



El Fondo Emprender

Nuevas oportunidades para emprendimientos dinámicos en Uruguay

**Banco
Interamericano de
Desarrollo**

Sector de
Conocimiento y
Aprendizaje (KNL)

NOTAS TÉCNICAS
IDB-TN-386

Marzo 2012

El Fondo Emprender

**Nuevas oportunidades para
emprendimientos dinámicos en
Uruguay**



Banco Interamericano de Desarrollo

2012

<http://www.iadb.org>

Las “Notas técnicas” abarcan una amplia gama de prácticas óptimas, evaluaciones de proyectos, lecciones aprendidas, estudios de caso, notas metodológicas y otros documentos de carácter técnico, que no son documentos oficiales del Banco. La información y las opiniones que se presentan en estas publicaciones son exclusivamente de los autores y no expresan ni implican el aval del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representan.

Este documento puede reproducirse libremente.

Elaboración de la Nota: Hugo Kantis bajo la supervisión de Federica Gómez (MIF/CUR)

Especiales agradecimientos a: Santiago Gallinal

Coordinación de la Nota: Elba Luna (KNL/KNM)

Índice de Contenidos

Acrónimos

Introducción.....	1
Fondo Emprender	2
La puesta en marcha	3
Desafíos y Oportunidades de mejora.....	6
Evolución de la cartera del Fondo Emprender	9
Aprendizajes clave	11
Bibliografía.....	15

Acrónimos

ANII Agencia Nacional de Investigación e Innovación

BID Banco Interamericano de Desarrollo

CAF Corporación Andina de Fomento

CND Corporación Nacional de Desarrollo

FOMIN Fondo Multilateral de Inversiones

LATU Laboratorio de Tecnología de Uruguay

PCP Prósperitas Capital Partners

PyMEs Pequeñas y Medianas Empresas

UE Unión Europea

Las evidencias existentes a nivel internacional y en algunos países de la región indican que las empresas que consiguen nacer y crecer en forma significativa y acelerada (emprendimientos dinámicos) constituyen una porción pequeña del total de las empresas que se crean pero, al cabo de unos años, explican una parte muy relevante del nuevo empleo sostenible generado. En general, se destacan por sus aportes a la innovación, la diversificación del tejido productivo y el ensanchamiento de las bases de empresas PyMEs. Diversos factores, entre ellos la cultura, las condiciones socioeconómicas, el sistema educativo, el tejido institucional de apoyo a los emprendedores, el funcionamiento del mercado, las normas y regulaciones, bloquean su creación y desarrollo. El financiamiento es, por cierto, un factor de gran relevancia, que incide sobre la cantidad y calidad de emprendedores que nacen en una sociedad. Para superar este tipo de restricciones y avanzar hacia la construcción de un sistema emprendedor, Uruguay creó el Fondo Emprender, cuyos principales aprendizajes lo perfilan como un modelo de relevancia para la región.

Introducción

En el año 2005, el contexto emprendedor en Uruguay enfrentaba numerosas trabas asociadas a la presencia de fallas de mercado y de sistema (cultura, capital humano, capital social, financiamiento, apoyo institucional, innovación, etc.), que afectaban la creación y desarrollo de nuevas empresas en el país, cuya

superación requería contar con horizontes de largo plazo, dado el carácter estructural de las mismas. Sin embargo, junto a éstas debilidades y restricciones (factores negativos), también existía una plataforma de potencialidades (factores positivos) sobre las cuáles apalancar el desarrollo emprendedor (Kantis H. 2005).

Factores Positivos	Factores Negativos
Elevado nivel educativo general y tasa de enrolamiento en el nivel terciario	Bases sociales estrechas para el surgimiento de emprendedores dinámicos
	Ausencia de una cultura pro-emprendedora
Sociedad menos inequitativa con mayores niveles de confianza interpersonal	Mercado doméstico limitado por el tamaño y dinamismo de la población
Posibilidad de acceder a las oportunidades de negocio en mercados regionales	Baja contribución del sistema educativo a la formación de capacidades emprendedoras
	Estructura empresarial poco innovadora
Existencia de cierta base científico-tecnológica	Desempeño negativo de las PyMEs
Emergencia de nuevos clusters de empresas jóvenes en sectores nuevos	Dificultad de los emprendedores para acceder a redes de contacto
Recuperación de la economía luego de la crisis	Escaso desarrollo de un tejido institucional de apoyo a nuevas empresas y a jóvenes emprendedores
	Ausencia de fuentes de financiamiento apropiadas para emprendedores
	Altos costos de constitución de una empresa

Fuente: Kantis H, 2005.

En este contexto, con el objetivo de atacar algunas de restricciones del mercado, en el año 2003, surge el embrionario Fondo UIVC-1, una iniciativa de Prosperitas Capital Partners, con el apoyo de FOMIN. Se trató del primer fondo de capital de riesgo liderado por un grupo de empresarios, que se constituyó en una fuente de capital de expansión para nuevas empresas, aunque no satisfizo las necesidades crecientes de capital semilla.

En lo que al desarrollo del ecosistema institucional y al rol de las políticas respecta, durante estos años se ponen en marcha distintos programas de fomento al desarrollo de clusters que contaron con financiamiento del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y, en particular, se creó la Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII) que implementó diversos programas de apoyo a la innovación y la iniciativa emprendedora.

En este marco, en el año 2007, la Corporación Nacional de Desarrollo (CND), el Laboratorio de Tecnología de Uruguay (LATU) y Prosperitas Capital Partner (PCP), con el apoyo del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), visualizaron la oportunidad de dar un salto cualitativo en la promoción del emprendimiento y la innovación en Uruguay, creando el Programa Emprender, una iniciativa dedicada a fomentar de manera integral el emprendimiento dinámico, a través de actividades de apoyo a los emprendedores en las diferentes instancias de su proceso emprendedor, contemplando la provisión de servicios financieros y no financieros. El foco en emprendimientos dinámicos implicaba asumir una estrategia focalizada en el segmento de emprendedores capaces de generar nuevas empresas con alto potencial de convertirse rápidamente en firmas competitivas de alta tasa de crecimiento.



KIZANARO

El Fondo Emprender

Desde el punto de vista de su organización, el Programa Emprender se estructuró principalmente en torno a dos ejes o subprogramas, uno de servicios financieros destinado a los proyectos emprendedores más promisorios y a las nuevas empresas y otro destinado a brindar apoyo técnico a ideas y proyectos emprendedores, buscando generar un ecosistema emprendedor más potente. CND y LATU tendrían la responsabilidad del componente dedicado a la prestación de servicios no financieros.

Prosperitas Capital Partners (PCP), en asociación con CND, LATU, FOMIN y CAF, se dedicarían a la generación del Fondo Emprender apuntando a proveer una solución financiera para la puesta en marcha y desarrollo inicial de pequeñas empresas/emprendimientos dinámicos, y lograr que un porcentaje mayor sobreviviese al “valle de la muerte”.

El Fondo Emprender incluía:

- El establecimiento de un fideicomiso a diez años administrado por Prosperitas Capital Partner, con un capital inicial de hasta US\$1,7 millones integrado en calidad de préstamo por: FOMIN hasta US\$ 800.000; CAF US\$ 300.000; CND US\$ 200.000; e inversores privados hasta US\$ 400.000) en dos rondas de capitalización.

- La constitución de un Comité de Inversión conformado por FOMIN, CAF, PCP, CND, LATU y un inversor privado.
- La conformación de una red de Ángeles Inversores que llenara el *gap* de capital semilla en el ciclo financiero, permitiendo que compañías exitosas pudieran encarar su desarrollo inicial, crecer y alcanzar la etapa de *venture capital* y más allá.
- La generación de flujo de emprendimientos/empresas dinámicas a cuyos efectos se desarrollarían competencias para la formulación de planes de negocio.

Los beneficiarios del Fondo serían nuevas empresas uruguayas con ventas anuales inferiores a US\$ 1.000.000 y con menos de 100 empleados al momento de la inversión. Aunque el FE no tiene especialización sectorial, se esperaba que la mayoría de los emprendimientos apoyados fueran de los sectores agroindustrial, software, salud y biotecnología. El Fondo esperaba invertir en pequeñas empresas a través de un crédito subordinado y convertible en dólares americanos, con tasa de interés fija del 10%, pagadero trimestralmente según las ventas de la compañía: regalías sobre ventas ascendentes en el tiempo (3, 5, 7 y 10% en los años 1 y 2, 3 y 4, 5 y 6, y 7 respectivamente). No requiere garantías, todos los montos en exceso de los intereses repagarán capital); plazo de hasta 7 años; prepagable sin penalización. La financiación oscila dentro del rango de los US\$ 20.000 y los US\$ 50.000; y se podrá convertir a capital según los términos y condiciones de una futura inversión de la Red de Ángeles u otra fuente de capital. El deudor es la sociedad y no los socios/accionistas a título individual. El Fondo Emprender puede

convertir hasta un máximo del capital original siempre y cuando se adelante nuevamente todo el capital que se amortizó. El Fondo debe incluir fórmulas de salida que no vayan más allá de su duración.

La lógica del modelo consistía en generar un instrumento sencillo, que permitiera atender las particularidades del proceso emprendedor, exigiendo el pago de intereses y capital prestado a partir del momento en que los emprendimientos comenzaban a facturar, disminuyendo a la vez significativamente los costos de transacción derivados de un instrumento basado en capitalización y toma de acciones (equity). En este último caso, por ejemplo, los requerimientos de información que deben proveer los emprendedores y las auditorías que deben llevar a cabo los inversores suelen generar importantes costos de transacción. Por otra parte, en base a la experiencia previa de Prosperitas, se consideraba que el emprendedor uruguayo aún no estaba suficientemente maduro como para abrir el capital ante inversores.

La puesta en marcha

El Fondo Emprender fue lanzado hacia fines del año 2007. Los primeros esfuerzos estuvieron relacionados con la captación de emprendimientos, la inserción del Fondo en el marco de la red de instituciones que conforman el Programa Emprender y la aprobación de préstamos. La estrategia de implementación adoptada otorgaba primera prioridad a la construcción del Fondo para que, la generación de emprendedores con trayectoria financiera facilitara el avance posterior hacia la constitución de una Red de Inversores Ángel.

Etapas de los emprendimientos



En este marco, los primeros hitos en la vida del Fondo Emprender fueron la constitución del fideicomiso, según los términos previstos, y la constitución del equipo de gestión. El foco inicial estuvo puesto en dos ejes: establecer un mecanismo de captación y selección de emprendimientos y definir el soporte organizacional que permitiría sostener los distintos procesos. Por un lado, se avanzó con celeridad en la implementación del primer concurso de Planes de Negocios con el propósito de entrar rápidamente en contacto y posicionarse en el mundo de los emprendedores. Con el mismo fin, se participó de numerosos eventos que comenzaban a realizar las instituciones del Programa Emprender y a establecer contactos de manera más selectiva con emprendedores conocidos desde antes por el Fondo de Capital de Riesgo administrado por PCP. Un aspecto clave que caracterizó a la etapa de puesta en marcha y los primeros meses del Fondo fue la interacción de los socios de PCP con el equipo de gestión y su dedicación y compromiso con la iniciativa. Ello resultó fundamental para transferirles sus conocimientos y experiencia.

La creación de un producto innovador y la experiencia que se estaba inaugurando hacía imprescindible compartir la visión de los fundadores con el equipo de gestión, establecer criterios claros para seleccionar y

filtrar de manera eficiente los proyectos, entrevistar conjuntamente emprendedores para ajustar la mirada. Es decir, un conjunto de esfuerzos que no se agotaban en las reuniones de planificación y follow up. Se requería contar con capacidad de gestión para ser efectivos en los esfuerzos de convocatoria de emprendedores; ser eficientes en el filtrado de proyectos para identificar los casos que reunían el perfil buscado; acceder a información verídica sobre los emprendimientos; preparar a los emprendedores para comunicar en forma apropiada su proyecto ante el Comité de Inversiones; organizar una dinámica armónica, efectiva y eficiente en el funcionamiento del Comité de Inversiones, en el que interactuaban el sector público y el sector privado compartiendo decisiones de aprobación de financiamiento.

La organización del primer concurso de Planes de Negocios insumió importantes recursos de tiempo por parte del equipo del Fondo Emprender. Por otra parte, si bien existía un "stock" de proyectos capaces de constituir una demanda inicial de capital semilla, ello no los eximía de los esfuerzos necesarios para atraerlos, conocerlos con mayor profundidad y trabajar para que se convirtieran en invertibles. Estos esfuerzos, especialmente los relacionados con el trabajo de preparación de los emprendimientos y los emprendedores,

rápidamente mostraron ser de una magnitud superior a la esperada. La información disponible sobre los emprendimientos, aún en el caso de aquellos que habían pasado por el concurso de planes de negocios o de alguna otra institución de apoyo, no se adaptaba a los requerimientos planteados por el Fondo y la información adicional solicitada a los emprendedores demoraba en llegar. Era necesario trabajar más cerca y en profundidad en el marco de un espacio de confianza que aún debía ser construido. Dado el carácter innovador de la experiencia podría decirse - sin riesgo de equivocación- que se trató de un proceso de aprendizaje para todos, no sólo para los emprendedores.



PRO INTERNACIONAL

La realización de los primeros comités de inversión fue en sí misma una experiencia innovadora. Actores con diferente cultura organizacional (provenientes del campo privado, público y de organismos internacionales) debían demostrarse capaces de trabajar en forma conjunta y colaborativa. Los tradicionales preconceptos que suelen existir entre los sectores público y privado iban a ser puestos a prueba. Se requería para superarlos de un fuerte interés común y compromiso con el desarrollo emprendedor del Uruguay y de una adecuada capacidad empática entre los distintos actores.

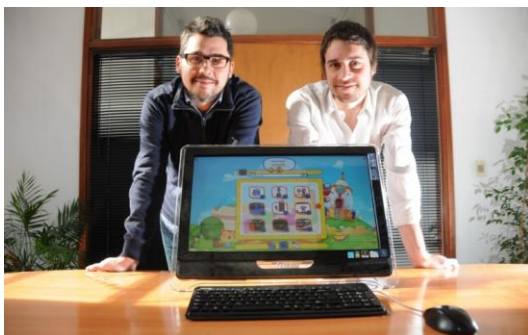
Distintos indicadores muestran que ello efectivamente existió. Por ejemplo, en lo que a compromiso se refiere, fue muy importante haber contado con el rol activo de quienes pueden ser considerados como los “fundadores del Programa Empezar”. Por otro lado, todos los integrantes que tenían voto tenían en común que, en algún momento, actuaron en el sector privado (el presidente de CND, el del LATU y los socios de PCP) y comprendían la lógica de nacimiento y desarrollo de empresas. Otro tanto podría señalarse en materia de empatía entre las partes. Por ejemplo, si bien el interés de PCP era encontrar proyectos con potencial de crecimiento vinieran de donde vinieran, se colocaron especiales esfuerzos para presentar proyectos provenientes del concurso de planes de negocio o de las instituciones que brindaban distintos tipos de servicios no financieros en el marco del Programa, coordinado desde CND-LATU. Además, el primer grupo de empresas presentadas ya estaban en marcha con lo que se acercaban posiciones entre las partes, dado que la experiencia de CND hasta ese momento estaba ligada al apoyo de empresas en funcionamiento. Esta actitud pudo ser claramente reconocida y apreciada por el resto de los actores.

También fue muy relevante el papel del equipo de gestión del Fondo, preparando a los emprendedores y fundamentando ante el Comité durante la deliberación posterior a la presentación del emprendedor los motivos por los que los habían seleccionado. El trabajo del equipo con los emprendedores, en la generación de la información contenida en los prospectos presentados ante el comité fue mayor a la esperada y la transparencia con que actuaban fue clave para construir confianza.

Al finalizar el primer año de vida del Fondo, el “pipeline” alcanzó a casi 200 proyectos de los cuales algo menos de un tercio

provino de las competencias de planes de negocios. Se celebraron 6 reuniones del Comité de Inversión y se aprobaron en total 15 proyectos.

En el campo de la construcción de la red de inversores ángeles, sólo se dieron algunos primeros pasos convocando a unos 20 inversores potenciales, conocidos de PCP, para que participaran en algunas actividades de sensibilización y capacitación y se adoptaron algunas definiciones básicas, entre ellas, se estableció el perfil del Inversor Ángel, como aquel empresario con disponibilidad de recursos, tiempo y experiencia en dirección y/o gerenciamiento empresarial para poder oficiar como tutor (director); con alto nivel de tolerancia al riesgo e incentivado para invertir y aportar al desarrollo e internacionalización de los emprendimientos. Los emprendimientos elegibles eran aquellos cuyo equipo gerencial hubiera demostrado liderazgo y alta capacidad de ejecución; necesitara capital entre USD 50.000 y USD 400.000, a ser utilizado para la etapa de expansión (internacionalización) del emprendimiento; ventas cercanas a USD 100.000 durante los últimos dos años o cercanas a USD 10.000 durante el último trimestre si se tratara de emprendimientos con alto nivel de innovación.



KIDBOX

Desafíos y oportunidades de mejora

Si bien la puesta en marcha del Fondo Emprender fue exitosa, la agenda de desafíos era importante: la tarea de captación de nuevos proyectos debía continuar, sumándose ahora la de aportar valor a los emprendimientos financiados. Otro tanto podría decirse con respecto al posicionamiento institucional alcanzado en el mundo emprendedor. Se sumaba la no menos compleja tarea de convocar y convencer a nuevos inversores acerca del atractivo del Fondo como vehículo que permitiría, a cambio de un “fee” o cuota de ingreso, acceder a una cartera de emprendimientos en los cuales invertir no sólo a través de un préstamo convertible sino también y, en especial, en calidad de inversor ángel.¹

Todo ello tenía lugar en un contexto altamente cambiante. La irrupción de la crisis económica internacional en los últimos meses del 2008 y su agudización en 2009 sumaba fuertes interrogantes a las limitaciones estructurales existentes en Uruguay para generar emprendimientos innovadores/de alto potencial y sobre el ritmo de expansión de aquellos que estaban en sus primeros años de vida, incluyendo a los que recibieron financiamiento del Fondo Emprender. Otro tanto puede señalarse con relación a la predisposición de las personas para invertir en emprendimientos de riesgo en calidad de inversores ángeles, una experiencia poco desarrollada en el país. Los esfuerzos para captar nuevos emprendedores y generar “deal flow”, así como para convocar inversores, en el nuevo contexto, podrían ser mayores. De hecho, destacaban la débil originación y el lento

¹ Al mismo tiempo, los socios de PCP se abocaban al desarrollo de un nuevo fondo de capital de riesgo, es decir, para las etapas posteriores a las del Fondo Emprender y de la futura Red de Inversores Ángel. De este modo, se esperaba poder contar con una oferta que sucediera al Fondo de Capital de Riesgo preexistente al Fondo Emprender.

desarrollo de los emprendimientos, la falta de cultura emprendedora y la elevada aversión al riesgo.

Otro cambio en el contexto, aunque de signo positivo, fue la aparición en el último trimestre de 2008 de un nuevo instrumento de financiamiento para emprendedores jóvenes y nuevas empresas innovadoras de la Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII).² La aparición de este instrumento permitió al Fondo posicionarse en una etapa posterior de la curva de financiamiento, dejando la de riesgo tecnológico para el programa de la ANII. De esta manera, el Fondo tendió a concentrarse en los emprendimientos con riesgo comercial y en etapa de expansión.

El Fondo requería -y de hecho generó-, un mayor nivel de vinculación con las instituciones que brindan servicios no financieros para emprendedores, especialmente para detectar la eventual existencia de candidatos a ser financiados (Kantis 2009). Sin embargo, también se reconocían algunas limitaciones sistémicas que incidían sobre el proceso de generación de deal flow para el Fondo Emprender: i) el grado de maduración aún muy embrionario en la articulación interinstitucional y ii) la necesidad de fortalecer el eslabón de la cadena inmediato anterior al del financiamiento, revisando las definiciones del target de emprendedores, ajustando las

acciones de acompañamiento para la maduración y potenciación de los proyectos y asistiéndolos en el logro del “investment readiness”. Si bien se trata de cuestiones que exceden al Fondo Emprender, definían el escenario en el cual debía actuar, enfatizando las acciones de articulación con la cadena. Estas limitaciones cobraban especial relevancia dado que según se percibía “...la efectividad de la gestión (del Fondo) a la hora de identificar proyectos había comenzado a verse desafiada una vez que declinaba el *stock de demanda insatisfecha* que estaba en contacto con Prósperitas desde antes del lanzamiento del fideicomiso...”. (Kantis 2009)

Sin lugar a dudas, en el contexto del reducido mercado uruguayo, la construcción de la red de inversores ángel era la asignatura más desafiante hacia finales de 2009. Si bien en 2008 se habían realizado esfuerzos para convocar a potenciales inversores conocidos de PCP, apenas se habían dado los primeros pasos. De hecho, a la hora de volver a convocarlos para la primera ronda de inversión, en 2009, su composición inicial había sufrido cambios y las bases de conocimiento y confianza entre quienes participaron de la ronda de inversión eran muy limitadas. Entre las principales limitaciones se incluían la estrechez de las fuentes y los perfiles de los potenciales inversores convocados, las rigideces y barreras a la entrada del diseño - que restaban atractivo para los inversores- y el reducido tamaño del equipo de gestión.

Ante los nuevos desafíos y recomendaciones efectuadas por la evaluación intermedia, el equipo de gestión del Fondo demostró una gran capacidad de aprendizaje y se implementaron cambios y ajustes en diversos campos al plan original:

- El Fondo ejecutaría 4 competencias de Planes de Negocios. Luego de co-ejecutar el Concurso de ideas en 2007 y el de Planes de Negocios en 2008, se

² Durante 2008 ANII abrió una línea especial de apoyo a emprendimientos innovadores nacientes (hasta 18 meses de vida) y a jóvenes emprendedores (en cualquier caso los emprendedores no pueden tener más de 35 años). Los postulantes deben ser apoyados por una institución patrocinadora (IP) que se compromete a acompañar al emprendimiento a cambio de una retribución de hasta US \$ 2,000. Los emprendedores pueden recibir hasta US \$ 20,000 para un período de hasta 15 meses de ejecución y entre los ítems financiables se encuentra una remuneración para hasta dos emprendedores por proyecto de un máximo de US \$ 600. También se pueden financiar actividades tales como estudios de mercado, capacitación del o los emprendedores, gastos de puesta en marcha de la empresa, validación comercial y difusión de los productos o servicios, etc.

percibió que los emprendimientos que acababan de preparar un plan de negocios estaban lejos de ser financiados y que los que se habían financiado no se ejecutaban. Como había universidades que daban capacitación en planes de negocios, se decidió reposicionarse convirtiéndose en aliados.

- Se desarrolló un Plan de Comunicación y se logró una fuerte difusión en prensa oral y escrita y en medios digitales. Se alcanzó superar los 4.000 amigos en facebook y en twitter llegar a más de 600 seguidores, a la vez que se reforzó la Página Web.
- Se desarrollaron contactos con potenciales inversores en círculos más

amplios, incluyendo también empresas que pudieran estar interesadas en invertir a nivel de la compañía como inversores ángel.

- Se eliminó el pago de la membresía de ingreso para los inversores ángel.
- Para acelerar la construcción de confianza entre inversores y entre estos y los emprendedores se decidió trabajar en forma gradual, en la construcción de vínculos uno a uno entre inversor y emprendedor en función del grado de compromiso. Ello sin desmedro de poder avanzar más tarde en la ampliación del núcleo de inversores en un mismo emprendimiento.

Caso: Pedidos Ya!

Es una empresa fundada en 2008 por tres estudiantes avanzados de la universidad ORT, Alvaro García, Ariel Busrchtin y Rubén Sozenke. Pedidos Ya visualiza la oferta gastronómica que existe en una ciudad y ofrece el servicio de llevar a domicilio los platos de restaurantes afiliados. Su fortaleza está en haber desarrollado un software que le permite integrar diversos medios de pedido confiriéndole una ventaja competitiva importante. Los primeros inversores habían sido sus padres, que aportaron US\$ 1.000. El Ministerio de Industria de Uruguay los ayudó con US\$ 5.000 del premio Desarrollo de Nuevos Emprendedores, con los que compraron servidores, en tanto que su primer prototipo lo lanzaron con el apoyo del programa Jóvenes Emprendedores de la ANII. En estos primeros tiempos, no percibían ningún ingreso personal y todo lo que recuperaban era reinvertido para seguir con el proyecto. La idea, desde el comienzo, era internacionalizarse. De hecho, a poco de andar se contactaron con representantes en otros países como Puerto Rico, Chile y Argentina. Pero para eso era necesario contar con otra plataforma organizacional, es decir, que los socios se dedicaran a desarrollar las dimensiones críticas para poder expandir el negocio en lugar de estar concentrados en el desarrollo y la operación del día a día. El apoyo financiero de Fondo Emprender, en Octubre de 2009, les permitió su verdadero lanzamiento a nivel comercial. Con los 50 mil U\$ del préstamo pudieron armar el centro de operaciones para procesar los pedidos y contratar desarrolladores. Posteriormente, en un primer contacto, potenciales inversores ángeles les recomendaron focalizarse en el rubro gastronómico. Medio año después los emprendedores volvieron a la carga aceptando el consejo y a ese contacto se sumaron otros inversores de Argentina y el fondo de capital de riesgo londinense Atómico. Estas gestiones llegaron a buen puerto y permitieron capitalizar a la empresa en medio millón de dólares que serán destinados a los planes de expansión comercial en la región, especialmente Brasil y Argentina, y al desarrollo de nuevas prestaciones del producto. Los emprendedores destacan el apoyo recibido del Fondo en todo este recorrido, no sólo con financiamiento sino con la orientación estratégica. Pedidos Ya! pasó de los tres socios iniciales a tener más de veinte empleados. Hoy cuenta con 170 restaurantes en Montevideo, 240 en Buenos Aires, 55 en San Pablo, 8 en Santiago de Chile y 4 en Puerto Rico, y proyectan para llegar a los 2.000 hacia finales de 2011.



La evolución de la cartera del Fondo Emprender

Hacia mediados del año 2011, el Fondo Emprender había analizado 500 proyectos, 28 de los cuales fueron presentados al Comité de Inversión. De ellos, 24 fueron financiados por un monto total de U\$S1.1 millones. Cinco empresas recibieron aportes de ángeles inversores por U\$S 788.600 (6 inversores privados uruguayos, varios argentinos y un “venture capital” del exterior).

La mayoría de estos emprendimientos llegaron al Fondo Emprender a través de las redes personales de los socios y del equipo de gestión. Por el contrario, apenas uno de cada cuatro, provino de alguna de las instituciones colaboradoras del Programa Emprender y/o de Concursos de Planes de Negocios. No obstante, al analizar la cantidad de emprendimientos financiados que, aún cuando no vinieron directamente derivados por las instituciones, recibieron algún servicio por parte de las mismas, las cifras se elevan a casi el 80% y alrededor de la mitad contaron con acceso al capital semilla de la ANII, poniendo de manifiesto los avances en la articulación del sistema emprendedor en Uruguay.

La evolución de la cartera del Fondo a lo largo del tiempo es el resultado compuesto de distintos comportamientos. Por un lado, la ampliación de la cartera que se fue dando año a año, incorporando nuevas empresas que, inclusive, estaban más avanzadas en su penetración de mercado respecto de la mayoría de aquellas financiadas en los inicios del Fondo. Cabe destacar asimismo que, tal como es habitual en el campo de la inversión de riesgo, un reducido número de empresas (en este caso dos) concentran buena parte del dinamismo observado en la cartera. Las tasas de crecimiento de estas firmas jóvenes se ubican en el orden del 50% anual promedio. Por otra parte, otras

siete exhiben algún grado de crecimiento pero en niveles de ventas o tasas de expansión aún muy moderadas. Del otro lado cuatro han cerrado su operativa y el resto están relativamente estancadas o han declinado. Las proyecciones del equipo del Fondo incluyen, estimativamente, una composición por tercios entre las empresas que lograrán una gran expansión y rentabilizarán las inversiones, otro tercio de bajo dinamismo pero que repagará la deuda y el resto, con las que habrá que asumir la pérdida.

Por otra parte, se aprecia que el recupero del capital desembolsado ocurrirá principalmente en el futuro a medida que las ventas de las empresas financiadas vayan creciendo. En tal sentido, el corte según etapa de madurez del emprendimiento permite apreciar la mayor capacidad de repago de las que fueron financiadas en el contexto de sus procesos de expansión, así como también lógicamente, el menor peso de la deuda respecto de sus niveles de facturación en comparación con las que están en fases más embrionarias del ciclo de vida del emprendimiento. Desde esta perspectiva, el préstamo convertible parece un instrumento más apropiado para firmas en expansión que para aquellas que aún no arrancaron o que todavía están vendiendo poco.

Desde la perspectiva de estas últimas, al menos en la modalidad actual del instrumento, parecería conveniente considerar al crédito de riesgo como una etapa transitoria hasta ganar la confianza de los inversores y lograr su conversión en equity (salvo que exista una preferencia de los emprendedores por endeudarse con relación a abrir su capital, algo que se da con bastante frecuencia).

Desde el punto de vista de la composición sectorial, se destaca la presencia del sector de telecomunicaciones y software, algo más

de un cuarto del total aprobado en forma conjunta. Si a ambas actividades se suman las empresas clasificadas en el rubro diseño

se reúne poco más del 40% del total. El resto aparece más diversificado.

Caso: Biogénesis

Fue la primera empresa que obtuvo financiamiento de Fondo Emprender. También iba a ser años después, la primera en recibir una inyección de fondos de un inversionista ángel vinculado al Fondo. La firma fue creada por Jorge Villardino y su hijo en 2002 y se dedica a la fabricación de sensores de temperatura, saturación de oxígeno y cables para electrocardiograma, de uso médico. Jorge tenía experiencia previa en el mercado de equipamiento. Su ambición de crecer la llevaba a trascender los límites del mercado uruguayo, pero para entrar en mercados exigentes como Europa y Estados Unidos de Norteamérica era necesario superar las barreras que le imponía la falta de certificaciones y de capital en general. Había acudido a instituciones financieras sin éxito a pesar de haber presentado el respaldo de garantías reales. Jorge conocía a algunos socios de PCP por haber participado en actividades del Cluster de Ciencias de la Vida y cuando se lanzó el Fondo rápidamente volvieron a entrar en contacto. Jorge destaca el apoyo recibido del equipo de gestión del Fondo, lo que le permitió certificarse para la UE y desarrollar un plan de comercial para ingresar a ese mercado. Sin este financiamiento, seguramente hubiera requerido mucho más tiempo para lograrlo. Pero los planes de expansión de Biogénesis eran más vastos y rápidamente visualizó las posibilidades que ofrecía el mercado brasileño. Claro que para ello necesitaba ensanchar las espaldas y, por eso, a través del Fondo pudo obtener un aporte de capital y el apoyo estratégico de un inversionista ángel. Jorge destaca que contar con este respaldo es clave para no dar pasos en falso en este camino que incluye la concreción de un joint venture con una empresa brasileña para fabricar en ese país. En un reportaje que le realizaron en el periódico El Observador de Montevideo, Jorge reconoce que la presencia de Prosperitas fue clave como vínculo entre la empresa y el inversor ángel. “Es necesario un articulador, alguien que facilite el contacto y que ofrezca cierta mediación al funcionar como tercer actor”. Las ventas de Biogénesis arañan los US \$ 800,000, de los cuales el 90% son exportaciones destinadas a 25 países. Con el desarrollo del mercado brasileño proyectan llegar a los US \$2 millones de ventas en poco tiempo.



Aprendizajes Clave

La experiencia del Fondo Emprender permite identificar un conjunto de aprendizajes claves, entre ellos:

La simplicidad del instrumento, los bajos costos de transacción asociados a los procesos de gestión y el énfasis en la construcción de un vínculo de confianza con los empresarios favorecieron la utilización del producto financiero ofrecido por el Fondo Emprender.

La literatura y la experiencia internacional en materia de financiación de emprendimientos suele desaconsejar el instrumento de deuda para las fases de “start up” y “early stage”. Ello con el propósito de evitar un endeudamiento precoz que podría atentar contra la liquidez de la empresa naciente, afectando sus posibilidades de desarrollo. Sin embargo, en contextos en los cuales los costos de transacción son muy elevados y la industria de capital emprendedor es virtualmente inexistente o muy embrionaria, la experiencia del Fondo Emprender cobra especial interés como estrategia transicional para promover la construcción del mercado. Los principales atributos positivos de un producto que ha sido colocado, probado y valorado por los emprendedores y por las instituciones que participan del fideicomiso son su simplicidad, bajos costos de transacción y capacidad de ir construyendo confianza y track record entre oferentes y demandantes de financiamiento. Cabe señalar que, si bien se carece de información estadísticamente representativa sobre la actitud y preferencia de los emprendedores entre un instrumento basado en inversión y capitalización accionaria, de un lado, y la alternativa de un préstamo convertible, algunos emprendedores entrevistados que son clientes del Fondo Emprender y que accedieron a inversión de riesgo

reconocieron la importancia del préstamo como mecanismo que ayudó a conocerse y a construir confianza. El vínculo establecido a lo largo del tiempo habría servido para madurar la idea de abrir el capital ante inversores de riesgo. Por otra parte, los inversores entrevistados destacaron el rol del Fondo como “señalizador” de emprendimientos confiables y con potencial.³

El producto financiero de Fondo Emprender es más adecuado para emprendimientos que ya están en el mercado buscando avanzar y crecer que para emprendimientos en fase de lanzamiento. La diversificación de inversiones en este tipo de proyectos contribuye a disminuir la exposición patrimonial.



DVELOP

³ La posibilidad de conocer fehacientemente si los emprendedores hubieran preferido recibir inversión de riesgo en lugar de un préstamo convertible enfrenta la limitación metodológica que supone realizar un ejercicio de naturaleza contrafáctica en este caso, dado que muy probablemente las respuestas actuales frente a una pregunta de este tipo estarían influidas por las propias experiencias desarrolladas durante el tiempo ya transcurrido.

Una decisión muy importante del Fondo fue definir el grado de madurez exigida a los emprendimientos para considerarlos elegibles y atractivos. Si bien a los inicios se aprobaron algunos casos en etapas de desarrollo, los resultados en materia de repago no han sido muy satisfactorios hasta el presente, confirmando la mayor adecuación del instrumento del Fondo para etapas en las que los emprendimientos ya están en el mercado buscando crecer.

Por otra parte, también cabe tener presente que, ante la aparición del capital semilla de la Agencia Nacional de Investigación e Innovación, el Fondo tendió a orientarse hacia proyectos jóvenes más avanzados en su curva de desarrollo. En este marco, el Fondo enfrentaba varias opciones estratégicas. Una de ellas era invertir concentradamente en pocos emprendimientos. Otra era hacerlo en forma más diversificada. La opción elegida se acerca más a la segunda que a la primera situación. Es muy probable que la primera hubiera implicado mayores probabilidades de equivocarse y de exponer el patrimonio colocado.

El pago de una cuota de ingreso y la limitada posibilidad de apropiación de los beneficios disminuía el atractivo para los potenciales inversores ángeles.

En primer lugar, la relación entre costos de entrada y atractivo de la inversión era una debilidad muy importante del diseño. El pago de un “fee” de ingreso al Fondo para estar en condiciones de aspirar a invertir en una empresa en calidad de inversor ángel, no logró sostenerse. Se trataba de una barrera a la entrada. Por otra parte, la capacidad de apropiación de valor en el largo plazo por parte del inversor es limitada en relación con el riesgo asumido.

Al igual que en la experiencia internacional, la cartera suele dividirse entre un segmento que no sobrevivirá, otro que lo hará pero

sin brillar a nivel de escalamiento y apenas una porción que logrará hacer verdaderamente rentable la cartera. Por lo tanto, si bien la existencia de un fondo contribuye a diversificar el riesgo del inversor, la existencia de una tasa de interés fija le coloca un techo al proceso de apropiación de valor generado por los emprendimientos más exitosos.⁴

Lograr captar inversores no sólo requiere contar con un producto atractivo y flexible sino con la capacidad de generación de un flujo de proyectos adecuado en cantidad y diversidad, y con procesos de construcción de confianza. En contextos de baja confianza inicial, como el de Uruguay, el desarrollo de un proceso de presentaciones “uno a uno” –taylor made– entre inversores y emprendedores, contribuyó a la construcción de la red de inversores ángeles.

Adicionalmente, para construir una oferta de inversores ángeles es necesario identificar adecuadamente a los candidatos para actuar como tales, comprender la existencia de distintos perfiles posibles y sus intereses (actividades, tipo de proyectos, montos, expectativas de rentabilidad, montos, etc.) y trabajar sostenidamente en las actividades de sensibilización y entrenamiento. No sólo se trata de un proceso de motivación y capacitación sino, muy especialmente, de construcción de confianza. Sin ese capital social la tarea no resultará efectiva.

De la experiencia del Fondo Empezar se obtienen varias lecciones de interés. En primer lugar, es importante partir de un núcleo de “first adopters”, es decir, de aquellos que por confianza en quienes

⁴ Por otra parte, desde la perspectiva de la diversificación del riesgo, la experiencia confirma la importancia de financiar un buen número de emprendimientos, de distintos sectores y en diversas etapas de madurez, de diversas localidades con el fin de diversificar el portafolio, mitigar riesgos y potenciar distintos sectores de la economía.

lideran la experiencia y afinidad con este tipo de inversiones, pueden ayudar a construir el primer anillo en la construcción de la oferta de capital emprendedor. Del otro lado, también es posible que exista un núcleo de emprendedores con los cuales las bases de confianza ya estén presentes de modo que el proceso se vea facilitado. Comenzar por estas redes más próximas puede ser un buen camino como para lograr algún resultado de corto plazo que ayude a generar efectos de demostración. Esa era la apuesta.

Sin embargo, habitualmente, ese núcleo inicial no será suficiente ni en cantidad - como para generar masa crítica-, ni en diversidad de perfiles capaces de aportar valor a emprendimientos de distintos sectores, como para generar una red potente y rica. Por lo tanto, tal como ocurrió en el caso del Fondo, resulta aconsejable ampliar el horizonte de potenciales inversores, incluyendo ejecutivos de empresas, ex alumnos de escuelas de negocios y empresas interesadas en invertir desde una estrategia de emprendimiento corporativo.

El proceso de construcción de puentes entre emprendedores e inversores requiere de un delicado trabajo de acercamiento de las partes (Lehtonen and Lahti 2009). El Fondo Emprender partió de una estrategia de organización de rondas en las cuales los emprendedores realizaban su “pitch” ante los inversores. Este proceso presentó complicaciones diversas, tanto del lado de los emprendedores como de los inversores, siendo el denominador común la falta de confianza. En ausencia de un núcleo institucional irradiador de confianza hacia una masa amplia de potenciales inversores, como podría ser el caso de algunas escuelas de negocios y sus ex alumnos, la construcción iba a requerir una adaptación del modelo.



FENG OFFICE

Por un lado, los emprendedores no asumían con comodidad la presentación ante inversores que desconocían. Pero tampoco del lado de los inversores resultaba sencillo. Por un lado, al carecer de experiencia previa como inversores de riesgo solicitaban niveles excesivos de información a los emprendedores. Por el otro, tampoco resultaba fácil articular los intereses y criterios de los distintos inversores entre sí. En otros casos, cuando el proceso comenzaba a avanzar la valuación de la empresa era otra fuente de desacuerdos. Todo ello acababa bloqueando el proceso de inversión sin llegar a resultado alguno.

El aprendizaje que aporta la experiencia es que, en contextos de baja confianza inicial, tejer enlaces entre inversores y emprendimientos es un proceso “taylor made”. En este caso se optó por realizar presentaciones “uno a uno”, en primer lugar en función de los perfiles de cada parte y avanzar sumando nuevos inversores en un segundo paso, una vez que ya existía un “inversor líder”. Se realizó un trabajo “cuerpo a cuerpo”, para que de ambos lados se lograra comprender y transmitir el “atractivo mutuo”. Se trata de una tarea de “celestino” que incluye, en este caso, ayudar a desarrollar la capacidad de “seducción”. Asimismo, resultó efectivo presentar e incentivar a las partes para que se conozcan y comiencen a interactuar desde antes de ingresar al proceso de inversión. Es en este proceso en el cual la capacidad de seducción debía ser desplegada y cierta confianza anticipada. En la misma dirección, la negociación del

precio de las acciones se postergó hacia una fase más avanzada del proceso de construcción de la relación, privilegiando primero la construcción del vínculo y el atractivo mutuo entre emprendedores e inversores. De este modo fue posible conseguir los primeros “deals” en materia de inversión ángel.

Subsisten, de todas formas, no pocos desafíos. El proceso de conformación de una red de inversores ángeles se encuentra aún en una fase embrionaria. Si bien el

haber conseguido la concreción de los primeros “deals” implica un salto cualitativo para avanzar en esa dirección, aún se requieren ingentes esfuerzos para darle una entidad asociativa. Ellos incluyen la necesidad de demostrar que la intermediación llevada a cabo por el equipo del Fondo -que permitió la concreción de los enlaces-, continúa agregando valor y sigue captando el interés de los inversores una vez lograda la inversión como para formar parte de la red del Fondo.

El enfoque de análisis

El enfoque adoptado para el análisis del Fondo Emprender integra aportes provenientes de dos líneas de pensamiento: la empresariedad sistémica y el análisis organizacional. En términos muy resumidos, el primer enfoque plantea la necesidad de comprender el fenómeno del emprendimiento a partir del análisis de una diversidad de factores que influyen sobre el proceso emprendedor (que abarca la gestación, puesta en marcha y temprana infancia de los emprendimientos). El financiamiento, es uno de gran relevancia, que se suma a un conjunto más amplio y complejo de dimensiones que inciden sobre la cantidad y calidad de emprendedores que nacen en una sociedad. Incluye además la cultura, las condiciones socioeconómicas, el sistema educativo, el tejido institucional de apoyo a los emprendedores, el funcionamiento del mercado de factores, las normas y regulaciones, entre otros aspectos que afectan la oferta de emprendedores y el espacio de oportunidades para los mismos (Kantis et al 2004). La mirada sistémica es relevante por varios motivos. Por un lado, porque permite comprender las diferencias de contexto entre aquellos ambientes en los cuales las experiencias internacionales de financiamiento emprendedor se han desarrollado con éxito y las condiciones en las cuales se desarrolla la experiencia analizada. Por otra parte, es relevante para analizar una cuestión fundamental: el proceso de generación del flujo de proyectos emprendedores con potencialidad dinámica como para recibir financiamiento. Por otra parte, permite delimitar el campo de restricciones exógenas con las que debe enfrentarse cualquier modelo de financiamiento. Adicionalmente, el enfoque de análisis organizacional contribuye a revisar algunas cuestiones endógenas relevantes de la experiencia, como por ejemplo, sus etapas evolutivas, la configuración institucional que le ha dado vida y motoriza la iniciativa así como los factores organizacionales que definen fortalezas y debilidades para la gestión. Este enfoque coloca especial atención a la gestión de los procesos y las condiciones que inciden sobre el aprendizaje organizacional.

Este enfoque dio lugar a un conjunto de preguntas que orientaron el análisis del caso del Fondo Emprender: ¿Cuáles son las principales características del modelo de capital (incluyendo producto y procesos) previstas en el modelo del Fondo Emprender? ¿En qué diagnóstico del contexto se basó su diseño? ¿Cuáles han sido los principales hitos a lo largo del proceso de desarrollo de la experiencia bajo análisis? ¿Cuáles han sido los principales desafíos y obstáculos que se han encontrado en la implementación de los procesos clave requeridos para financiar a los emprendedores? ¿Qué respuestas se han dado a estos desafíos y obstáculos? ¿Qué efectividad han tenido y por qué? ¿Cuáles han sido los principales logros? ¿Cuáles sus evidencias? ¿Cuáles son las principales lecciones que surgen de la experiencia?

Bibliografía

Clarck C. "The impact of entrepreneurs oral pitch presentation skills on business angels initial screening investment decisions". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. Routledge, 2008.

Cohen B. "Business Strategy and the Environment". Wiley Interscience, 2004.

Kantis H. y Federico J. "Revisión del Programa IMPULSAR EBT". Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación, mimeo. Argentina, 2011.

Kantis H. "Programa Emprender: Informe de Evaluación Intermedi". 2009

Kantis H. "El Contexto Emprendedor en Uruguay". Informe preparado para la

elaboración de la estrategia país: Banco Interamericano de Desarrollo. 2005.

Kantis H. y Angelelli P. "Desarrollo Emprendedor: América Latina y la Experiencia Internacional". Banco Interamericano de Desarrollo. 2004.

Lehtonen O. and Lahti T. "The role of advisors in the venture capital investment process". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. Routledge, 2009.

Rivas G y Vega M. "Programa Emprender: Informe de Evaluación Final". 2010.

Roberts E. y Eesley Ch. "Entrepreneurial Impact: The role of MIT". MIT and Kauffman Foundation. 2009.



www.iadb.org