar sobre estas variables y segmentar a los inversionistas que estén dispuestos a invertir en el campo propuesto por el proyecto empresarial. Además, la cantidad de capital requerido deberá estar dentro de los límites del inversionista, es decir, no estar ni por encima ni por debajo de los establecidos por el inversionista específico.

Queda así que los emprendedores, al seleccionar la fuente de fondos, deben considerar:

- Capital requerido.
- Campo del proyecto empresarial.
- Cantidad de participación (equidad) dispuestos a entregar.
- Lo anterior, comparado con las características del inversionista.

Finalmente, el plan de negocios debe cubrir todos los puntos relevantes al equipo, la oportunidad, los contextos externo e interno y el trato ofrecido a los potenciales inversionistas. Éste, además, debe ser presentado en una forma profesional, esto es, ser impecable, dado que ésta es la primera y posiblemente única carta de presentación que los emprendedores tienen ante los potenciales inversionistas.

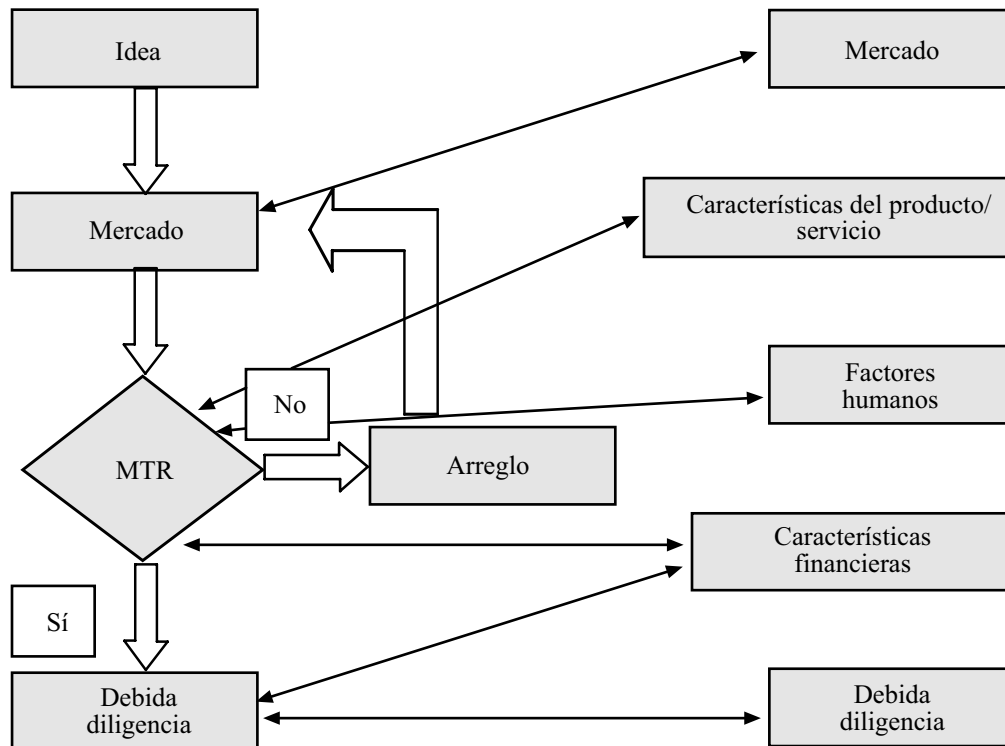
4. Integración

Este documento ha presentado un marco de trabajo que pretende abarcar el criterio utilizado por los inversionistas para seleccionar proyectos empresariales en los cuales invertir, así como fue identificado a través de diversas investigaciones. Sin embargo, es necesario realizar un escrutinio del marco de trabajo propuesto y contestar las siguientes tres preguntas:

- ¿Realmente el marco de trabajo propuesto está cubriendo el criterio de los inversionistas?
- ¿Exactamente en cuáles pasos del marco de trabajo se cubren los diversos puntos del criterio de los inversionistas?
- ¿El marco de trabajo es útil para cerrar la brecha de percepción entre los emprendedores y los inversionistas?

Para contestar las anteriores preguntas se debe observar el Diagrama 2, el cual desglosa las diferentes etapas del marco de trabajo:

Diagrama 2
Etapas del marco de trabajo desglosadas



Fuente: elaboración propia.

El primer bloque del modelo (mercado) está vinculado con el criterio “mercado” de los inversionistas, lo cual indica que este bloque del marco de trabajo está designado a cubrirlo. El marco de trabajo cumple este criterio al mirar variables clave buscadas por los inversionistas, como tasa de crecimiento del mercado, segmentación del nicho y la estrategia relacionada para tomar posición en el mercado.

El bloque MTR está enlazado con el criterio “características del producto/servicio”. El marco de trabajo lo cubre al indagar acerca de:

- La factibilidad de la idea, producto o servicio.
- La presencia y disponibilidad de las competencias requeridas para hacer realidad la idea o el producto/servicio propuesto.
- El grado de diferenciación de la idea, producto o servicio propuesto.

El criterio “recursos humanos” está vinculado con el bloque MTR, el cual cubre el criterio de la siguiente forma:

- Diagnostica las habilidades gerenciales del equipo.
- Diagnostica la coherencia y viabilidad del plan de negocio.
- Explora la existencia y solidez de los diversos eslabones de la cadena de valor.
- La solidez del equipo y como los miembros se complementan.

El criterio “características financieras” está vinculado a los bloques MTR y debida diligencia, los cuales cumplen el criterio al:

- Explorar los elementos financieros en el plan de negocio. Esto es hecho en la MTR.

- Vincular los elementos financieros del proyecto empresarial con la fuente de fondos más adecuada. Esto es hecho en la debida diligencia, porque en este punto se exploran los diferentes inversionistas y se selecciona el más adecuado para el proyecto empresarial.

Finalmente, el criterio “debida diligencia” es vinculado con el bloque del mismo nombre. El marco de trabajo cubre el criterio, al incitar una exhaustiva investigación que conduzca y seleccione al inversionista más apto y probable.

En conclusión, puede afirmarse que el marco de trabajo, en efecto, sí cubre los cinco grupos principales de características identificadas como necesarias por los inversionistas. Además, se puede aseverar que el marco de trabajo ayuda a cerrar la brecha de percepción entre los inversionistas y los emprendedores, al considerar que da una aproximación sistemática, la cual habilita a los emprendedores a cubrir los requerimientos y criterios usados por los inversionistas.

Conclusiones

A través del documento se ha mostrado que la *brecha de percepción* entre emprendedores e inversionistas existe y que es un elemento que debe considerarse si se desea aumentar las posibilidades de que un proyecto empresarial sea financiado, dado que, al tomarlo en cuenta, se puede aumentar el valor percibido por los inversionistas e incrementar su atractivo.

A pesar de la efectividad del marco de trabajo presentado, no está libre de debilida-

des, las cuales deben ser tenidas en cuenta para evitar caer en ellas. La principal es el grado de subjetividad con el cual puede asumirse la asignación de valores y la autocrítica de los proyectos empresariales. A pesar de los esfuerzos realizados para mitigar esta debilidad, al codificar y proporcionar valores guía, la asignación final puede estar influida por conceptos subjetivos. Por lo tanto, y en orden de minimizar este posible riesgo, este documento propone que el marco de trabajo debe ser aplicado integrando elementos externos y objetivos al equipo evaluador del proyecto empresarial.

Este documento resalta cuatro principales riesgos que los emprendedores deben evitar, ya que éstos representan fuerzas divergentes entre los emprendedores y los inversionistas, las cuales amplían la brecha de percepción:

- Falta de evaluaciones objetivas, las cuales impiden que ideas, servicios, productos y otras variables sean evaluadas de forma rigurosa y objetiva.
- Falta de conocimiento real del mercado seleccionado, lo cual conduce a falta de visión e incrementa el riesgo intrínseco del proyecto empresarial.
- Inadecuada comprensión de los requerimientos técnicos, lo cual guía a imprevistos, y puede hacer naufragar el proyecto empresarial.
- Expectativas irrealistas y falta de identificación de variables clave en el interior del proyecto empresarial.

Finalmente, este documento concluye que la relación emprendedor-inversionista pue-

de ser positivamente afectada al cerrar la brecha de percepción entre las partes. Esto es posible si se usa el marco de trabajo presentado. Adicionalmente, ya que la relación emprendedor-inversionista es de mutua dependencia, se infiere que una mejor comunicación en la reelección debe significar beneficios para ambas partes.

Implicaciones

Emprendedores

El análisis presentado en el documento tiene profundas implicaciones para los emprendedores, ya que se muestra cómo la brecha de percepción puede llegar a significar el fracaso en la consecución de fondos para los proyectos empresariales. No obstante, al cerrar esta brecha, sus probabilidades se incrementan considerablemente.

Con las ideas presentadas, los emprendedores pueden considerar ‘personalizar’ las propuestas a los inversionistas, resaltando los puntos clave mencionados. Esto incrementaría el valor percibido por los inversionistas. Por último, al adoptar una posición objetiva y utilizar el marco de trabajo propuesto, los emprendedores estarán en posición de identificar, y probablemente solucionar, debilidades fatales en sus proyectos empresariales.

Resumiendo, este texto provee las herramientas para que los emprendedores reduzcan la brecha de percepción y aumenten lo atractivo de la propuesta. En vista de que los inversionistas se comportan en forma racional, se sigue que ellos estarán más dispuestos a financiar los proyectos desde estas nuevas condiciones. Fallar en reconocer la existencia de

la brecha de percepción o la carencia de planes para solucionarla pondrán en entredicho la viabilidad y la factibilidad de los proyectos productivos propuestos.

Inversionistas

La relación entre inversionistas y emprendedores depende de la mutua colaboración (Cable & Shane, 1997), y dado que las relaciones comerciales fructíferas deben estar basadas en comunicación abierta y clara, a fin de que reduzcan al mínimo cualquier percepción errada o malentendido, es razonable concluir que al minimizar la brecha de percepción habilitará a los inversionistas a construir relaciones más productivas y provechosas.

Academia

Para la academia, especialmente aquellos académicos a cargo de preparar la nueva generación de emprendedores e inversionistas, el conocimiento de los elementos clave de esta relación permitirá que ellos provean a los estudiantes la conciencia y la sensibilidad necesarias para mejorarla y cerrar la brecha de percepción entre ellos.

Investigaciones futuras

El presente documento genera algunas preguntas que merecen consideración. Es intrigante la falta de capital de riesgo en Colombia. Sería muy útil un estudio que explique esta falta de interés y los medios para solucionar esta situación, dado que el capital de riesgo es un elemento necesario para el adecuado desarrollo de proyectos empresariales.

Además, nuevas técnicas como los protocolos verbales y los métodos de compensación de opciones pueden utilizarse, pues ayudarían a recolectar mejor, y de manera más fidedigna, información de los emprendedores e inversionistas, ya que estos métodos habilitarían al investigador a ir más allá de las respuestas conscientes y descubrir las preferencias e intenciones ‘ocultas’ o inconscientes. Esta técnica ha sido usada con éxito en algunas investigaciones de preferencias (Muzyka & Birley, 1996)

Lista de referencias

- Admati, A. R., & Fleider, P. (1994). Robust financial contracting and the role of venturing. *Journal of Finance*, 49 (2), 371-402.
- Burgelman, R. A. & Maidique, M. A. (2001). *Strategic management of technology and innovation*. New York: McGraw Hill.
- Cable, D. M. & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationship. *Academy of Management Review*, 22 (1), 142-176.
- Cardis, J. & Kirschner, S. (2001). *Venture capital, the definitive guide for entrepreneurs, investors and practitioner*. New York: John Wiley & Sons.
- Courtney, H. & Kirkland, J. (1999). Strategy under uncertainty. *Harvard Business Review on Managing Uncertainty*. Cambridge: Harvard Business School Press.
- Elango, B. & Fried, V. H. (1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10 (2), 157-179.

- Hall, J. & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8 (1), 25-42.
- Hunter, G. (1997). *Entrepreneurs in search for financial angels*. Upstate Business.
- Lerner, J. (2000). *Venture capital & private equity*. New York: John Wiley & Sons.
- MacMillan, I. C. & Siegel, R. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1 (1), 119-128.
- MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subbanarasimha P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the screening process. *Journal of Business Venturing*, 2 (2), 123-138.
- Muzyka, D. & Birley, S. (1996). Trade offs in the investment decisions of european venture capitalis. *Journal of Business Venturing*, 11 (5), 273-287.
- Prahalad, C. K. & Hamel, G. (1990). The core competences of the organization. *Harvard Business Review*, May-June.
- Sahlman, W. A. & Stevenson, H. H. (1999). *The entrepreneurial venture*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Shepherd, D. A. & Ettenson, R. (2000). New venture strategy: A venture capitalist' assessment. *Journal of Business Venturing*, 15 (4), 449-467.
- Timmons, J. A. (1994). *New venture creation: Entrepreneurship for the 21 century*. Boston Mass: McGraw-Hill.
- Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalists investment activity. *Management Science*, 8 (2), 1051-1066.
- Tylor, J. B. (1999). *Economics*. New York: McGraw Hill.
- Wells, W. A. (1974). *Venture capital decision making*. Disertación doctoral no publicada, Universidad, Carnegie-Mellon.
- Zopounidis, C. (1994). Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investment. *The Financier ACTM*, 1 (2), 54-64.