

Treball de Recerca del Programa de Doctorat

Disseny i Valoració de Productes Financers

Aproximació a la figura dels
BUSINESS ANGELS

Realització: Jesús Vinyes i Vila

Direcció: Dr. Cèsar Duch

Setembre de 2010

RESUM

Els business angels són persones físiques que inverteixen una part dels seus diners en empreses joves, tot just acabades de crear, en alguns casos fins i tot ajuden a crear-les. El nom d'àngels té el seu origen en els rics filantrops de Nova York que finançaven les obres que s'estrenaven a Broadway. Aquests filantrops invertien els seus diners en una obra de teatre, pel plaer de contribuir a la cultura, molt sovint no arribaven a recuperar mai aquests diners.

Els business angels, no són filantrops, inverteixen esperant guanyar diners, però al igual que els àngels de Broadway, els mou alguna cosa més que els diners, ja que està àmpliament documentat que darrera d'aquestes inversions hi ha també raons no financeres, com ara fomentar l'esperit emprenedor o fins i tot la cerca de diversió.

Podríem dir que el terme "business angel" es va encunyar a principis dels 80 als EUA, per tant aviat farà 30 anys, no obstant, encara avui, la majoria de catalans no coneixen el significat d'aquest terme. A Catalunya i Espanya anem terriblement retardats en l'estudi i la promoció d'aquesta figura en relació a països com els EUA i el Regne Unit, però també massa enrera en relació a països com Finlàndia, Suècia, Noruega i Alemanya.

L'objectiu d'aquest treball és doncs oferir una completa aproximació a aquesta figura del business angel, una figura que entenem clau en el desenvolupament empresarial i per tant una figura que cal potenciar a tots els nivells.

Per tal de contextualitzar aquesta important figura, el treball parteix de l'anàlisi de la relació existent entre emprenedoria i creixement econòmic, s'endinsa després en el capital risc, per presentar finalment qui és i que fa el business angel. El treball intenta també mostrar l'abús d'usos i la inconsistència de les definicions que es donen del terme "business angel" i per tant la gran confusió que tot això genera.

ABSTRACT

Business angels are individuals who invest part of their money in young, just finished creating companies, in some cases even help to create them. The name of angels has its origin in the wealthy New York philanthropists. They financed the works which opened in Broadway theatres. They invested their money in a play for the satisfaction of contributing to the culture; in fact they often did not retrieve the money.

Business angels are not philanthropists, they invest hoping to make money, but like the angels of Broadway, they are moved to something more than money, since it is widely documented that behind these investments there are also non-financial reasons, as promoting the entrepreneurial spirit or even the search of fun.

We could say the term "angel" was coined in the early 80's in the U.S.A almost 30 years ago. However, most Catalans do not know the meaning of that term today. In Catalonia and Spain we are terribly delayed in the study and promotion of this figure in relation to countries like USA and UK, but also too backward in relation to countries like Finland, Sweden, Norway and Germany.

The aim of this paper is to provide a comprehensive approach to the figure of business angel. We understand that business angels are key elements in business development and therefore they must be fostered at all levels.

To contextualize this important figure, this work is based on the analysis of the relationship between entrepreneurship and economic growth, then it goes into venture capital and finally it shows who business angels are and what they make. The work also tries to show the abuse of this term and the inconsistency of the definitions given to "business angel" and therefore the confusion that this generates.

Aproximació a la figura dels business angels

Índex

1	Presentació.....	5
2	Introducció.....	7
3	Emprenedoria i Creixement Econòmic.....	9
3.1	Descripció d'emprenedoria.....	9
3.2	El model GEM (Global Entrepreneurship Monitor).....	11
3.2.1	Dades del model GEM del 2009 a Catalunya, Espanya i al món.....	19
3.2.1.1	Dades sobre emprenedoria.....	20
3.2.1.2	Dades sobre finançament de projectes del 2009.....	25
3.3	Finançament a l'emprenedoria.....	29
3.3.1	Ajudes públiques.....	32
3.3.2	El paper de les entitats de crèdit.....	34
4	Capital Risc.....	40
4.1	Definició i tipus.....	41
4.2	Importància del capital risc.....	43
4.3	Capital risc formal o institucional.....	49
4.3.1	Definició.....	50
4.3.2	Evolució del capital risc formal.....	50
4.3.2.1	Breu història del capital risc institucional als EUA.....	53
4.3.2.2	Breu història del capital risc formal al Regne Unit.....	55
4.3.2.3	Diferències entre la indústria de capital risc als EUA i al Regne Unit.....	56
4.3.3	Com actua el capital risc formal.....	59
4.3.3.1	El procés d'inversió del capital risc formal.....	62
4.4	Capital risc informal.....	64
4.4.1	Breu història dels estudis sobre els business angels.....	65
4.4.2	Teories que s'utilitzen per explicar la inversió informal.....	70
4.5	Principals diferències entre el capital risc formal i informal.....	74
4.6	Problemàtica del capital risc.....	76
4.6.1	El risc d'agència.....	80
5	Capital Risc Informal i Business Angels.....	84
5.1	El problema de definir qui són els inversors informals.....	84
5.1.1	Definicions inconsistentes.....	84
5.1.2	Exemplificació de la problemàtica.....	85
5.1.3	Noves definicions i àrees grises.....	88

5.1.3.1	Les 4 definicions de Avdeitchikova, Landström i Mänsson.	88
5.1.3.2	Les àrees grises	90
5.2	Importància dels (FFBA) enfront als business angels i al capital risc formal.	97
5.3	Els factors determinants de la inversió informal.....	98
6	Business Angels.....	108
6.1	Qui són i com són els business angels.....	108
6.1.1	Qui són els business angels.....	109
6.1.2	Perfil del business àngel europeu.....	110
6.1.2.1	Diferències de perfil entre els business angels dels diferents països.....	112
6.1.3	El perfil sociològic del business angel.	116
6.2	Com inverteixen els business angels.	117
6.2.1	El perfil inversor dels business angels.....	118
6.2.2	El procés d'inversió.	119
6.2.2.1	Com reben la informació sobre noves oportunitats.....	125
6.2.2.1.1	Invertirien més si disposessin de més oportunitats.	126
6.2.2.2	Com seleccionen les seves inversions.	127
6.2.2.2.1	Perquè rebutgen les inversions.....	133
6.2.3	Motivacions per invertir.	135
6.2.4	Les contribucions dels business angels a les empreses on inverteixen.....	139
6.2.5	La distància, la durada, el rendiment i les vies de sortida de les inversions dels business angels.	145
6.2.6	Les xarxes relacionals dels business angels. Un exemple.	153
6.2.7	Els contractes d'inversió dels business angels.....	156
6.2.8	Algunes recomanacions pels business angels.	162
6.3	Els business angels tradicionals versus les noves formes d'operar.....	163
6.4	El risc d'agència i el risc de mercat en els business angels.....	166
6.5	Els business angels catalans.	171
7	El que ens queda	175
7.1	Tipus de Business Angels.	175
7.2	La Mida de la Inversió Informal.	175
7.3	Com atreure un Business Angel.....	176
7.4	Ineficiència del Mercat Informal de Capital Risc.	176
7.5	Mesures Governamentals.	176
7.6	Xarxes, Sindicats i Grups de Business Angels.	177
8	Conclusions i línies de recerca a seguir.	178
9	Referències bibliogràfiques.	182

1 Presentació.

El present treball constitueix una part del que es coneix com estat de l'art sobre els business angels i és el primer pas en el camí que m'ha de portar cap a la realització de la meva tesi doctoral.

L'objectiu d'aquest treball no és altre que contextualitzar la figura del business angel, i també mostrar algunes de les característiques que al llarg dels darrers 30 anys s'han anat observant sobre aquests tipus d'inversors arreu del món.

Malauradament hem de dir el treball que aquí presentem és només una part del que ens hauria agradat presentar. En relació al que considerem l'índex ideal, hi manquen uns quants apartats interessants, com per exemple el que hauríem volgut dedicar a les diferents tipologies dels business angels i també el dedicat a esbrinar la mida de la inversió informal. Ens hauria agradat també parlar de com els emprenedors poden atreure els business angels, de les ineficiències que es donen en el mercat de capital risc informal i de les mesures que els diferents governs poden prendre per evitar-les o reduir-les. Finalment hauríem també volgut dedicar un apartat a les xarxes de business angels.

Així doncs la nostra idea inicial, a banda de les conclusions i la bibliografia, comptava amb 12 capítols, dels quals en aquest treball en presentem just la meitat. Hem preferit deixar per més endavant els sis restants en ares d'oferir un treball de major qualitat. Així doncs, després de dedicar més de dos anys a la recollida i anàlisi d'informació relacionada amb els business angels, finalment per motius de temps, hem optat per repartir el document final en dos volums del qual ara en presentem el primer.

Com es mostrarà al llarg del treball, els business angels han estat, i probablement ho continuaran essent, durant molt de temps uns actors claus en el desenvolupament empresarial i per tant en la creació de riquesa de la majoria dels països desenvolupats. És per això que creiem que aquest treball és de gran importància en l'àmbit de Catalunya, on malgrat que en els darrers 7 o 8 anys s'ha començat a difondre el paper i la rellevància d'aquesta figura, encara avui sabem molt poques coses dels business angels catalans i de com aquests contribueixen a generar riquesa.

Com s'evidenciarà al llarg del treball, els business angels contribueixen a la creació d'empreses proporcionant-els-hi finançament, normalment en forma de fons propis. Aquest

finançament, dóna lloc al que es coneix com a mercat de capital risc informal, que és fonamental per la creació, assentament i creixement de les petites i mitjanes empreses arreu del món i evidentment també a Catalunya.

Avui en dia hi ha una clara unanimitat en mostrar la gran importància de la contribució que les petites empreses tenen tant en la creació de llocs de treball com en el PIB. A Catalunya segons dades de l'Anuari de la PIME Catalana 2010, amb dades del 2008 les PIMEs donaven feina al 72,3% dels ocupats i contribuïen amb el 62,6% del VAB mercantil de l'economia catalana. A més les empreses de menys de 10 treballadors representaven el 93 % del total d'empreses l'any 2008, i donaven feina al 30,8% de la població ocupada catalana. En canvi les grans empreses, les de 250 treballadors o més, tant sols representaven el 0,2%, tot i que donaven feina al 27,7 % de la població ocupada (PIMEC, 2010).

Per tant si la petita empresa té un paper tant rellevant en l'economia del nostre país, igualment rellevants han de ser tots els actors que col·laboren a la creació, sosteniment i creixement d'aquestes empreses i entre ells evidentment els business angels. A més, hem de tenir en compte que els business angels no només estan relacionats amb les petites empreses, sinó que algunes de les empreses que van ajudar a crear ara són molt grans i conegudes arreu del món com per exemple Google.

Aquest treball té doncs l'objectiu de mostrar la importància dels business angels i ajudar a comprendre qui són i com actuen aquests inversors. Malauradament no podem parlar gaire dels business angels catalans, dels quals en sabem molt poques coses, sinó que sobretot parlarem dels business angels dels EUA, del Regne Unit i dels països nòrdics, que són els països on més recerca s'ha desenvolupat al voltant d'aquesta figura. L'objectiu final d'aquesta recerca, tot i que sobrepassa el present treball, és poder analitzar i caracteritzar els business angels catalans i el seu impacte en l'economia catalana.

2 Introducció.

El treball que aquí presentem és la primera part d'un extens manual sobre els business angels. En aquesta primera part, l'objectiu principal és contextualitzar la figura del business angels, és a dir mostrar exactament qui és i que fa un business angel i tot això en el context de les inversions en capital risc.

Per tal de situar al business angel en el context adequat, hem iniciat el treball amb un capítol que relaciona l'emprenedoria amb el creixement econòmic i en aquest sentit hem donat un gran protagonisme al GEM (Global Entrepreneurship Monitor). Després ens hem endinsat en l'anàlisi del capital risc, primer en el sentit més ampli del terme, per posteriorment anar-ne desgranant les diferents tipologies i les característiques de cada una. És precisament en el context del capital risc, concretament en el capital risc informal que hem de situar la funció que realitzen els business angels.

Una vegada identificats els business angels com a inversors informals, hem dedicat un capítol a mostrar la inconsistència de les definicions donades en nombrosos treballs que tracten aquest tema i per tant a evidenciar la confusió que sovint regna en alguns aspectes relacionats amb la recerca que es realitza al voltant dels business angels. En aquest sentit sobretot hem intentat advertir al lector d'aquesta problemàtica i dotar-lo d'una visió àmplia que li faciliti l'accés a la màxima informació disponible.

Finalment hem dedicat el capítol 6 a presentar la figura del business angel. Concretament hem intentat mostrar qui és i com inverteix un business angel. També hem dedicat un apartat a mostrar les noves formes d'operar que els àngels més sofisticats estant utilitzant en relació als business angels tradicionals, un altre a posar damunt la taula alguns dels problemes als qual s'han d'enfrontar els business angels en les seves inversions i finalment un darrer que recull algunes dades sobre una mostra de business angels catalans.

El lector veurà que en el treball hi figura també el capítol 7 que hem dedicat a aquells apartats que entenem que falten i que tenim intenció de tractar més endavant. És una simple descripció d'aquells aspectes que creiem que una recerca global sobre business angels ha de contenir.

A partir d'aquest punt hem redactat algunes conclusions i línies de recerca a seguir. En aquest sentit indicar que moltes d'aquestes línies tracten sobre aspectes que malgrat que no figuren en aquest treball (els del capítol 7) l'autor fa temps que les està treballant i per tant hi ha detectat possibles vies de millora o bé camins per adaptar la recerca realitzada a la realitat de Catalunya.

Així doncs el present treball intenta aportar una visió completa i àmplia del fenomen de la inversió informal i més concretament del paper dels business angels com a figura clau en el desenvolupament empresarial gràcies a les seves aportacions financeres i no financeres a les petites empreses de recent creació.

Creiem fermament que cal divulgar i potenciar aquesta figura a tot arreu, però molt especialment a casa nostra a Catalunya, ja que s'ha demostrat que els business angels són una magnífica eina per contribuir al desenvolupament local i regional. Confiem que aquest treball i els que puguem realitzar en el futur puguin contribuir a aquesta important tasca.

3 Emprenedoria i Creixement Econòmic.

Tal i com s'ha indicat tant en la presentació com en la introducció del present treball, l'objectiu d'incloure un breu apartat sobre empenedoria i creixement econòmic respon simplement a la voluntat de contextualitzar i realçar el paper que els business angels tenen i poden tenir com agents clau del desenvolupament econòmic.

3.1 Descripció d'empenedoria.

Si consultem el terme "empenedoria" al Diccionari de l'institut d'Estudis Catalans (DIEC) observarem que aquest terme no hi figura. Si que figura en canvi a la gran enciclopèdia catalana que el defineix com: «*qualitat d'empenedor*».

D'altra banda el DIEC, en la seva versió a Internet defineix el terme: "empenedor/a" en els següents termes:

«Que no vacil·la a posar en execució els seus designis, que no tem d'empenendre les coses, que posa una gran activitat en les seves empreses.»

En termes més col·loquials definiríem un empenedor o una empenedora com una persona que sap identificar una oportunitat i organitza els recursos necessaris per posar-la en funcionament. Normalment utilitzem aquest terme per designar a aquelles persones que inicien un projecte empresarial o empresa per iniciativa pròpia.

D'altra banda el terme empenedoria sovint va acompanyat del terme innovació, així la Universitat Politècnica de Catalunya (UPC) defineix la competència genèrica empenedoria i innovació com: «*la capacitat per conèixer i comprendre l'organització d'una empresa i les ciències que en regeixen l'activitat, per comprendre les regles laborals i les relacions entre la planificació, les estratègies industrials i comercials, la qualitat i el benefici. És a dir, crear quelcom nou o transformar alguna cosa que ja existeix en valor, comporta buscar oportunitats tenint en compte els recursos o la falta d'aquests mateixos recursos.*»

Com en gairebé tot, la majoria de recerca al voltant de l'emprenedoria es troba escrita en anglès. En anglès s'utilitza el terme "entrepreneurship" que podríem traduir com capacitat d'emprenedoria o simplement com emprenedoria, tot i això aquest terme es pot definir de diferents formes. Així per exemple Lumpkin i Dess (1996) i Ireland, Hitt i Sirmon (2003) veuen l'emprenedoria com un procés a través del qual es creen novetats. Aquesta novetat s'ha d'interpretar en el context de conceptualització de Schumpeter (1982), és a dir nous productes, nous processos i nous mercats que siguin el motor de creació de riquesa. Altres autors com Dobrev i Barnett (2005) i Thornton (1999) veuen la novetat en forma d'empreses, i defineixen l'emprenedoria com la creació de noves organitzacions.

Si aprofundim una mica més en els processos a partir dels quals es crea la novetat, Shane i Venkataraman (2000) pàg. 218 veuen l'emprenedoria com «*processos de descoberta, avaluació, i explotació d'oportunitats*». D'altra banda Sharma i Chrisman (1999) pàg. 17 defineixen l'emprenedoria com «*actes de creació organitzativa, renovació, o innovació que ocorren dintre o a fora d'una organització existent*». Hi ha altres autors, com Morris (1998) que entenen l'emprenedoria com un procés que es relaciona amb altres processos o esdeveniments en organitzacions i societat en general.

No tenim intenció d'aprofundir gaire més en les diferents definicions d'emprenedoria que els investigadors han anat realitzant, especialment en els darrers 20 anys, ni en els desafiaments que a molts d'ells els ha representat, en tot cas només indicar que en el treball de Ireland, Reutzell i Webb (2005) se'n pot obtenir una àmplia representació.

Tal i com mostren Ireland i Webb (2007) el fenomen de l'emprenedoria es pot contemplar des d'un ampli ventall de disciplines com ara: la comptabilitat, l'antropologia, l'economia, les finances, la direcció, el màrqueting, la direcció d'operacions, la ciència política, la psicologia, i la sociologia. El nostre treball però tant sols abastarà un d'aquests àmbits, és el de les finances. Concretament en aquest camp aquestes autores assenyalen que l'estret focus d'investigació de finances que contribueix a l'emprenedoria, principalment el capital risc i les IPOs¹ crea nombroses oportunitats per a futurs treballs relacionats amb l'emprenedoria sobretot en dos camins:

- En relació a com les empreses i els emprenedors assignen i gestionen els recursos financers (gestió financera).

¹ IPO Initial Public Offering. Ho podem traduir com Oferta Pública Inicial o Oferta Pública de Venda (OPV).

- Com les empreses desenvolupen innovacions financeres i recullen el suport d'aparells institucionals.

Una altra oportunitat d'investigació concerneix al fet que les innovacions financeres representen una oportunitat d'emprenedoria per aquelles empreses que competeixen en la indústria dels serveis financers. Les innovacions financeres són, en un sentit general, títols completament nous o modificacions d'aquests mecanismes d'inversió.

A banda de definicions, una cosa sembla clara; l'emprenedoria i l'emprenedor requereix organitzar diferents recursos i sens dubte entre ells els financers. No es pot engegar cap empresa sense recursos financers, sense diners, i precisament de com aconseguir aquests diners és del que parlarem abastament en aquest treball.

3.2 El model GEM (Global Entrepreneurship Monitor).

El projecte GEM (Global Entrepreneurship Monitor) és una iniciativa de recerca duta a terme per un consorci format per més de 100 acadèmics de més de 50 nacions. Es va iniciar el 1999 dirigit pel Babson College i la London Business School, amb la participació de 10 països. Espanya s'hi va adherir l'any 2000 i des de 2003 comptem també amb els informes de GEM Catalunya, concretament el darrer informe del 2009 va ser realitzat per l'Institut d'Estudis Regionals i Metropolitans de Barcelona (IERMB) i el Departament d'Economia de l'Empresa de la Universitat Autònoma de Barcelona (UAB) amb el patrocini de la Diputació de Barcelona (Àrea de Desenvolupament Econòmic) i la Generalitat de Catalunya (Departament de Treball)

Segons Bygrave, et al (2003) el principal objectiu del GEM és examinar la complexa relació entre l'esperit empresarial i el creixement econòmic en diferents països a través d'un estudi longitudinal, que anualment reuneixi i analitzi dades. Tal i com s'indica en el treball de Bosma i Levie (2010) aquest es centra en tres objectius principals:

- Mesurar les diferències en el nivell d'activitat emprenedora entre països.
- Descobrir els factors que determinen els nivells nacionals d'activitat emprenedora.
- Identificar les polítiques que poden millorar el nivell nacional d'activitat emprenedora.

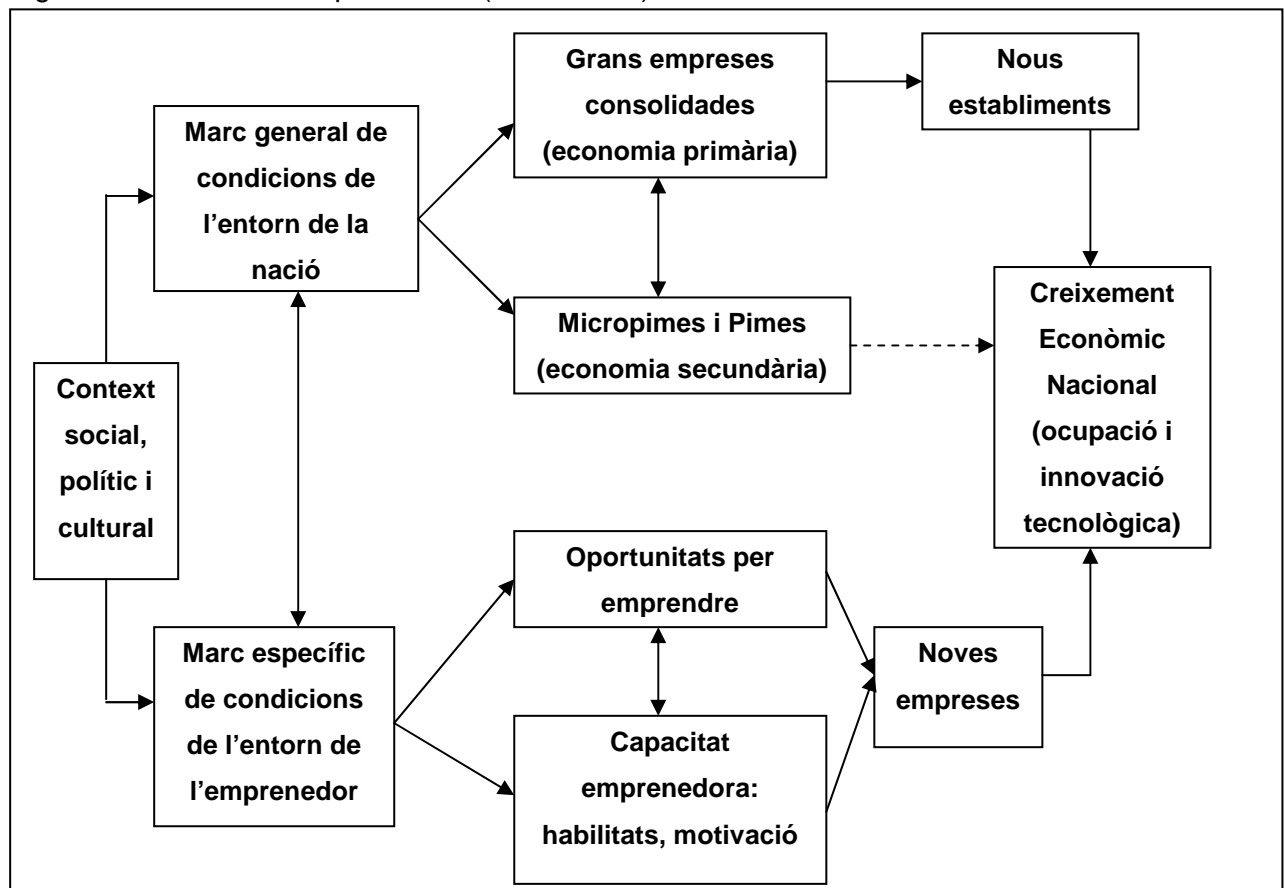
El model conceptual del GEM.

En primer lloc presentarem el model conceptual que el GEM ha utilitzat fins al 2008 i posteriorment mostrarem el model actual, que com es podrà observar no és gaire diferent.

Model antic

Segons Bygrave, et al (2003) l'argument central del model GEM és que el creixement econòmic nacional és una funció de dos conjunts paral·lels d'activitats interrelacionades: les relacionades amb les empreses establertes i les relacionades directament amb el procés emprenedor. Una versió simplificada d'aquest model es mostra a la figura 1.

Figura 1. El model conceptual GEM (fins al 2008).



Font: Adaptat de: Bygrave, W. D.; Hay, M.; Ng, E. and Reynolds, P. D. 2003. Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor. Venture Capital 5: pàgina 104 i GEM Catalunya 2009 pàgina 7.

Segons aquest model l'activitat de les empreses establertes només explica una part de la història de les variacions en el creixement econòmic i per tant el procés emprenedor també pot representar una proporció significativa de les diferències en la prosperitat econòmica entre els països.

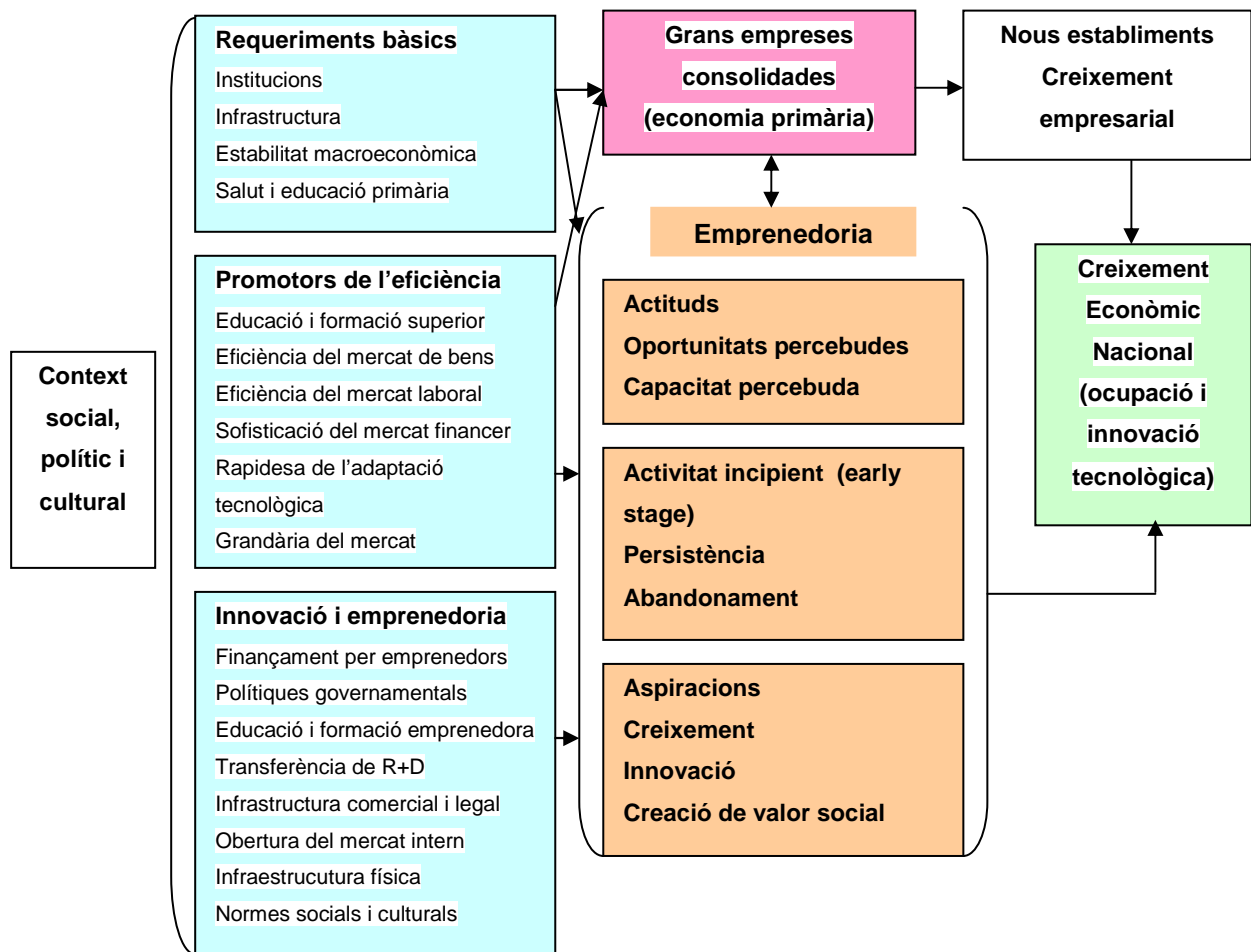
D'altra banda quan considerem la naturalesa de la relació entre emprenedoria i creixement econòmic, és útil distingir entre les oportunitats per emprendre i la capacitat emprenedora. Segons Bygrave, et al (2003) el que impulsa l'activitat emprenedora és la percepció d'oportunitats empresarials en combinació amb les habilitats i la motivació per a explotar-les. Quan les oportunitats es troben amb les capacitats i la motivació per la seva consecució, el resultat és la creació de noves empreses i, inevitablement, la destrucció de les empreses existents, ja que sovint les noves empreses desplacen a les empreses ja establertes que són ineficients o obsoletes. Aquest model capta aquest procés de "destrucció creativa" inspirat per Schumpeter (1982) a través de les noves empreses. Encara que aquesta destrucció creativa pugui tenir una connotació un xic negativa, la veritat és que té un impacte positiu sobre el creixement econòmic ja que les empreses en declivi són substituïdes per noves empreses molt més competitives que intenten obrir-se camí en el mercat.

Segons Bygrave, et al (2003), totes aquestes dinàmiques transaccions tenen lloc dins d'un context particular, al qual el model GEM anomena marc específic de condicions de l'entorn de la nació i de l'emprenedor i que inclou variables com la disponibilitat de recursos financers, l'existència de polítiques i programes governamentals destinats a donar suport a la creació d'empreses, la transferència de R + D, infraestructures comercials, les normes socials i culturals, l'obertura dels mercats interns, l'educació en general, i més específicament l'educació i formació en emprenedoria. Així doncs, segons el model GEM el creixement econòmic abasta els dos tipus de processos, tot i que el pes o contribució que pugui tenir cada un d'ells pot ser diferent en cada país. Precisament per això un dels objectius del GEM és justament entendre com opera el procés emprenedor i quina és la seva contribució al creixement econòmic en cada un dels països estudiats.

Model nou

El nou model que el GEM utilitza des de 2008 és molt similar a l'anterior per la qual cosa simplement ens limitarem a reproduir-lo.

Figura 2. El model conceptual GEM revisat.



Font: Adaptat de: GEM Informe Ejecutivo España 2009 pàgina 18. i Bosma, N. i Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report pàgina 12.

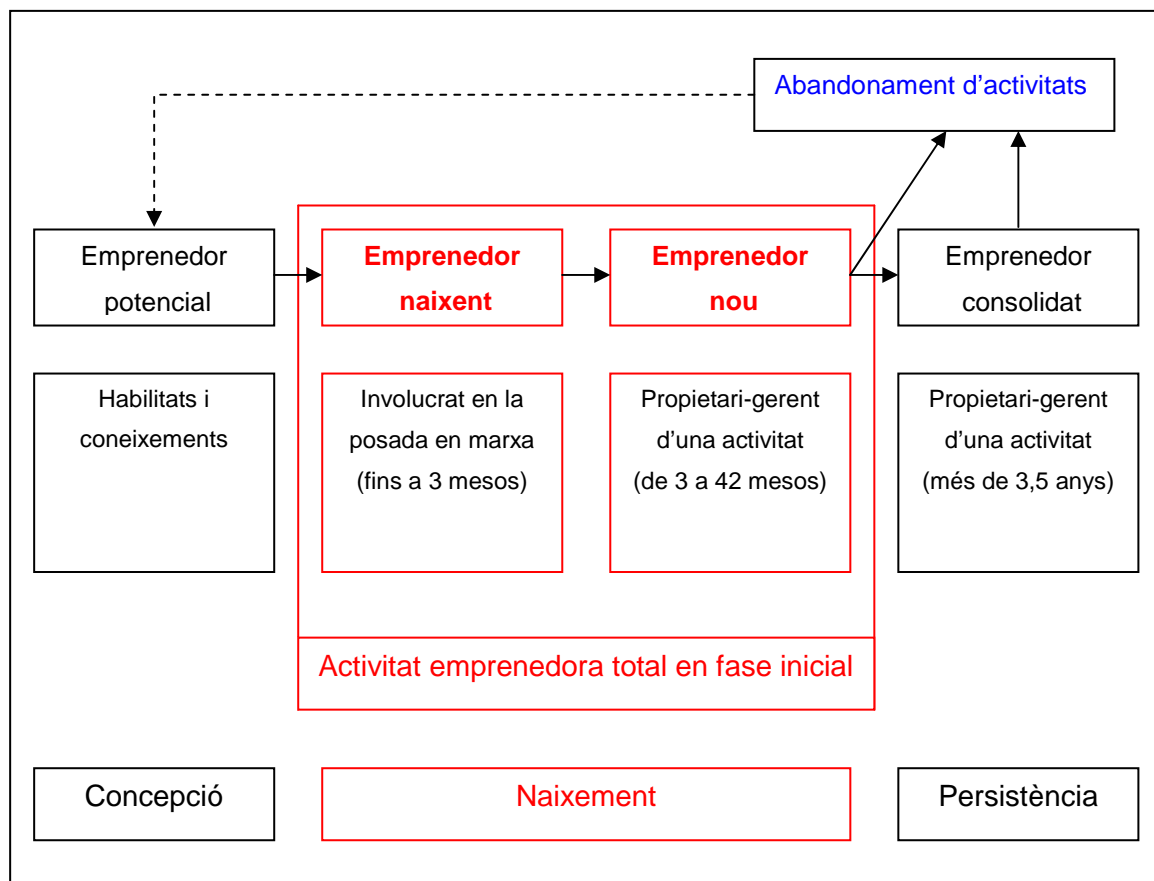
L'índex d'Activitat Emprenedora Total (TEA) és un índex que reflecteix el nivell d'activitat en la creació d'empreses i tal i com es mostra a la figura 3, es basa en l'existència de dos tipus d'emprenedors; per una banda tenim l'emprenedor naixent que està involucrat en la posada en marxa del negoci, tant si aquest encara no ha obert, com si ja està obert però té una vida inferior als 3 mesos, i de l'altre l'emprenedor nou que és aquell propietari o gerent d'una empresa que té entre 3 i 42 mesos de vida. Els emprenedors que participen en les dues activitats es compten una sola vegada. El model diferencia els emprenedors en funció de si

la seva motivació per iniciar la nova empresa es deguda a la voluntat d'aprofitar una oportunitat, o bé si ho fan per necessitat, ja sigui perquè no tenen feina o bé no els agradi la que tenen, en conseqüència l'índex TEA, es divideix en 3 índex diferents:

- Índex d'oportunitat (TEA Oportunitat) que mesura l'existència d'oportunitats que estiren als emprenedors.
- L'índex de necessitat (TEA Necessitat) que mesura la necessitat que empeny als emprenedors
- L'índex general (TEA General) que mesura la combinació d'ambdues motivacions.

Cal dir que tots aquests índex s'expressen en percentatge sobre la població de 18 a 64 anys.

Figura 3. El procés emprenedor segons el projecte GEM. Definicions operacionals.



Font: Adaptat de GEM España Informe Ejecutivo 2009 pàgina 20 i GEM Catalunya Informe Executiu 2007 pàgina 12

L'índex d'oportunitat (TEA Oportunitat) que mesura l'existència d'oportunitats que estiren als emprenedors es relaciona amb la percepció de bones oportunitats, el fet que els emprenedors tinguin els coneixements, habilitats i experiència per desenvolupar aquestes oportunitats, i la disponibilitat d'inversió informal.

TEA (Oportunitat) = f (percepció d'oportunitats; coneixements, habilitats i experiència; inversió informal)

D'altra banda, els emprenedors empesos per la necessitat, no creen empreses perquè percebin bones oportunitats i creguin que tenen les habilitats i l'experiència necessària per desenvolupar les oportunitats, sinó que ho fan perquè no tenen cap opció millor per poder aconseguir una feina. Per tant, és de suposar que l'índex de necessitat (TEA Necessitat) no està correlat amb les tres variables apuntades anteriorment: la percepció de bones oportunitats, la tinença de coneixements, habilitats i experiència i la disponibilitat d'inversió informal.

TEA (Necessitat) ≠ f (percepció d'oportunitats; coneixements, habilitats i experiència; inversió informal)

Tal i com apunten Bygrave, et al (2003) un dels principals objectius dels treballs de recerca del GEM és examinar el vincle entre l'esperit emprenedor i el creixement econòmic. Sembla raonable esperar que l'existència d'oportunitats que incentivin als emprenedors i el creixement econòmic formin un cercle virtuós. L'existència d'oportunitats que reclamin l'atenció dels emprenedors sens dubte contribueix al creixement econòmic, i aquest a la vegada crea noves oportunitats per a la iniciativa empresarial. D'altra banda, també és possible que la necessitat de crear la pròpia empresa augmenti quan l'economia pateixi una forta recessió i l'atur sigui persistentment alt, en aquestes circumstàncies és força difícil trobar feina i això porta a moltes persones a crear el seu propi negoci com a via d'ocupació. En definitiva sembla clar doncs que l'emprenedoria i el creixement econòmic estan interrelacionats.

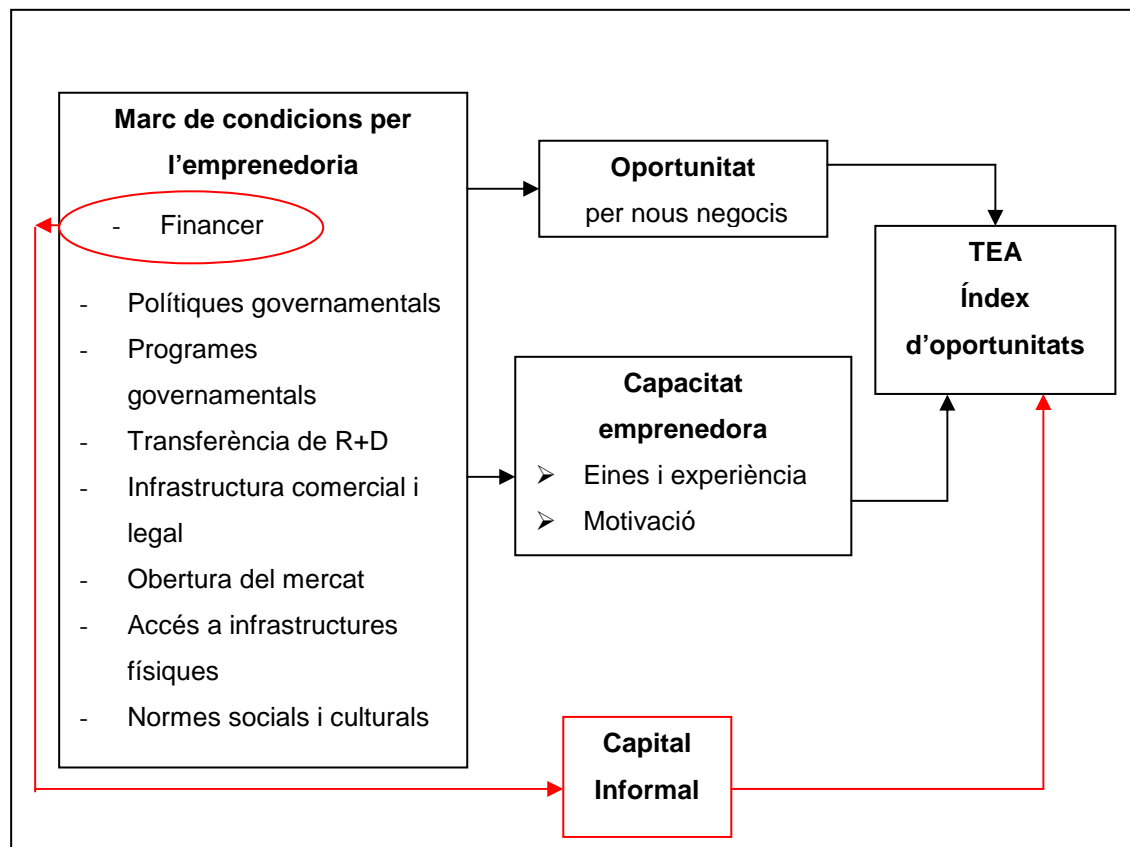
Per Bygrave, et al (2003) pàg. 105 «*els emprenedors són els motors que condueixen les noves empreses, i el finançament és el combustible que les impulsa*». Per tant, el suport financer, és un dels principals condicionants que afecta a l'emprenedoria.

El finançament al que opten les noves empreses pot ser molt variat depenent del tipus d'empresa i de la seva localització, però gairebé sempre comptarà amb el finançament

d'inversors informals, concretament els anomenats "4Fs": (founders, family, friends and foolhardy investors) o sigui els fundadors, la família, els amics i inversors bojós o temeraris.

En aquest punt cal dir que alguns treballs, com per exemple el de Coduras Martínez (2004) anomenen business angels a aquestes "4F". En canvi per molts altres autors ni tant sols està clar que la figura central d'aquest treball, els business angels, realment coincideixi amb una sola de les "F" concretament la quarta o sigui aquests inversors bojós o temeraris. Per tant ja podem avançar que la confusió de termes en el camp que ens ocupa és malauradament molt àmplia, però sobre tot això ja en parlarem més endavant en el capítol 5.

Figura 4. El model GEM per la inversió informal.



Font: Adaptat de: Bygrave, W. D.; Hay, M.; Ng, E. and Reynolds, P. D. 2003. Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor. Venture Capital 5: pàgina 106

En aquest model, els emprenedors estan motivats pel que ells perceben com a oportunitats per iniciar un nou negoci, i creuen que tenen els coneixements, les habilitats i l'experiència necessària per desenvolupar el negoci. La principal font de suport financer extern per posar en marxa moltes d'aquestes noves empreses són els inversors informals.

Com ja hem indicat, la principal font de suport financer extern per posar en marxa molts dels nous negocis prové dels inversors informals, les “4Fs” primer el propi emprenedor, la família i els amics després i els inversors bojos o temeraris posteriorment, si és que l'emprenedor es capaç d'atraure les inversions d'aquests inversors individuals amb qui no té cap relació prèvia. En aquest sentit, l'estudi de Bygrave, et al (2003) mostra que el percentatge d'inversors informals majors de 18 anys en els 18 països dels quals es tenien dades va ser de mitjana del 3,4%. També mostra que un 48% dels inversors informals va invertir en l'empresa d'un familiar, un 28,9% en el negoci d'un amic o veí, un 10,6% en l'empresa d'un company de treball i només el 8,4% van ser inversors temeraris que van invertir en el negoci d'un desconegut. En aquest sentit indicar que els estudis del GEM sovint anomenen a aquesta darrera categoria com a “business angels purs”, per distingir-los de les altres tres categories de business angels que mantenen una relació d'un o altre tipus amb l'emprenedor. D'altra banda l'estudi també mostra que mentre els familiars, amics i coneguts han invertit petits imports, aquests business angels purs han aportat quantitats molt més grans als negocis de persones desconegudes.

Indicar també que segons l'estudi de Bygrave, et al (2003) un augment del 1,5% de la inversió en el sector informal té correlació amb un augment del 1% de l'índex d'oportunitats TEA (Oportunitat). Per tant, sembla clar que la inversió informal és un component crucial del procés emprenedor.

Per acabar aquest apartat, dir que el treball de Bhidé (2000) mostra que de la llista de les 500 empreses de major creixement dels EUA, pràcticament el 80% es van iniciar amb una aportació inferior als 50.000 dòlars. D'altra banda en l'estudi de Bygrave i Hunt (2005) basat en 34 països s'indica que de mitjana els emprenedors requerien uns 53.673 dòlars per iniciar els seus negocis i d'aquests, ells mateixos n'aportaven al voltant del 66%, com veurem en l'apartat següent, aquestes dades encara continuen essent orientatives de la situació actual a casa nostra.

3.2.1 Dades del model GEM del 2009 a Catalunya, Espanya i al món.

L'estudi Bosma i Levie (2010) classifica les 54 economies que han participat en l'estudi en 3 categories o etapes de desenvolupament que són:

- Les economies basades en els factors (amb un baix desenvolupament econòmic) representades per: Algèria, Guatemala, Jamaica, Líban, Marroc, Aràbia Saudita, Síria, Regne de Tonga, Uganda, Veneçuela, Cisjordània i la Franja de Gaza i el Iemen.
- Les economies basades en l'eficiència representades per: Argentina, Bòsnia i Hercegovina, Brasil, Xile, Xina, Colòmbia, Croàcia, República Dominicana, Equador, Hongria, Iran, Jordània, Letònia, Malàisia, Panamà, Perú, Romania, Rússia, Sèrbia, Sud-àfrica, Tunísia i Uruguai.
- Les economies basades en la innovació representades per: Bèlgica, Dinamarca, Finlàndia, França, Alemanya, Grècia, Hong Kong, Islàndia, Israel, Itàlia, Japó, República de Corea, els Països Baixos, Noruega, Eslovènia, Espanya, Suïssa, Regne Unit, Emirats Àrabs Units i els EUA.

Espanya i per tant Catalunya formen part del grup d'economies basades en la innovació i les seves dades a efectes comparatius s'han de contrastar amb les de països com els EUA, el Regne Unit, Finlàndia, Alemanya, i Noruega, uns països molt més acostumats a treballar amb la figura del business angel que nosaltres.

3.2.1.1 Dades sobre emprenedoria.

A la taula 1 mostrem l'activitat emprenedora per l'any 2009 dels 20 països que anteriorment hem indicat que formaven part del grup de països GEM que les seves economies es basaven en la innovació, a més de Catalunya. Com es pot observar la mitjana del TEA d'aquests 20 països va ser del 6,3%, i mentre que el TEA Espanyol es va situar per sota la mitjana amb un valor de 5,1%, el TEA Català per aquest mateix període va superar lleugerament aquesta mitjana amb un valor del 6,38%.

Taula 1. Activitat emprenedora en els 20 països del GEM que la seva economia es basa en la innovació i Catalunya l'any 2009.

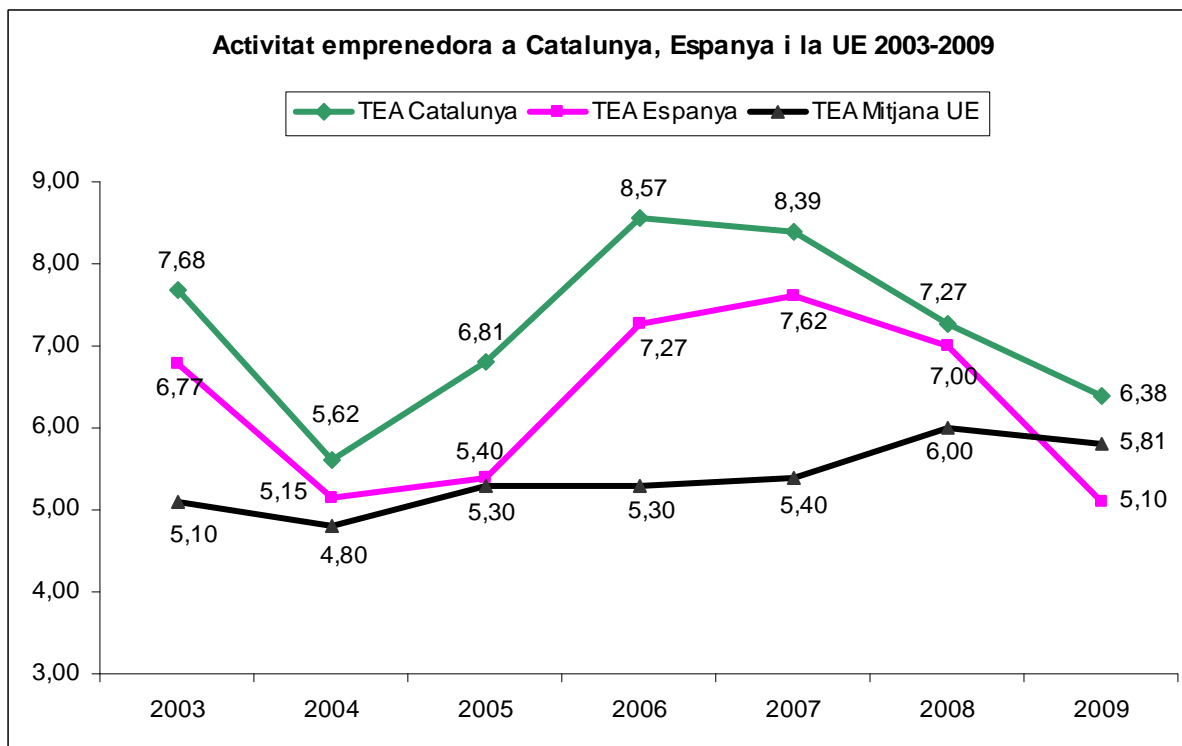
	Emp. Naixent	Emp. Nou	Emp. en fase Inicial TEA	Emp. Consolidades
Bèlgica	2,0	1,6	3,5	2,5
Dinamarca	1,6	2,0	3,6	4,7
Finlàndia	2,9	2,3	5,2	8,5
França	3,1	1,4	4,3	3,2
Alemanya	2,2	2,1	4,1	5,1
Grècia	4,5	4,7	8,8	15,1
Hong Kong	1,6	2,2	3,6	2,9
Islàndia	7,6	4,2	11,4	8,9
Israel	3,4	2,7	6,1	4,3
Itàlia	1,8	1,9	3,7	5,8
Japó	1,9	1,3	3,3	7,8
República de Corea	2,7	4,4	7,0	11,8
Països Baixos	3,1	4,1	7,2	8,1
Noruega	5,0	3,9	8,5	8,3
Eslovènia	3,2	2,1	5,4	5,6
Espanya	2,3	2,8	5,1	6,4
Suïssa	4,3	3,5	7,7	8,4
Regne Unit	6,5	7,4	13,3	5,7
Emirats Àrabs Units	2,7	3,2	5,7	6,1
EUA	4,9	3,2	8,0	5,9
Mitjana	3,4	3,1	6,3	6,8
Catalunya	3,19	3,19	6,38	7,44

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bosma, N. i Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report i GEM Global Report 2009 i GEM Informe Executiu Catalunya 2009.

Centrant-nos en el nostre entorn més immediat, segons dades del GEM (2009a) i GEM (2009b), la taxa d'activitat emprenedora (TEA) en la població adulta catalana l'any 2009 va ser del 6,38%, la qual cosa indicaria que al 2009 a Catalunya hi havia al voltant de 302.767 persones emprenedores. Com es pot observar en el quadre 1, aquesta taxa tot i ser superior a la resta d'Espanya i a la mitjana dels països de la Unió Europea involucrats en el projecte

GEM és força inferior a la registrada el 2006, sens dubte una clara conseqüència de la greu crisi econòmica que estem vivint aquests darrers anys.

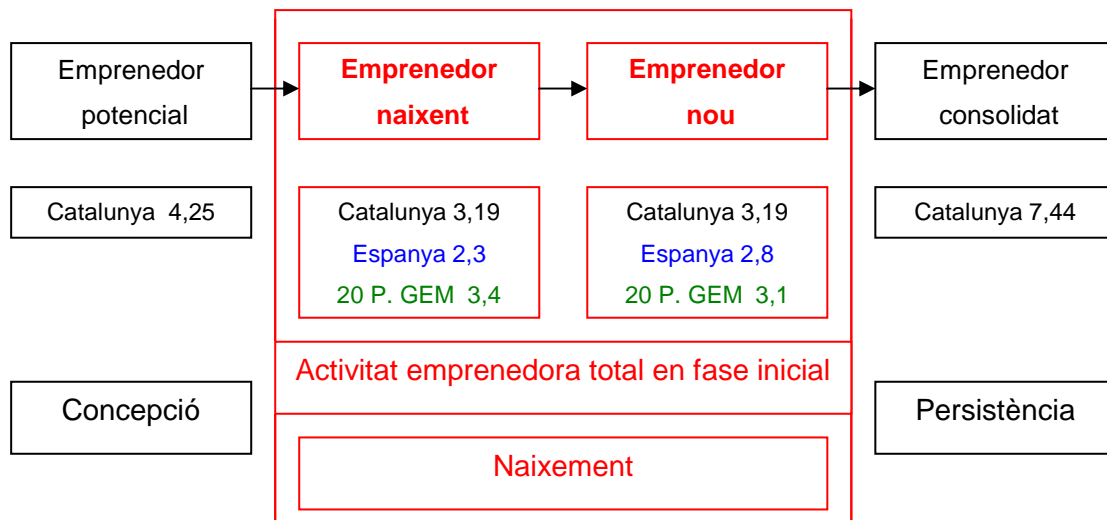
Quadre 1 Índex TEA a Catalunya, Espanya i als països de la UE involucrats en el projecte GEM de 2003 a 2009.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2009.

Com es pot observar a la figura 5, a Catalunya el 2009 hi havia un 3,19% de la població entre 18 i 64 anys que estava intentant crear la seva pròpia empresa i curiosament exactament el mateix percentatge (3,19%) de la població estava consolidant o si més no intentant-ho, la seva empresa, una empresa creada a partir de 2006. D'altra banda en la mateixa figura 5 també es poden comparar aquestes dades catalanes amb les espanyoles i la mitjana dels 20 països GEM descrits anteriorment. Podem observar que en termes d'empresaris naixents, a Catalunya tot hi haver n'hi menys que a la mitjana dels 20 països citats n'hi ha pràcticament un punt percentual més que a Espanya, la qual cosa representa gairebé un 39% més. Pel que fa a emprenedors nous, Catalunya pràcticament té un valor igual a la mitjana dels 20 països GEM, no així Espanya que està lleugerament per sota.

Figura 5 Activitat emprendedora (TEA) a Catalunya, Espanya i als països GEM el 2009



Font: Elaboració pròpia

La taula 2 mostra el repartiment de l'índex TEA general en TEA Oportunitat i TEA Necessitat. Val a dir que les dades que ofereix l'estudi de Bosma i Levie (2010) sobre Espanya no coincideixen amb les que ofereix el Informe Ejecutivo España del GEM (2009b)

Com acabem de dir, les dades sobre Espanya que figuren a la taula 2 no concorden amb les que figuren a la taula 3. Tant l'informe del GEM del 2009 que fa referència a Catalunya GEM (2009a) com el que fa referència a Espanya classifiquen el tipus de comportament de l'emprenedor en 4 motius que de fet en són 3. Distingeixen entre oportunitat, tot i que la subdivideixen en oportunitat pura i oportunitat en part, en necessitat i altres. La qüestió és que el percentatge del 41% que proporciona l'estudi de Bosma i Levie (2010) no coincideix ni amb l'índex d'oportunitat total ni tampoc amb l'índex d'oportunitat pura.

Taula 2. Desglossament del TEA general en percentatge del TEA oportunitat i TEA necessitat en els 20 països del GEM que la seva economia es basa en la innovació l'any 2009.

	Percentatge del TEA Oportunitat sobre el total	Percentatge del TEA Necessitat sobre el total
Bèlgica	55	9
Dinamarca	56	7
Finlàndia	62	19
França	67	14
Alemanya	43	31
Grècia	47	26
Hong Kong	49	19
Islàndia	58	10
Israel	48	25
Itàlia	57	14
Japó	62	30
República de Corea	37	45
Països Baixos	57	10
Noruega	74	9
Eslovènia	69	10
Espanya	41	16
Suïssa	67	7
Regne Unit	79	9
Emirats Àrabs Units	43	16
EUA	55	23
Mitjana	56	17

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bosma, N. i Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report.

La informació que figura a la taula 3, s'ha confeccionat agrupant els dos tipus d'oportunitat (la pura i la oportunitat en part). Podem observar que a Catalunya l'emprenedoria es basa, sobretot en l'aprofitament de les oportunitats, ja que aquest tipus d'emprenedoria representa el 88,2 % del total, mentre que la taxa d'activitat emprenedora motivada per la necessitat va ser tant sols del 9,4%. Cal destacar que aquestes dades van variar en 10 punts percentuals respecte del 2007, així l'índex TEA d'aprofitament d'oportunitats va augmentar del 78,3% fins al 88,2% i en canvi l'índex TEA de necessitat va caure del 20,3% al 9,4%.

Taula 3. Evolució del tipus de comportament emprenedor a Catalunya i Espanya del 2007 al 2009.

Any	TEA Total		TEA Oportunitat		TEA Necessitat		Altres	
	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya	Catalunya	Espanya
2007	8,4 (100%)	7,6 (100%)	6,6 (78,3%)	5,8 (76,4%)	1,7 (20,3%)	1,1 (14,9%)	0,1 (1,4%)	0,6 (8,7%)
2008	7,3 (100%)	7,0 (100%)	6,0 (82,2%)	5,6 (80,0%)	1,0 (13,7%)	1,0 (14,8%)	0,3 (4,1%)	0,4 (5,2%)
2009	6,4 (100%)	5,1 (100%)	5,6 (88,2%)	4,1 (80,4%)	0,6 (9,4%)	0,8 (15,8%)	0,2 (2,5%)	0,2 (4,1%)

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2009.

En termes de gènere, com s'observa a la taula 4, la majoria d'emprenedors tant catalans com espanyols són homes. Es pot veure que el percentatge d'emprenedores catalanes en fase inicial és superior al d'espanyoles, però en canvi és menor en termes d'emprenedores consolidades.

Taula 4. Distribució del sexe dels emprenedors catalans i espanyols en les diferents etapes el 2009.

		Emp. potencial	Emp. naixent	Emp. nou	Emp. en fase inicial	Emp. consolidat
Catalunya	Homes	76,0	65,3	51,7	58,5	71,5
	Dones	24,0	34,7	48,3	41,5	28,5
Espanya	Homes	61,0	61,5	63,4	62,6	66,7
	Dones	39,0	38,5	36,6	37,4	33,3

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2009.

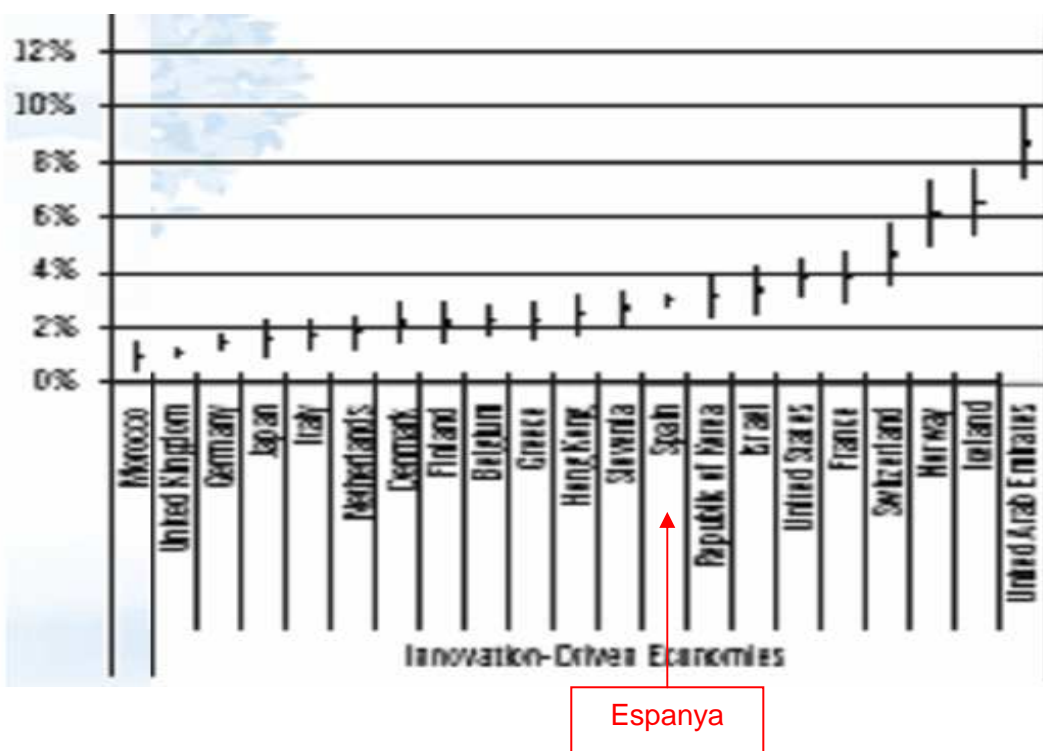
Pel que fa al perfil de la persona emprenedora que resideix a Catalunya, destaca l'elevat nivell de capital humà i la seva sòlida posició financera. Els resultats indiquen que el 56% de la població emprenedora en fase inicial (TEA) compta amb formació universitària (més del 60% en el cas de l'emprenedoria potencial i naixent). A més, els que aconsegueixen posar en marxa la seva iniciativa emprenedora mostren majors nivells de renda familiar.

Per concloure aquest apartat podem dir que segons dades del GEM (2009a) els principals motius que impulsen l'emprenedoria a Catalunya són la recerca d'una major independència, un determinat estil de vida i l'afany d'autorealització, d'altra banda l'emprenedor/a català/na compta amb una carrera professional y una certa seguretat econòmica.

3.2.1.2 Dades sobre finançament de projectes del 2009.

Com que la inversió informal és relativament rara en la majoria dels països, per mesurar la inversió informal el GEM demana als enquestats si han invertit en algun negoci d'una altra persona en els últims tres anys. El fet de treballar amb tres anys genera una mesura suavitzada, ja que no és una mesura de l'activitat d'un sol any. Tot i això, segons el treball de Bosma i Levie (2010) hi ha una certa evidència que al llarg de 2009 la inversió informal s'ha reduït en alguns països. Així mentre que per una banda l'activitat d'inversió informal va augmentar en 16 països, per l'altre es reduïa en una altres 19, alguns tant significatius com els EUA i el Regne Unit.

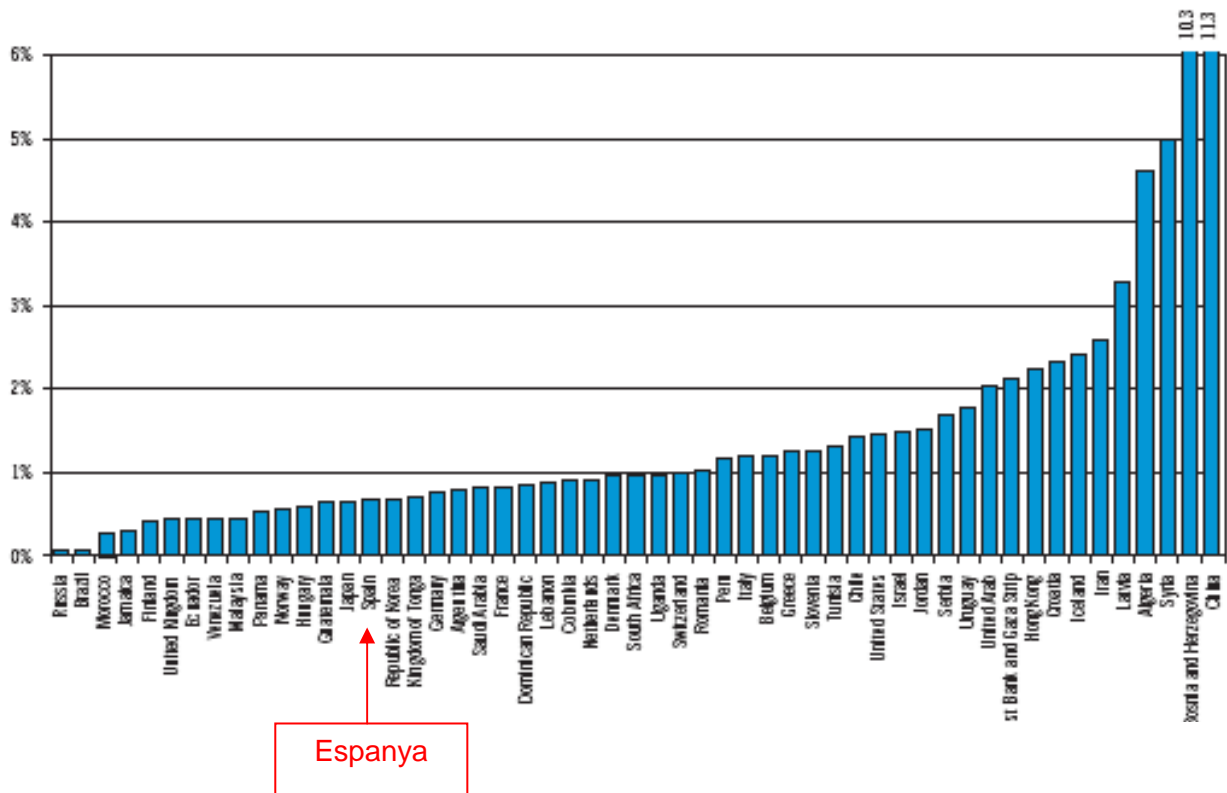
Figura 6 Percentatge d'inversors informals entre la població de 18 a 64 anys en els 20 països del GEM que la seva economia es basa en la innovació l'any 2009



Font: Composició elaborada a partir de la figura 38 de Bosma, N. i Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report pàgina 52.

En aquest punt hem de dir que no disposem de dades exactes i concretes sobre països tal i com ens hauria agradat. Podríem per tant dirigir al lector directament al treball de Bosma i Levie (2010) per tal que les consultés, en el seu lloc però hem preferit fer un esforç d'imaginació i reproduir una part significativa d'un parell de gràfiques, que si bé es llegeixen amb dificultat, creiem que com a mínim proporcionen al lector una bona idea de quin és el nivell de la inversió informal en cada un dels països GEM i més especialment quina és la posició que ocupa Espanya entre aquest grup de països. Així mentre la figura 6 mostrada en la pàgina anterior només contempla dades dels 20 països del GEM que la seva economia es basa en la innovació, la figura 7 contempla dades del total dels 54 països del GEM.

Figura 7 Import del capital informal en percentatge del PIB en els 54 països del GEM l'any 2009



Font: Figura 39 de Bosma, N. i Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report pàgina 53.

Centrant-nos ja a casa nostra, veiem que el capital llavor mig que es va necessitar tant a Catalunya com a Espanya per constituir una empresa al llarg de 2009 va experimentar un fort increment respecte a l'any anterior tal i com es mostra a la taula 5.

Taula 5. Capital llavor necessari per constituir una empresa

Capital llavor necessari		2008	2009
Catalunya	Mitjana	81.248,27	118.271,52
	Mediana	50.000	50.000
Espanya	Mitjana	86.350,93	116.584,48
	Mediana	60.000	30.000

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2008 i 2009.

Aquest increment al voltant del 45% en el cas català i del 35% en el cas espanyol, pot tenir però dues lectures: d'una banda, ens pot portar a pensar que emprendre és més car o costós cada any, però pot ser que simplement ens indiqui que algunes de les empreses que s'estan creant actualment són de major envergadura.

En qualsevol cas, donat que les desviacions típiques d'aquestes dades són molt grans, (381.000 € a Catalunya pel 2009) probablement la mitjana no reculli correctament la realitat de l'empresa tipus i calgui recórrer a una altre mesura estadística com la mediana per poder recollir amb major precisió aquesta realitat. Així si observem la mediana veurem que aquesta és manté a Catalunya i en canvi cau a la meitat a Espanya. La conclusió que en podem extreure és que mentre que a Catalunya la majoria de negocis continuen necessitant al voltant dels 50.000 € per constituir-se, a Espanya aquest import és força més reduït i molt inferior a l'any anterior, suposem degut a la crisi econòmica.

A la taula 6 podem observar que el percentatge de recursos aportats per l'emprenedor per tal de finançar la nova empresa se situen de mitjana en el 57,58% a Espanya i el 71,4% a Catalunya, mentre que en termes de mediana se situen en el 100%, això vol dir que la meitat dels emprenedors, tant catalans com espanyols, aporten la totalitat del capital necessari.

Malgrat que pràcticament la meitat dels emprenedors poder finançar íntegrament el seu negoci, l'altre meitat ha de recórrer a altres fonts de finançament, són el que coneixem com finançament informal, bàsicament format per persones amb un vincle social amb l'emprenedor (família i amics), però també per business angels, inversors professionals sense cap relació amb l'emprenedor. En aquest sentit cal indicar que el Projecte GEM no distingeix entre aquests diferents tipus d'inversors informals.

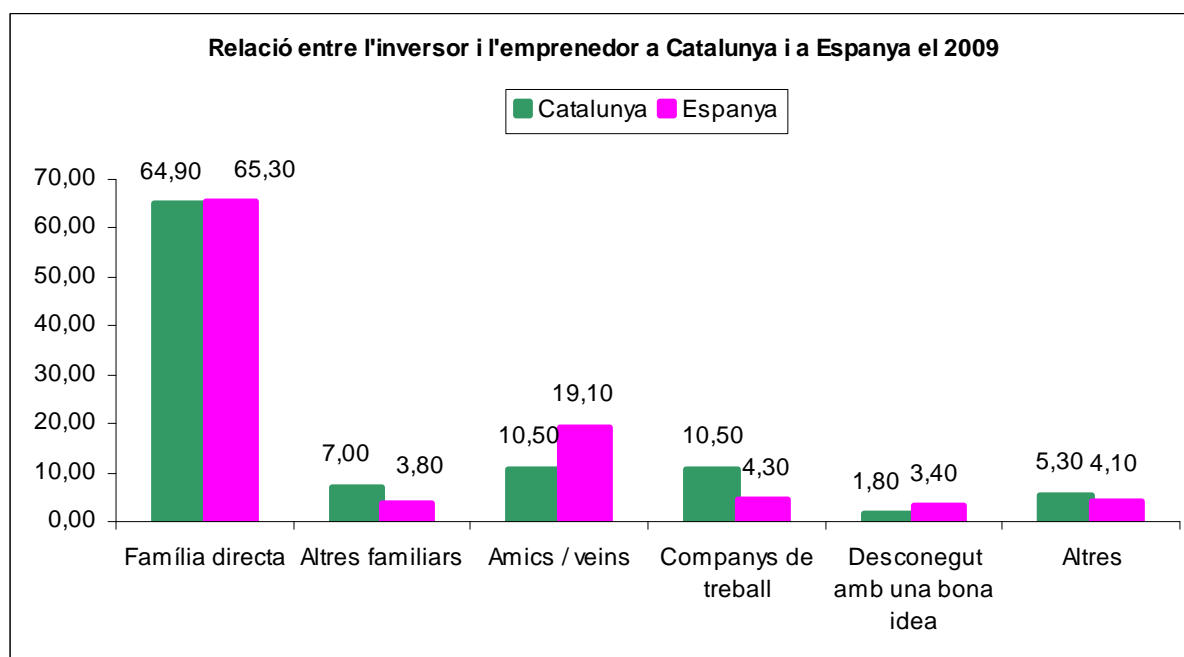
Taula 6. Capital llavor aportat per l'emprenedor en euros i percentatge sobre el total necessari.

Finançament aportat per l'emprenedor		2008	%	2009	%
Catalunya	Mitjana	44.308,59	69,3%	40.492,51	71,4%
	Mediana	25.000	83,3%	10.000	100%
Espanya	Mitjana	50.990,67	66,91%	114.368,27	57,58%
	Mediana	30.000	66,66%	15.000	100%

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2008 i 2009.

Com es mostra en el quadre 2 la majoria dels inversors informals tenen un vincle familiar amb l'emprenedor. D'altra banda en aquests tipus de relacions no s'observen gaires diferències entre Catalunya i Espanya, si de cas, i a tall anecdòtic, podríem dir que els catalans confiem més en els companys de treball que en els amics i veïns, en relació als espanyols. Ja per últim indicar que segons dades del GEM (2009a) dins dels inversors informals hi ha una petita proporció (un 12,7%) que estaria disposat a invertir en projectes que requereixen més de 100.000 € i per tant aquest col·lectiu seria probablement el que realment coneixem com a business angels.

Quadre 2. Relació entre l'inversor i l'emprenedor a Catalunya i a Espanya el 2009.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de GEM Informe Executiu Catalunya 2009 i GEM Informe Ejecutivo España 2009.

3.3 Finançament a l'emprenedoria.

El primer lloc on un emprenedor ha de buscar finançament pel seu projecte és en el seu compte corrent. Una vegada esgotats els seus propis recursos, l'emprenedor haurà de recórrer a altres persones, o a organitzacions especialitzades en la provisió de fons a projectes empresarials.

Probablement com indiquen Mason i Harrison (1999 i 2000c) i Sohl (1999), a qui recorrerà l'emprenedor després d'esgotar els seus propis recursos serà a les "3Fs": (family, friends and foolhardy investors) o sigui la família, els amics i els inversors bojos o temeraris. Recordem que la primera de les "4F" citades anteriorment és el propi emprenedor (founder). De fet, a aquestes "3Fs", també hi ha qui les anomena (FFBA) que prové de "family, friends and business associateds" i que són per tant la família, amics i socis de negocis. En aquest punt creiem que val la pena insistir en que la gran majoria d'autors, consideren que els business angels no formen part d'aquestes "3Fs", tot i que alguns, com per exemple San José i Segurado (2004) indiquen que els business angels són la tercera "F" els inversors bojos o temeraris. Com ja hem indicat anteriorment, convé indicar que en termes de definicions, no domina ni la claredat ni la unanimitat, sinó més aviat la confusió, però això ho tractarem en detall més endavant.

Sovint amb els diners proporcionats pels familiars, amics i coneguts els emprenedors poden iniciar el seu negoci, a vegades fins i tot desenvolupar un prototip o un concepte de servei o negoci, però poca cosa més. En aquest punt solen acudir a les entitats financeres (bancs i caixes) per aconseguir recursos, normalment en forma de préstecs, però a no ser que a més de la idea de negoci o pla d'empresa, també aportin garanties personals, sortiran de l'entitat amb les butxaques buides.

Alguns dels emprenedors que confien plenament en el seu projecte, poden arribar a hipotecar la seva casa o altres béns per aconseguir recursos amb els quals desenvolupar el seu negoci, això però no és ni molt menys el més habitual, ja sigui perquè els emprenedors no disposen de patrimoni personal suficient per garantir el retorn dels préstecs o simplement perquè tot i disposar-ne, (molts tenen habitatge propi) no estiguin disposats a arriscar-lo.

Així doncs, molt negocis moriran al poc d'iniciar-se per falta de recursos econòmics que permetin desenvolupar-los, alguns probablement moririen fins i tot amb recursos, ja que es tracta d'idees o projectes que no encaixen amb l'entorn socioeconòmic on es volen

desenvolupar, però altres podrien arribar a convertir-se en projectes d'èxit, i fins i tot en alguns casos, en autèntics i revolucionaris productes, serveis i/o empreses, com en el seu dia ho van ser Hewlett Packard o Google.

Així doncs, amb independència de com els vulguem anomenar (3Fs) o (FFBA), és clar que l'emprenedor primer recorre a la gent que ja coneix i com hem dit reiteradament és la seva família, els seus amics i els socis de negocis o companys de treball. Com apunten Robinson i Cottrell (2007) i Wall (2007) aquests potencials inversors presenten dos avantatges comparatius respecte a d'altres inversors en relació a la mitigació de l'asimetria de la informació i el risc moral associat amb l'emprenedor. D'una banda, pel fet que aquestes persones coneixen bé a l'emprenedor molt probablement estaran en millors condicions que ningú per avaluar la determinació que aquest emprenedor té per conduir el projecte cap a l'èxit i també la fiabilitat mostrada en experiències anteriors similars. Probablement, alguns d'aquests individus propers a l'emprenedor, no tots, també puguin ser capaços d'avaluar les habilitats en emprenedoria de l'emprenedor i, possiblement, fins i tot la qualitat del projecte. Per l'altra banda aquestes persones probablement també seran capaces d'utilitzar la seva relació amb l'emprenedor per imposar-li costos no pecuniaris en el cas que aquest no es comportés degudament.

Aquesta font de finançament aporta un benefici addicional a l'emprenedor i és que moltes d'aquestes persones estaran disposades a invertir sense demanar l'adequada compensació pel risc suportat. Evidentment aquesta font de finançament també presenta inconvenients, el principal és que els recursos que pot aportar són força limitats. Un altre desavantatge potencial que argumenta Wall (2007) és que l'empresari pot assignar un alt cost a la utilitat esperada de les potencial sancions no pecuniàries si finalment, malgrat tots els seus esforços, l'empresa fracassa.

Una de les dades més rellevants del treball de Robinson i Cottrell (2007) mostra que els individus que formen part dels (FFBA) representen el 21 % dels inversors i el 16 % del finançament total, a més representen més del 25 % del capital aportat pels inversors individuals.

Si amb els recursos aconseguits de les (3Fs) o (FFBA), l'emprenedor no en té prou per engegar o fer créixer el projecte, llavors pot recórrer als business angels. Aquests individus, que per alguns autors formen part de les "3Fs" més concretament de la tercera, són persones interessades a invertir en el capital de petites empreses, amb les que probablement mai ha tingut cap relació anteriorment. Els business angels són inversors que

han mostrat una certa habilitat en desenvolupar o convertir idees prometedores en empreses rendibles. D'altra banda aquests business angels probablement podran aportar molts més fons que els aportats per les (3Fs) o (FFBA).

El paper fonamental dels business angels és doncs cobrir el "gap" o forat que hi ha entre el finançament que necessiten els nous projectes emprenedors i el finançament que realment disposen. Podríem dir doncs que els business angels haurien de poder cobrir o tancar el forat o la distància existent entre el finançament que poden proporcionar les "3Fs", i el finançament que estaria disposat a aportar el capital risc formal o institucional, és a dir els fons de capital risc.

Aquests fons de capital risc, degut als seus elevats costos de transacció solen fer unes inversions mínimes massa elevades per moltes petites empreses, a més, per tal que aquests fons tinguin una mínima eficiència han d'invertir en un nombre limitat de companyies, ja que d'aquesta forma en poden fer una correcta avaluació i seguiment (Gifford, 1997 i Murray i Marriott, 1998). Un estudi de Mason i Harrison (2000b) realitzat al Regne Unit mostrava que eren molt pocs els fons que estaven disposats a invertir menys de mig milió de lliures esterlines, i la mitjana d'inversió per un fons de capital risc en una etapa primerenca de negocis era de més d'un milió de lliures esterlines (BVCA, 2000). Als EUA, la mida mitjana de les inversions de capital risc (excloent les adquisicions palanquejades) segons Sohl (1999) va augmentar durant la dècada dels 90, fins a 1,4 milions de dòlars, una tendència que ja havia estat identificada i descrita com la supressió de "l'empresa de capital risc" per Bygrave i Timmons (1992). Això en part, i com després argumentarem és una conseqüència de la major quantitat de diners que les institucions financeres inverteixen en la indústria de capital risc.

En contrast amb el capital risc formal, els business angels estan disposats a invertir quantitats relativament més petites i per tant més adequades a les necessitats d'aquestes empreses primerenques. Això no treu però, com indiquen Harrison i Mason (1992a) i Freear, Sohl i Wetzel (1995) que realment es puguin aconseguir imports més elevats, especialment quan s'ajunten varis business angels en una mateixa inversió, quan això succeeix parlem d'inversions sindicades i/o de coinversió.

A més, els business angels inverteixen alguna cosa més que diners en efectiu, ja que generalment participen activament en la gestió de les empreses en les que inverteixen. Segons Harrison i Mason (1992b); Ehrlich, et al (1994) i Lumme, Mason i Suomi (1998) molts d'ells són empresaris d'èxit i estan en condicions d'aportar coneixements, experiència,

contactes i capacitats, a banda de tutoritzar a l'empresari. En definitiva els business angels solen aportar informació per ajudar als emprenedors a fer créixer el seu negoci.

Pel que fa a les limitacions del finançament àngel, Wall (2007) en destaca dues: la primera és que molt pocs business angels estaran disposats a invertir només en una sola empresa, ja que voldran diversificar el seu risc i la segona és que molts dels potencials business angels no disposen ni de les habilitats ni de l'interès necessari per desenvolupar una empresa, per la qual cosa optaran per invertir els seus diners en empreses ja desenvolupades que cotitzin a borsa.

Així doncs l'emprenedor primer ha de comptar amb els seus propis diners, després amb les "3Fs" i els business angels, i tot això sense descartar el finançament bancari, normalment en forma d'endeutament. Si l'empresa funciona, prospera, més endavant podrà optar també al capital risc formal, però de moment això queda lluny i per tant no el tractarem fins el proper capítol. El que si volem comentar en aquest punt és la possibilitat que l'emprenedor pugui comptar en algun o altre moment amb alguna de les ajudes públiques existents.

Després d'aquesta breu presentació, en aquest apartat ens dedicarem simplement a fer un breu comentari sobre les ajudes públiques a les que poden optar els emprenedors catalans i també a fer unes breus consideracions sobre el finançament bancari.

3.3.1 Ajudes públiques.

L'objectiu d'aquest apartat no és ni molt menys recollir totes i cada una de les diferents ajudes públiques que els governs espanyol i català proporcionen als emprenedors, la nostra única intenció és evidenciar que aquestes ajudes existeixen i que cal que els emprenedors les tinguin molt presents a l'hora de crear i fer créixer el seu negoci.

En el seu treball, Amill (2003) classifica els programes, accions i instruments públics que donen suport a la creació d'empreses en 3 àrees d'acció:

- Foment de l'esperit emprenedor i gestació de noves activitats. En aquesta línia per exemple es desenvolupen accions com l'impartició de seminaris, tallers, concursos, la sensibilització a l'alumnat en els diferents centres de formació i campanyes publicitàries entre d'altres.

- Avaluació de la viabilitat de la idea de negoci. En aquesta línia, tant l'administració central com l'autonòmica i especialment les locals han creat oficines tècniques d'assessorament als emprenedors que a més d'assessorar-los, sovint desenvolupen programes de formació.
- Posada en marxa i consolidació. En aquesta línia s'ha apostat per la creació de vivers o incubadores d'empreses, la creació d'una única finestreta de tràmits i programes que presten suport financer als emprenedors.

Per tal de poder implementar aquestes línies d'actuació els diferents governs doten partides pressupostàries, com per exemple la que el govern de la Generalitat de Catalunya va aprovar el juny de 2008 i que consistia en destinar 6,6 milions d'euros al suport a les persones emprenedores i a l'autoocupació a Catalunya en el període 2008-2010. Amb aquests i altres recursos els diferents governs poden fer front a diferents mesures per tal de fomentar l'emprenedoria i la creació d'empreses.

Concretament a Catalunya, el Govern de la Generalitat dona suport a l'esperit emprenedor a través del Departament de Treball i Indústria, i ho fa, com ell mateix indica, des d'una perspectiva integral, treballant en quatre grans línies: la motivació, la creació d'empreses, la transformació i consolidació i el suport a les estructures. Entre aquestes línies d'actuació s'hi troben sobretot ajudes en termes d'assessorament, de formació i d'acompanyament, però també algunes ajudes financeres com la concessió de línies de crèdit per finançar noves empreses, facilitats per accedir a préstecs participatius, etc. D'altra banda també es contemplen ajudes a determinats col·lectius d'emprenedors, com per exemple les dones, emprenedors situats en àrees rurals, etc.

Per acabar aquest apartat volem fer una breu referència al Fòrum NEOTEC del qual se'n han realitzat ja 8 edicions i la novena es realitzarà aquest proper novembre a Bilbao. Aquest fòrum va néixer dins de la iniciativa NEOTEC iniciada pel CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial) amb l'objectiu de promoure i estimular la generació de projectes empresarials de base tecnològica. Aquestes iniciatives de posar en contacte els emprenedors en etapes inicials i els inversors, segons Alemany (2003) són claus per varies raons com ara: el fet que permet validar, o no, el pla de negoci dels emprenedors; desmitifica la figura del capital risc –els emprenedors deixen de veure'l com una amenaça i passen a veure'l com una oportunitat– i també permet a molts inversors, entre ells els business angels, contactar amb noves oportunitats d'inversió.

3.3.2 El paper de les entitats de crèdit.

En aquest apartat farem referència a 4 aspectes que relacionen les entitats de crèdit amb l'emprenedoria, són:

- La funció financera tradicional.
- Com afecta la crisi actual a aquesta funció financera.
- Com les entitats financeres avaluen els nous projectes.
- Noves línies d'actuació perquè les entitats financeres s'impliquin molt més en el procés d'emprenedoria.

Funció financera tradicional.

Les entitats de crèdit, bàsicament bancs i caixes tenen un paper molt important en la creació d'empreses. El que s'espera d'elles és que proporcionin crèdit als diferents projectes per tal de crear-se, consolidar-se i créixer. De totes maneres, com veurem més endavant, alguns autors consideren que aquestes entitats haurien anar molt més enllà de la concessió de crèdits i haurien d'implicar-se de forma molt més activa en la creació d'empreses.

Tot i que tant els business angels com les societats i fons de capital risc poden aportar fons aliens, normalment en forma de préstecs participatius, sovint les entitats financeres són les úniques subministradores de fons aliens a les empreses, els hi poden aportar tant finançament a curt com a mig o llarg termini:

- Curt termini (descompte, pòlissa, préstec, ...).
- Llarg termini (préstec, lísing, ...).

No obstant, hi ha una certa unanimitat en la creença que les entitats financeres són poc partidàries de concedir préstecs a les empreses novelles, aquelles que es troben en les primeres etapes de vida, ja que aquestes empreses no disposen d'història i això dificulta molt, per no dir que impedeix, poder analitzar els seus estats comptables.

Efectes de la crisi financera.

Com ja hem indicat, els bancs i les caixes sempre han mirat amb un cert recel la possibilitat d'oferir finançament a les empreses acabades de crear. Si això sempre ha estat així, és fàcil

imaginar el difícil que és avui en dia aconseguir finançament bancari per aquestes empreses tenint en compte la greu crisi econòmica i especialment financera que estem patint. Amb tot, cal dir que aquesta situació de dràstica reducció de l'oferta de crèdit tampoc és nova, de fet ja s'havien viscut situacions més o menys semblants anys enrera. Algunes de les decisions viscudes als anys 90 són, tot i que per causes diferents, força semblants a les actuals i per tant molt probablement puguem aprendre d'elles. Així el Banc d'Anglaterra deia el següent el 1994:

«Els bancs ... s'han tornat més cautelosos en les seves decisions de préstecs. Admeten que els seus criteris de concessió de préstec s'han endurit, i són conscients de la possibilitat que la seva orientació central pot haver tingut un efecte exagerat a nivell d'oficina, provocant que es rebutgin algunes propostes viables per part dels seus exageradament cautelosos directors.» Bank of England (1994) pàg. 7.

Així doncs, països com el Regne Unit, ja van experimentar un important enduriment en quant a les condicions necessàries per aconseguir un crèdit als anys 90. En aquests sentit Mason i Harrison (1996b) pàg. 5. indicaven que: *«la dècada de 1990 s'han caracteritzat per canvis significatius en l'entorn de finançament per a les petites empreses al Regne Unit.»*

Ara mateix trobaríem nombrosos exemples de les dificultats financeres que totes les empreses, tant les de recent creació com les ja consolidades estan patint com a conseqüència de la retallada del crèdit que estan aplicant totes les entitats financeres. Com a mostra podeu consultar per exemple l'Anuari de la PIME Catalana 2010 (PIMEC, 2010). En qualsevol cas, la principal idea que volem extreure de tot això, és justament la necessitat de potenciar altres figures, com són per exemple els business angels, per proporcionar a les petites empreses catalanes el finançament i l'empenta necessària primer per crear-se i després per créixer i expandir-se.

Com avaluen els negocis les entitats de crèdit.

Evidentment els bancs tenen una forma d'avaluar els negocis relativament diferent d'altres figures com els business angels i el capital risc formal. Així mentre que els gerents de fons de capital risc i els business angels, posen el seu èmfasi tant en el mercat com en les qüestions financeres, segons Mason i Stark (2004) les entitats financeres insisteixen sobretot en els aspectes financers de la proposta i en canvi fan molt poc èmfasi a altres aspectes com el mercat i l'empresari o emprenedor.

A l'hora d'avaluar les sol·licituds de préstec les entitats financeres s'enfronten a una situació d'asimetria de la informació i són precisament les empreses recent creades, les més opaques informativament, degut a la ja comentada manca d'història o antecedents. Per tant en aquestes empreses és difícil obtenir-ne la informació necessària per poder avaluar la competència i el compromís de l'emprenedor, així com les perspectives de l'empresa i això segons Mason i Stark (2004) crea dos tipus de risc als bancs, caixes i qualsevol altre entitat de crèdit:

- El primer, és el risc de selecció adversa, que podem sintetitzar com el fet de deixar diners a una empresa que no els podrà tornar.
- El segon és no deixar-ne a aquelles que si que tenen potencial per tornar-los.

Evidentment el risc que tot banc i caixa vol evitar és el primer, ja que les pèrdues generades per una operació fallida són molt difícils de recuperar degut als baixos marges d'interessos que obtenen amb la resta de préstecs concedits. En aquest sentit és interessant reproduir una breu explicació que el professor Oriol Amat ha comentat en alguna de les moltes conferències a les quals he tingut el plaer d'assistir.

Si una persona roba un producte a una determinada empresa de distribució que treballa amb un marge del 50% sobre el preu de compra, aquesta empresa en tindrà prou amb vendre dos productes per recuperar l'import perdut. En canvi si un banc o caixa no recupera l'import prestat a un determinat client, tenint en compte que aquestes entitats financeres sovint treballen amb un marge al voltant del 1%, els caldrà concedir 100 préstecs per recuperar l'import perdut.

Tot això farà per tant, que els bancs no realitzin una avaluació completa del projecte proposat, sinó que bàsicament posin el seu èmfasi en els aspectes financers, com ara els marges, les previsions de tresoreria, les ràtios de tota mena, així com altres controls financers, a banda d'un aspecte essencial, que és la disponibilitat d'actius de garantia. En aquest sentit, les garanties, que en el cas de noves empreses hauran de ser forçosament garanties personals aportades per l'emprenedor són molt atractives per les entitats de crèdit segons Mason i Stark (2004) per dues raons:

- La primera és que si l'emprenedor està disposat a oferir garanties això és un senyal clar de la confiança que aquest emprenedor té amb l'èxit del projecte.
- La segona és que la garantia alinea els interessos de l'emprenedor amb els de l'entitat, tots dos tenen el mateix objectiu, l'èxit de l'empresa.

Podríem dir doncs que les dues consideracions fonamentals que les entitats de crèdit utilitzen a l'hora de concedir un crèdit o préstec són per una banda que l'empresa mostri la suficient capacitat de generació d'efectiu com per poder tornar i remunerar el crèdit o préstec i per l'altre la presència de garanties que assegurin a l'entitat que recuperarà els fons invertits, fins i tot si l'empresa fa fallida.

Els resultats de l'estudi de Mason i Stark (2004) indiquen que les entitats de crèdit presenten un enfocament particularment diferent del capital risc i contradiuen l'afirmació de Burns (2001) pàg. 340 que *«els banquers són susceptibles d'interessar-se en coses similars als proveïdors de finançament de capital, encara que amb diferent èmfasi.»*

D'altra banda Mason i Stark (2004) també contradiuen la tesi de Deakins i Hussain (1994), en el sentit que les entitats financeres són coherents tant en el seu enfocament, com en la decisió de concedir o no concedir el crèdit. D'aquí se'n desprèn un dubte o pregunta i és si a un empresari o emprenedor li val la pena anar a demanar finançament a una segona entitat quan aquest li ha estat rebutjat per la primera.

Com ja hem dit, la principal preocupació de les entitats de crèdit és el risc que el préstec no sigui reemborsat. En conseqüència, aquestes entitats estan sobretot interessades en les finances de l'empresa (marges, flux de caixa) per tal de jutjar si l'empresa podrà pagar el deute, i en si els béns –ja siguin de l'empresa o de l'empresari– estan realment disponibles per garantir el préstec en cas que el negoci fracassi.

En aquest sentit, seguint a Smith i Smith (2000), quan un emprenedor redacta un pla de negocis per aconseguir finançament d'una entitat de crèdit ha d'assegurar-se que el pla conté informació suficient perquè l'entitat pugui fer aquesta avaluació i no oblidar-se d'indicar com serà reemborsat el préstec en cas que l'empresa no compleixi amb les seves expectatives. Per les entitats de crèdit és una pràctica habitual comparar la informació financera continguda en un pla de negocis amb les ràtios mitjanes de la indústria. Per tant, és essencial que qualsevol desviació significativa quedi ben explicada en el pla.

Noves línies d'actuació.

Per alguns autors fora convenient que les entitats financeres, si més no les més grans i poderoses, s'impliquessin molt més en el procés d'emprenedoria del que ho estan fent.

En aquest sentit, Mason i Harrison (1994) indiquen que els business angels del Regne Unit molt poques vegades citen als bancs com a fonts d'informació sobre oportunitats d'inversió. Caldria per tant analitzar si els bancs i caixes catalanes col·laboren tant poc com els del Regne Unit en l'expansió del capital risc informal, i si és així, caldria buscar mecanismes que possibilitessin a aquestes entitats financeres a treballar més estretament tant amb les xarxes de business angels existents com amb altres organismes i entitats públiques i privades que vetllen pel bon funcionament d'aquest mercat.

De fet, els mateixos autors Mason i Harrison (1993a, 1993b i 1996b), apunten a que les pròpies entitats financeres haurien de col·laborar finançant part de les despeses de funcionament de les actuals xarxes de business angels o d'altres serveis de presentació de negocis (*business introduction services*) que proporcionessin un canal de comunicació entre els empresaris i emprenedors que vulguin obtenir finançament i els inversors privats que volen realitzar inversions en societats no cotitzades. Sembla clar però que l'actuació de les entitats financeres no s'hauria de limitar a aquesta simple col·laboració econòmica. És evident que les entitats financeres són una font molt important d'informació i assessorament per les petites empreses i per tant es troben en una posició ideal per educar a les petites empreses que tenen com a clients, en relació al paper del finançament en forma de capital, encoratjant-les, si s'escau, a considerar la possibilitat d'obtenció de capital extern en primer lloc i en proporcionar-los-hi informació sobre com trobar un o varis business angels en cas que ho requereixin.

Podria haver-hi encara vies més radicals, una de les que es proposa, consisteix en que les entitats financeres creïn els seus propis serveis de presentació de negocis. Tot i que molts autors consideren que serà força difícil que aquesta via fructifiqui, la veritat és que ja hi ha hagut alguns experiments en la matèria, com per exemple la prova pilot que el novembre de 1994 va realitzar el National Westminster Bank del Regne Unit (Innovation Business, 1994).

Aquesta via genera però dues qüestions o dubtes, la primera i més important és la de si és o no convenient que una entitat financera gestioni un servei de presentació de negocis o una xarxa de business angels. L'altre té a veure amb l'escala o àmbit de les operacions i concretament en l'elecció d'un àmbit nacional enfront d'un de local o regional.

Pel que fa a la conveniència, trobarem arguments a favor i en contra. El principal argument en contra té a veure amb el conflicte d'interessos que es pot generar entre les empreses, els inversors i l'entitat financera. Molt probablement tant les empreses com els inversors estaran seriosament preocupats per la manca d'imparcialitat d'una entitat financera que es dediqui a gestionar serveis. Segons argumenten Mason i Harrison (1992) perquè tant els inversors com a les empreses consideressin creïbles els serveis de presentació de negocis, aquests haurien de ser administrats per una tercera part, respectada, però desinteressada, que comptés amb el suport ampli de la comunitat on opera i que fos una organització sense ànim de lucre (com per exemple les cambres de comerç, universitats, etc.). Tant els empresaris com els inversors es sentirien còmodes si aquestes organitzacions estiguessin realment interessades en el foment del desenvolupament econòmic local, i no tinguessin interessos creats de cap altre tipus, per tant probablement un banc o una caixa no encaixi gaire amb aquesta idea.

D'altra banda però, segons Mason i Harrison (1993a) una organització del sector privat, com de fet és un banc i una caixa, probablement estigui en millors condicions que altres organismes sense ànim de lucre a l'hora d'aconseguir els recursos financers i no financers, així com els coneixements necessaris per poder engegar i gestionar amb èxit un servei de presentació de negocis, a pesar del gran desafiament que comporta.

Pel que fa a la segona qüestió, la de l'àmbit geogràfic d'actuació, tot i que entenem que no és en aquest apartat on cal fer-ne la corresponent valoració, si que volem apuntar que seguint els arguments de Mason i Harrison considerem que l'escala d'actuació més adequada per un servei de presentació de negocis o xarxa de business angels és el regional i no el nacional.

Per concloure aquest apartat, només indicar que tot i tractar-se d'un banc privat i tenir un àmbit d'actuació nacional, en opinió de Mason i Harrison (1996b) l'experiment del "NatWest Angeles Service" desenvolupat pel National Westminster Bank va tenir un impacte positiu pel desenvolupament econòmic del Regne Unit.

4 Capital Risc.

Tal i com apunta Wetzel (1987) el capital risc és un recurs essencial per a la formació i el creixement d'iniciatives empresarials. A mesura que les economies desenvolupades depenen cada vegada més de la innovació i l'emprenedoria, es fa imprescindible que tant els emprenedors, com els inversors i sobretot els organismes públics posin el seu interès en el desenvolupament del mercat de capital risc.

Avui dia ningú posa en dubte que el finançament en forma de fons propis (capital) és indispensable a l'hora de finançar a les empreses amb un alt potencial de creixement. Empreses tecnològiques punteres i conegudes arreu del món com per exemple les americanes Digital Equipment Corporation, Apple Computer, Sun Microsystems, Lotus, Compaq i Google, entre moltes altres van estar recolzades pel capital risc en la seva posada en marxa. De fet als EUA s'han creat diferents àrees on la indústria del capital risc local ha esdevingut particularment activa desenvolupant un paper fonamental en el finançament d'empreses d'alta tecnologia, algunes d'aquestes àrees més conegudes són per exemple Silicon Valley i la Ruta 128 (Florida i Kenney, 1988a). Tot i que el capital risc europeu no ha tingut tant ressò ni importància com el dels EUA, evidentment també ha contribuït de forma decisiva en la consolidació i creixement de moltes empreses europees, especialment de l'àmbit tecnològic, sense anar més lluny a Espanya ha finançat a empreses com Cortefiel i Amadeus.

D'altra banda, com indiquen Harding (2000) i Cassar (2004) és també innegable que l'accés a aquest finançament en forma de fons propis és clau per assegurar que les PIMEs tinguin la llibertat i la possibilitat de créixer.

A més, la literatura existent sosté que el capital risc, a banda d'aportar finançament, aporta alguna cosa més. Podríem dir doncs que gran part del valor de les inversions finançades pel capital risc deriven del fet que tant les societats de capital risc, com els inversors privats ofereixen alguna cosa més que finançament a les empreses participades.

4.1 Definició i tipus

Evidentment hi ha moltes formes de definir l'activitat del capital risc, la que hem decidit reproduir és la que figura a Viquipèdia i que la defineix com *«una activitat financera consistent a aportar capitals a mitjà i llarg termini, però sense voluntat de permanència il·limitada, a empreses que presenten dificultats per accedir a altres fonts de finançament. L'objectiu és que amb l'ajuda del capital risc, l'empresa augmenti el seu valor i una vegada madurada la inversió, el capitalista es retiri obtenint un benefici. L'inversor de risc busca prendre participació en empreses que pertanyin a sectors dinàmics de l'economia, dels que s'espera que tinguin un creixement superior a la mitjana. Una vegada el valor de la empresa s'ha incrementat prou, els fons de risc es retiren del negoci consolidant la seva rendibilitat.»*

Probablement la principal característica del capital risc és que sempre inverteix en empreses que no cotitzen a borsa, tot i que moltes vegades és precisament la sortida a borsa la via que utilitza aquesta indústria per desfer la seva participació i aconseguir els beneficis propis de la seva activitat.

El capital risc però és pot classificar en diferents tipologies. Com tot seguit veurem se'n poden fer moltes classificacions diferents, podríem dir però que la més significativa és la de distingir entre el capital risc formal o institucional i el capital risc informal. En aquest sentit volem deixar clar que malgrat que moltes persones associïn el capital risc únicament amb el capital risc formal o institucional, per nosaltres capital risc ho és tant el formal com l'informal i per tant quan parlem de capital risc ens referim tant a les societats i fons de capital risc, com als familiars, amics i socis de negocis o sigui les (3Fs) o (FFBA) ja descrites anteriorment i per suposat també als business angels, que com és sabut són l'objecte central del nostre treball.

Classificació del capital risc.

En relació al mercat de capital risc dels EUA, Prowse (1998) distingeix 4 tipus de mercats:

- El primer tal i com el defineix en un treball anterior Fenn, Liang i Prowse (1997) seria el Mercat Organitzat de Capital Privat. Aquest mercat consisteix en inversions en capital risc i no risc gestionades per professionals en accions de capital privat d'empreses públiques i privades que la seva mida pot anar des de *start-ups* fins a grans empreses públiques. La gestió professional és subministrada fonamentalment

pels intermediaris especialitzats, normalment societats limitades, que estan finançades principalment per inversors institucionals. Els gestors d'aquests fons de capital privat adquireixen una gran participació en l'empresa i prenen un paper actiu en la supervisió i l'assessorament de la mateixa.

- El segon el defineix com a Mercat Informal de Capital Privat. En aquest mercat, els títols privats són venuts a inversors institucionals, a qui la llei de valors defineix com a "persones acreditades". En aquest mercat, els inversors estrangers no hi solen prendre grans participacions, la propietat de l'empresa està dispersa entre un gran nombre d'inversors. En certs aspectes, el mercat informal de capital privat opera més com un mercat públic per a les accions d'empreses de petita capitalització que com un mercat organitzat de capital privat.
- El tercer mercat és el que ell anomena Mercat de Capital Privat de l'article 144A (Rule 144A) on els valors privats poden ser objecte de lliure comerç entre certes classes d'inversors institucionals. La norma ha generat un mercat per els subscriptors de les ofertes de capital privat que són en gran part adquirides per les taules de negociació públiques dels inversors institucionals. La gran majoria de valors de la "Rule 144A" són emesos per empreses públiques que volen recaptar diners de manera ràpida i evitar els retards associats a una oferta pública. Aquest mercat està estructurat de forma més similar al mercat de valors públics que al mercat privat.
- El quart mercat és el que ell anomena el Mercat Àngel, i que per tant és diferent als tres anteriors, malgrat que pugui semblar haver-hi cert solapament, en termes dels tipus d'empreses finançades tant pel Mercat Organitzat de Capital Privat com pel Mercat Informal de Capital Privat.

D'altra banda una classificació proporcionada per Gaston (1989a) indicava que el mercat de capital total, a més del propi capital dels emprenedors, es compon de tres segments principals: el capital informal, les firmes professionals de capital risc i els mercats de valors públics. Per Gaston els dos últims segments poden ser fàcilment distingits dels mercats informals, ja que són organitzats per intermediaris pagats i han mostrat molt poc interès en el finançament de la majoria de *start-ups* o empreses de nova creació.

En el seu treball Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) distingeixen entre les inversions realitzades per inversors de capital risc institucional i les inversions realitzades

per inversors privats. Al nostre entendre, tal i com ja s'ha indicat, aquesta és la classificació més interessant que cal fer del capital risc i és la que utilitzarem en aquest treball.

Així doncs nosaltres entenem que hi ha dues grans categories de capital risc:

- El capital risc formal, representat bàsicament per les societats i fons de capital i risc.
- El capital risc informal, representat pels inversors informals i que podríem dividir en dos grans segments:
 - Per una banda tindríem les ja citades “3Fs” (family, friends i fools) o també anomenats (FFBA) (family, friends and business associateds) i que són per tant són inversors individuals que inverteixen en negocis de membres de la seva família, dels seus amics o dels seus socis de negocis.
 - Per l'altra banda tindríem els business angels, que són inversors individuals que inverteixen en negocis de persones amb les quals no mantenien cap tipus de relació prèvia.

Hem de dir però, que malgrat que cal distingir clarament entre el mercat de capital risc formal o institucional i el mercat de capital risc informal, treballs com els de Sohl (1999), el de Freear, Sohl i Wetzel (1994 i 1995), i el de Harrison i Mason (2000) consideren que el mercat de capital risc informal i el mercat de capital risc institucional són complementaris en tant que proporcionen un finançament seqüencial a les inversions a través de les diferents rondes de finançament, també en el flux d'informació i fins i tot en la coinversió. De fet hi ha evidència que les empreses participades pels business angels guanyen atractiu de cara a futures inversions per part dels fons de capital risc.

4.2 Importància del capital risc

El capital risc ha estat el motor financer que ha conduït a l'èxit a moltes empreses de recent creació. En aquest sentit una dada prou significativa, Gompers i Lerner (2001) van trobar que el 90% de les noves empreses que no van ser capaces d'atraure al capital risc en els seus primers tres anys de vida van fracassar, en canvi aquesta taxa de fracàs va ser només del 33% per aquelles empreses que si van aconseguir atraure al capital risc.

Com ja s'ha indicat anteriorment, el capital risc ha contribuït al desenvolupament de moltes de les principals empreses que tenim avui en dia. Com que entenem que la importància

d'aquesta activitat està fora de tot dubte, en aquest apartat simplement ens limitarem a recollir algunes dades interessants sobre el capital risc formal o institucional, ja que són molt més fàcils d'obtenir i sobre la relació entre el capital risc formal i l'informal.

Per mostrar informació actualitzada sobre el capital risc formal a Espanya recorrerem a la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) una entitat sense ànim de lucre nascuda l'any 1986 que promou i impulsa la creació d'entitats la finalitat de les quals sigui la presa de participacions temporals en el capital d'empreses no financeres, els valors de les quals no cotitzin en el primer mercat de las Borses de Valores. Més concretament recorrerem a dos documents publicats per l'ASCRI: el "Impacto económico y social del capital riesgo en España" de Martí Pellón, Salas i Barthel (2010) i el "Informe Capital Riesgo & Private Equity en España" ASCRI (2010).

Pel que fa a les dades de ASCRI (2010) les que hem considerat més rellevants les recollim en el quadre 3. En primer lloc val a dir que el 2009 ha estat un dels anys més difícils pel sector de capital risc espanyol i per l'economia en general.

Primerament, una de les variables més afectades a causa de la crisi econòmica ha estat la captació de fons. El 2009 només s'han aconseguit captar 1.173 milions d'euros (gairebé poc més de la meitat que l'any 2008 i poc més d'una cinquena part que l'any 2007).

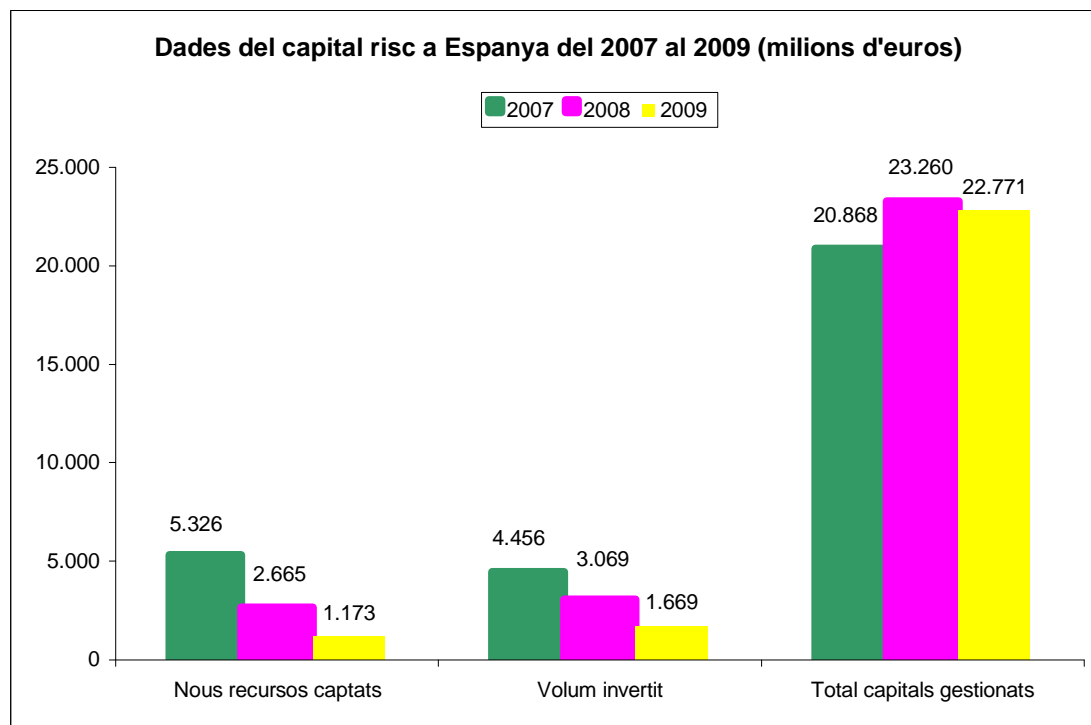
Pel que fa al total de fons gestionats, com podem observar en el quadre 3, des de l'any 2008 fins a l'any 2009, s'ha produït una caiguda del 2%. En altres paraules, s'ha passat de 23.260 milions d'euros a 22.771 una xifra però superior a la del 2007.

Respecte l'activitat inversora hem de destacar que el volum d'inversió ha caigut respecte l'any 2008 que ja ho havia fet en relació al 2007. Concretament, com podem observar en el quadre 3, se situa en 1.669 milions d'euros durant l'any 2009, això és, un 46% menys que el 2008. Aquesta xifra ens situa en un nivell d'inversió semblant a l'assolit el 2004. Pel que fa al nombre d'operacions, a nivell espanyol han caigut un 8% (s'han registrat 898 operacions en 794 empreses) en aquest sentit cal dir que Catalunya, juntament amb Madrid, lidera el rànquing d'inversions amb un volum d'inversió d'un 26,4% del total i 203 operacions.

Finalment, les desinversions han assolit un volum de 858 milions d'euros. Aquesta xifra ens indica una certa reactivació respecte l'any 2008. El 2009, el 47,6% del volum desinvertit ho ha estat a través del "reconeixement de minusvàlues", o sigui pèrdues, el 28% del volum ha representat la venda a tercers i el 7% la recompra per accionistes originals. Altrament, si ens

centrem en la cartera dels 185 operadors, el nombre d'empreses participades s'eleva a 3.065, que en realitat són 2.395 si exclouem les operacions sindicades. El valor a preu de cost d'aquestes inversions és de 17.044 milions d'euros, i l'ocupació que generen aquestes empreses s'estima en 373.000 treballadors.

Quadre 3. Dades del capital risc formal a Espanya del 2007 al 2009

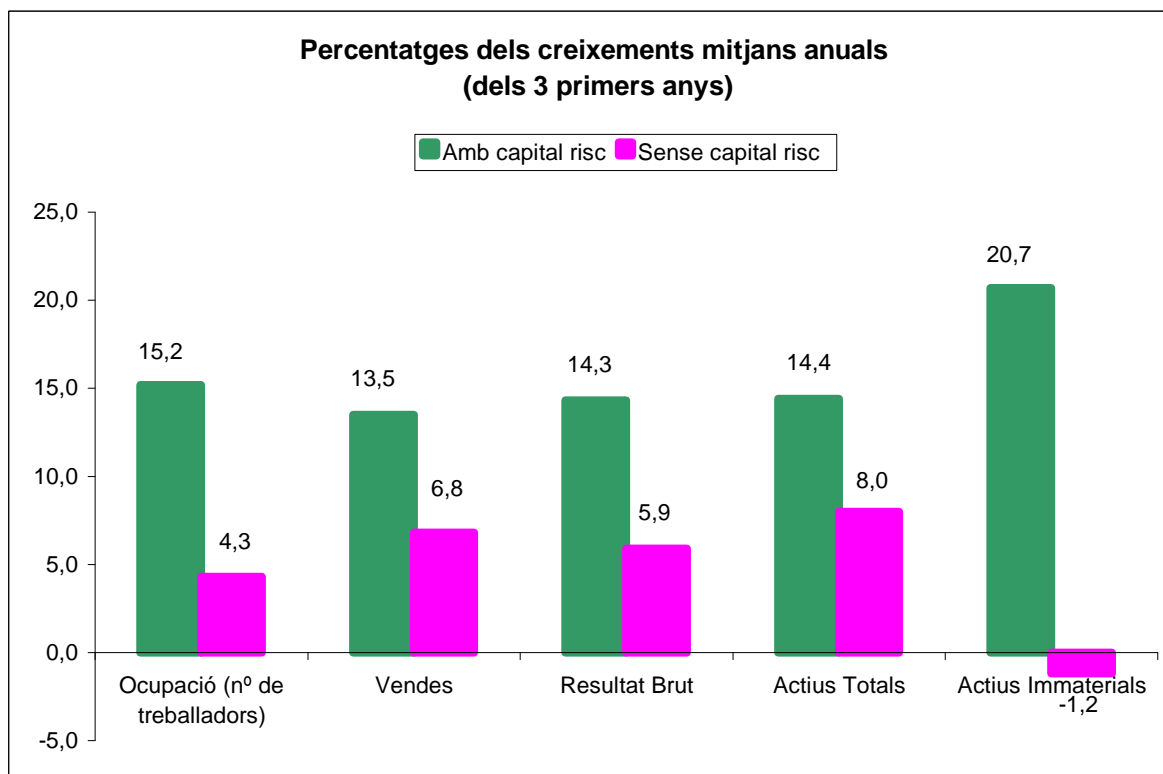


Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del "Informe Capital Riesgo & Private Equity en España" elaborat per l'ASCRI el 2010.

D'altra banda l'estudi de Martí Pellón, Salas i Barthel (2010) compara l'actuació de les empreses espanyoles que van comptar amb el suport del capital risc formal amb un grup d'empreses comparables no finançades pel capital risc. La mostra inclou 1.035 empreses, representatives d'inversions realitzades entre 1995 i 2004, amb actuació fins a 2007.

En relació al període estudiat, en el quadre 4 podem observar que el conjunt d'empreses recolzades pel capital risc formal van créixer de mitjana al voltant d'un 13 - 15% anual en aspectes com ocupació, vendes, resultats, i actius totals. En canvi les empreses que no van comptar amb aquest tipus de capital van créixer de mitjana al voltant del 4 - 8% anual.

Quadre 4. Diferències entre els creixements dels 3 primers anys experimentats per les empreses espanyoles que van comptar amb el suport del capital risc formal en relació a un grup d'empreses comparables no finançades pel capital risc



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del "Impacto económico y social del capital riesgo en España".

Veient el quadre 4 queda clara la importància del capital risc formal a l'hora de col·laborar en el creixement de les empreses on inverteix.

Si sortim d'Espanya i anem sobretot als EUA les dades són encara molt més espectaculars, no és la nostra intenció mostrar-les, però sí fer algunes referències en relació a la importància del capital risc en general. Tal i com indica Bhidé (1992) malgrat que la gran majoria d'empreses dels EUA (i de qualsevol altre lloc del món) s'han creat sense el finançament del capital risc, aquest tipus de finançament és gairebé indispensable per aquells negocis d'alt risc i un llarg payback o termini de recuperació de la inversió. D'altra banda com indica Bygrave i Timmons (1992) a banda dels diners directament invertits per les firmes de capital risc, els estudis realitzats per l'Oficina de Comptabilitat General dels EUA i per molts estudiosos han demostrat que les empreses finançades pel capital risc són responsables d'una més que significativa part proporcional del creixement en llocs de treball i riquesa, especialment en els sectors d'alta tecnologia de l'economia. A més, com indiquen Sapienza i Gupta (1994), els investigadors han descrit el rol en pro de la innovació i el

desenvolupament econòmic de les firmes de capital de risc, com a clau per al desenvolupament de noves indústries.

Ja per acabar aquest apartat volem aportar algunes dades que posen en relació la importància del capital risc formal en relació a l'informal. Així segons un estudi realitzat per Bygrave, et al (2003) sobre un total de 15 països a l'any 2000 l'import de la inversió informal va representar el 62% del total del capital risc formal i informal, o sigui que per cada euro invertit en forma de capital risc formal es va invertir aproximadament 1,6 euros en capital risc informal. Tot i la importància que aquest estudi atorga al capital risc informal, cal dir que aquestes dades encara mostren una menor proporció d'aquest capital informal en relació al formal que la majoria d'estudis anteriors com per exemple el de Van Osnabrugge (2000).

D'altra banda Copeland (2006) indica que durant el 2004 el capital risc formal només va finançar 3.000 noves empreses, en canvi s'estima que els business angels en van finançar unes 48.000.

Finalment a les taules 7 i 8 presentem una comparativa entre el capital risc formal i els business angels en relació a les empreses de base tecnològica dels EUA per l'any 2005.

Taula 7. Comparativa entre l'escala d'inversió entre els business angels i el capital risc formal en la posada en marxa d'empreses de base tecnològica.

Import de la inversió (en dòlars)	Business Angels		Capital Risc		Total
	Nº de projectes	%	Nº de projectes	%	
Menys de 250.000	102	58%	8	5%	110
250.000 – 500.000	43	24%	14	8%	57
500.000 – 1.000.000	15	8%	31	18%	57
Més de 1.000.000	17	10%	120	69%	137
Total	177	100%	173	100%	350

Font: Angel Capital Association (ACA), 2005. Obtinguda i adaptada a partir de Tingchi, M. L. and Po Chang, B. C. 2007. Business Angel Investment in the China Market. Singapore Management Review Vol 29:(2) pàgina 91

Taula 8. Comparativa entre el moment de la inversió entre els business angels i el capital risc formal en les empreses de base tecnològica.

Etapa	Business Angels	Capital Risc	Altres	Total
Llabor	48%	44%	8%	100%
Posada en marxa	20%	45%	35%	100%
Primera ronda	8%	69%	23%	100%
Segona ronda	8%	58%	34%	100%
Tercera ronda	2%	52%	46%	100%

Font: Angel Capital Association (ACA), 2005. Obtinguda i adaptada a partir de Tingchi, M. L. and Po Chang, B. C. 2007. Business Angel Investment in the China Market. Singapore Management Review Vol 29:(2) pàgina 92.

Com es pot observar i s'argumentarà més endavant sembla clar que el paper del capital risc informal és molt més important que el formal en les primeres rondes de finançament, probablement les més arriscades i on a l'emprenedor l'hi és més difícil obtenir finançament.

Ja que en la taula 8 fem referència a les diferents etapes del finançament del capital risc, anem a presentar molt breument les 6 etapes en les que el capital risc (formal i informal) pot finançar a un emprenedor o empresari, són:

Etapa inicial o llavor. En aquesta etapa el finançament s'utilitza per demostrar que el concepte que hi ha al darrere d'un producte o servei és real i pot aconseguir ser posat en el mercat. La quantitat requerida en aquesta etapa és relativament petita per la qual cosa el capital risc formal no sol participar en aquesta etapa tot i que ho pot fer ocasionalment.

Etapa de posada en marxa (start-up): aquesta és l'etapa on es necessita més finançament per tal de dur a terme una investigació a fons. Aquesta etapa està caracteritzada per la R + D, la formulació de la comercialització inicial i els plans de producció. En alguns casos, es desenvolupa un prototip. Aquesta etapa és força perillosa pel capital risc, és possible que perdi tot el capital, però també pot aconseguir una alta rendibilitat. En aquesta etapa hi sol participar més el capital risc informal que el formal.

Primera ronda de finançament: en aquesta etapa el finançament s'utilitza per iniciar la producció i comercialització dels productes i serveis de l'empresa.

Segona ronda de finançament: el finançament obtingut en aquesta ronda s'utilitza per aconseguir el fons de maniobra o "*working capital*". En aquest punt el risc ja s'ha reduït molt.

Tercera ronda de finançament: l'objectiu del finançament aconseguït en aquesta etapa és aconseguir incrementar les vendes per tal d'arribar al punt d'equilibri, en el cas que no s'hagués aconseguït encara.

Etapa de finançament pont: aquesta és la última etapa i el finançament s'utilitza per preparar la sortida a borsa de l'empresa. Aquesta sortida normalment es fa mitjançant la venda d'accions al públic en general que generalment s'aconsegueix a través d'una IPO (oferta pública inicial).

Evidentment aquesta informació només s'ha de prendre com a una simple orientació, ja que entres d'altres consideracions, aquestes etapes poden variar força d'una indústria a una altre. En tot cas indicar que el paper del capital risc institucional és com ja hem vist més aviat escàs en les dues primeres i en canvi molt important en les darreres.

4.3 Capital risc formal o institucional.

En aquest apartat el primer que farem serà proporcionar diferents definicions del capital risc formal. Posteriorment i amb la única finalitat de comprendre el paper tant rellevant que tenen els business angels en relació al capital risc formal en el finançament a les empreses que és troben en les primeres etapes de creixement presentarem una breu comparativa de l'evolució o història del capital risc formal tant als EUA, el país on està més desenvolupat, com al Regne Unit, probablement el país del nostre entorn on aquesta indústria està més desenvolupada. Entenem que mostrar les diferències entre aquests dos països, tots dos amb una indústria molt més avançada que la catalana pot ser d'interès per comprendre en quin punt ens trobem.

Després d'aquestes ressenyes històriques explicarem com actua el capital risc formal i finalment mostrarem quin és el procés d'inversió que segueix el capital risc formal. Finalment acabarem aquest apartat mostrant les 5 principals formules que el capital risc formal utilitza per protegir les seves inversions.

4.3.1 Definició

Com ja s'ha indicat, per molts hi ha una associació entre capital risc i capital risc formal. Per nosaltres el capital risc formal és només una part del capital risc total que de forma ràpida i poc o gens precisa definiríem com aquella part de la indústria gestionada per les societats i fons de capital risc.

Donat que tal i com indiquen Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) no és gens senzill proporcionar una definició del capital risc institucional que sigui generalment acceptada, el que farem serà recollir-ne unes quantes. Així Lumme, Mason i Suomi (1998), indiquen que el capital risc institucional actua com a intermediari entre les institucions financeres (les grans entitats de crèdit, els fons de pensions, etc.) i les empreses no cotitzades. El que fa el capital risc formal doncs, és aconseguir finançament de les institucions financeres per invertir-lo en les empreses no cotitzades. D'altra banda Wright i Robbie (1998) defineixen el capital risc institucional com a inversors professionals que proporcionen finançament en forma de capital risc a llarg termini, a noves empreses no cotitzades on la principal recompensa és el guany de capital complementat per eventuais dividendes.

Abundant en aquesta darrera definició, Mason (1999) pàg. 16 va declarar que: *«la indústria de capital risc institucional compta amb professionals a temps complet que obtenen finançament de fons de pensions, companyies d'assegurances, bancs i altres institucions financeres per invertir en projectes empedors. Les firmes de capital risc institucional prenen diferents formes: companyies que cotitzen a borsa, filials captives de grans bancs i altres institucions financeres, i societats limitades independents.»*

4.3.2 Evolució del capital risc formal.

Podríem dir que l'evolució que ha patit la indústria del capital risc formal gira entorn a 3 aspectes. Són l'abandonament del finançament a la creació d'empreses, la pèrdua de participació d'aquesta indústria en el sector tecnològic i també la concentració espacial o geogràfica.

En aquest punt, i per tal de mostrar el com i perquè d'aquesta evolució i en definitiva per ressaltar el rellevant paper que els business angels tenen en el finançament a les empreses més novelles en relació al capital risc formal també presentarem una breu comparativa entre la història de la indústria del capital risc als EUA i al Regne Unit.

Com indica Murray (1994) actualment la indústria del capital risc institucional està cada vegada més especialitzada en proveir capital de substitució, o sigui en comprar accions als accionistes d'empreses ja existents i substituir-los per nous accionistes, per contra el seu paper de provisió de nou capital a empreses de recent creació i empreses que es troben en les primeres etapes de vida, és cada vegada més marginal. Aquesta tendència per Murray (1994) és producte de dos factors.

- D'una banda, reflecteix els costos d'avaluació que han de precedir i acompanyar a les inversions de capital risc. Aquests representen un important cost fix que fa que les inversions de menys de 250.000 £ no siguin rendibles. De fet, Batchelor (1993) ja xifrava aquests costos inicials entre 50.000 i 70.000 £, independentment de la mida de la inversió.
- D'altra banda, també reflecteix l'atractiu de proporcionar capital pel desenvolupament d'empreses grans i ja establertes i en la inversió en MBO². Aquestes inversions impliquen conèixer la trajectòria de les empreses i la seva projecció de futur, normalment en sectors industrials madurs, i on les capacitats i competències dels equips de gestió poden ser jutjades a partir de la seva trajectòria passada. Aquest tipus d'inversions requereixen un menor esforç d'avaluació i seguiment, una via de sortida més ràpida i sovint també majors rendibilitats que altres tipus d'inversions.

Bygrave i Timmons (1992) atribueixen aquesta evolució a un desplaçament del capital risc "clàssic" per uns fons "comerciants de capital". El capital risc clàssic es refereix al que inverteix en empreses que es troben en fases inicials i suposa competències que afegixen valor en la formació i construcció de l'empresa. Els fons comerciants de capital "*merchant capital funds*" en canvi, són gairebé totalment dependents dels inversors institucionals, que posen un especial èmfasi en els coneixements d'enginyeria financera, en l'elaboració i el tancament de l'operació, en el rendiment que obtindran i a més estan obsessionats en aconseguir guanys a curt termini.

Un altre aspecte en relació a l'evolució que ha experimentat la indústria del capital risc formal o institucional en els darrers vint anys té a veure amb l'abandonament del sector tecnològic.

² Management Buy Out que significa la compra d'un negoci per part del seu equip directiu. Aquests tipus d'operacions solen anar acompanyades de la participació del capital risc institucional que normalment prendrà una posició minoritària del capital.

Segons Wilson (1995), històricament, hi ha hagut una relació simbiòtica entre el capital risc i les joves empreses d'alta tecnologia als EUA. Així les empreses d'alta tecnologia s'han beneficiat de l'obtenció de fons de capital a llarg termini per tal de poder dedicar a la investigació intensiva, mentre que el capital risc s'ha beneficiat de la gran rendibilitat que els ha proporcionat aquestes empreses.

Des de finals de 1980 però, aquesta simbiosi ha estat menys evident degut a la participació institucional en el procés d'inversió del capital risc, ja que el seu objectiu s'ha centrat en buscar un rendiment més a curt termini. Evidentment l'objectiu d'obtenir uns bons rendiments a curt termini no és compatible amb la recerca en alta tecnologia, ja que els rendiments en aquest tipus d'activitat no s'obtinran fins al cap de molts anys.

Tal i com s'evidencia en el treball de Wilson (1995), el desenvolupament de les empreses d'alta tecnologia als EUA és deu molt més a la comunitat d'inversors informals que no pas a la indústria de capital risc formal. Segons aquest autor els business angels dels 90 eren els successors dels antics capitalistes de risc dels anys 60 i 70. Segons el propi Wilson, aquesta observació, com després veurem, va tenir importants implicacions per la indústria del capital risc del Regne Unit.

Precisament al Regne Unit al llarg dels anys 80 es va observar un desplaçament de les inversions dels fons de capital risc cap a sectors relacionats amb els béns de consum. En aquest sentit indicar que les inversions en empreses relacionades amb la informàtica i l'electrònica que havien representat el 30% dels fons invertits el 1984 van representar només el 4% el 1992, (BVCA, 2004).

La raó d'aquest canvi segons Murray (1994) és simplement que la majoria del capital risc percep que les inversions en tecnologia tenen un major nivell de risc que les altres oportunitats d'inversió disponibles que es troben en una fase més avançada i com a resultat d'això, els projectes de tecnologia s'enfronten a unes exigències de rendiment o TIR molt superiors a les exigides pels projectes no tecnològics que es trobin en la mateixa fase de desenvolupament.

Una darrera qüestió relacionada amb l'evolució del capital risc formal i que per tant afecta a la possibilitat d'accedir als fons que proporciona aquesta indústria, té molt a veure amb la concentració espacial que pateix.

Segons dades del Regne Unit del 1992 el 63 % de les empreses de capital risc estaven localitzades a Londres (BVCA, 1993), però a més, la proporció de fons totals que gestionaven les empreses ubicades a la capital anglesa era encara més gran en relació al total de fons del país (Mason i Harrison, 1991). Això evidentment no és exclusiu del Regne Unit, també s'han observat patrons espacials similars a altres països, així al Canadà, les empreses de capital risc estan concentrades a Toronto, el principal centre financer, i, en menor mesura, a Montreal i Calgary, pel que fa a les inversions també estan majoritàriament localitzades a la regió de Toronto (McNaughton i Green, 1989 i McNaughton, 1991). El mateix podem dir dels EUA on les empreses de capital risc no es concentren en els principals centres financers, però si que ho fan en centres industrials d'alta tecnologia com Silicon Valley a Califòrnia, la Ruta 128 de Boston, a l'estat de Massachusetts i també la ciutat de Nova York on en conjunt representen el 70% de l'oferta de capital risc del país. Pel que fa a les inversions, tant sols dos estats, Califòrnia i Massachusetts, recullen més de la meitat del total de les inversions del país (Florida i Kenney 1988a i 1988b i Florida i Smith 1990).

Aquesta concentració geogràfica, es deu també a factors relacionats amb la demanda, així segons Mason (1985) la geografia de les inversions de capital risc està estretament lligada a la localització d'empreses de ràpid creixement. Segons recullen Mason i Harrison (1995) aquesta manca de demanda de capital risc en les regions perifèriques es pot deure a diferents motius com ara: una major reticència de les empreses d'aquestes regions a buscar aquest tipus de finançament, el propi estil de vida de les empreses d'aquestes regions o el fet que les empreses de les regions perifèriques tinguin una manca d'informació en relació a aquestes alternatives de finançament.

Per tal de poder entendre millor el perquè d'aquests canvis, creiem que és oportú presentar una breu història de la indústria del capital risc als EUA i comparar-la amb la del Regne Unit.

4.3.2.1 Breu història del capital risc institucional als EUA.

Aquesta breu història comença als anys 40. En aquesta dècada, tal i com fa notar Wilson (1985) les bases per la formalització dels procediments d'inversió van venir determinats pels experiments que en aquesta matèria ja havien realitzat abans de la Segona Guerra Mundial rics filantrops com Rockefeller, Rothschild, i Whitney. Així doncs el desenvolupament primerenc de la indústria de capital risc va estar molt vinculat a l'explotació dels nous desenvolupaments tecnològics. Un dels èxits més espectacular que va tenir lloc unes

dècades més tard va ser la inversió que l'American Research and Development Corporation va realitzar en l'empresa Digital Equipment Corporation (DEC), per un import de 350 milions de dòlars el 1972, després d'haver realitzat una inversió inicial de 70.000 dòlars el 1957 (Wilson, 1985).

Ja a la dècada dels 60 hi va haver una proliferació d'empreses dedicades a les inversions en capital risc, en gran part motivada per la promulgació de la US Small Business Investment Act el 1958. Segons Wilson (1985) això va permetre la creació de Petites Empreses d'Inversió (Small Business Investment Companies SBICs), que obtenien recursos en forma de préstecs a uns tipus d'interès preferencials concedits pel govern i que els podien invertir en el capital de petites empreses. De fet, segons Wilson el programa SBIC va impulsat la creació de l'actual indústria de capital risc, incorporant centenars de nous actors en l'àmbit de les inversions de risc i proporcionant finançament a algunes de les empreses més importants desenvolupades en la dècada. Més tard, la recessió de 1974-1975, va debilitar l'emergent indústria de capital risc i això va provocar que moltes companyies de cartera que començaven a tenir èxit, fossin colpejades per una crisi que amenaçava el seu desenvolupament.

Tal com indica Perez (1986), com a conseqüència d'aquesta crisi, al llarg de la dècada dels 70 la majoria de les empreses van abandonar les inversions d'alt risc per dedicar-se a les compres palanquejades (compres aconseguïdes gràcies a un elevat endeutament) i a les inversions en empreses públiques. No obstant, tal i com apunta Pratt (1983) algunes d'aquestes empreses de capital risc es van veure obligades a mantenir les seves inversions originals, ja que el mercat d'accions d'empreses petites havia desaparegut.

Així doncs, per Wilson (1985) va ser una circumstància atzarosa el que va provocar que els proveïdors de capital risc comencessin a treballar estretament amb els gestors de les empreses que tenien en cartera durant el període de la recessió. D'aquesta manera, les empreses de capital risc van descobrir que aquesta gestió compartida podia generar un enorme valor afegit en les empreses de la seva cartera i va ser a partir d'aleshores que la indústria de capital risc, a més d'aportar els recursos necessaris per implementar el projecte també participa en la gestió de l'empresa colze a colze amb l'equip directiu de la mateixa. Aquesta nova gestió del capital risc, acompanyada amb altres estímuls addicionals, com ara alguns canvis en les normes relatives a la gestió dels fons de pensions, i sobretot una reducció en la taxa impositiva que gravava els guanys de capital va provocar un renaixement de la indústria del capital risc a principis dels 80, deixant enrera l'estancament que havia patit en la dècada anterior.

Malauradament però, aquest creixement no duraria gaire. De fet, probablement, aquest èmfasi tecnològic va esdevenir un dels principals causant de la nova recessió que va patir aquesta indústria a la segona meitat dels 80. De fet Wilson utilitza aquestes paraules per explicar-ho: «*En poques paraules, una sèrie d'organitzacions de capital risc van començar a invertir en el que van ser els sectors d'inversió de moda en aquell moment.*» Wilson (1985) pàg. 148

Segons Bygrave i Timmons (1992) aquesta situació va conduir a un excés de finançament de les indústries i a una valoració insostenible d'aquestes empreses en els mercats de valors. Això va acabar comportant una caiguda en el valor de les accions d'aquestes empreses a finals del 1983 i un crac ja més seriós a l'octubre de 1987. Aquest crac borsari va portar a les empreses de capital risc i també als seus proveïdors de fons a ser molt més cauts, i per tant a decantar-se per inversions en empreses que ja es trobessin en etapes avançades de desenvolupament i en sectors menys tecnològics. Així doncs, des de mitjans dels 80, però sobretot a partir de 1987 els fluxos del fons de capital risc van començar a escassejar a l'hora de finançar la creació d'empreses.

En els darrers 15 anys, com indiquen Sohl i Rosenberg (2003) les inversions en capital risc han tingut anys de bonança i evidentment anys desastrosos. Així al 1997, a Silicon Valley hi va haver una oferta pública inicial (IPO) per setmana, això va significar que prop de 65 persones es fessin milionàries cada dia. Per contra el 2001, Silicon Valley perdia 4.000 llocs de treball cada mes i cada dia hi havia prop de 85 empreses que feien fallida. També a Silicon Valley, com apunta Ferraro (2004), entre el 1983 i el 2002, van sortir a borsa 621 empreses que varen recaptar més de 25 mil milions de dòlars. La gran majoria d'aquestes empreses eren *start-ups*, que tenien una antiguitat de 5,32 anys.

4.3.2.2 Breu història del capital risc formal al Regne Unit.

Si anteriorment hem comentat que als EUA hi ha pocs fets significatius fins el 1958 moment en que es promulga la US Small Business Investment Act, hem de dir que al Regne Unit es produeix una situació força semblant, ja que tampoc trobarem gaires fets significatius en relació al capital risc fins a la promulgació de la Llei de Societats "Companies Act" de 1981. A tenor de Wilson (1985) aquesta llei va donar lloc a dos fenòmens importants: per una banda va donar lloc a la formació del "Business Startup Scheme" (més tard anomenat Pla d'Expansió de Negocis), que encoratjava als particulars a invertir en societats que, al seu

torn, invertien en empreses no cotitzades i per l'altre la creació d'un "Unlisted Securities Market" o sigui un mercat de valors per empreses que fins aleshores no cotitzaven enlloc i per tant es proporcionava una via de sortida o de reembossament a les inversions realitzades tant per entitats de capital risc com a per persones individuals disposades a invertir en aquestes empreses.

Aquest impuls legislatiu del govern conservador del Regne Unit semblava que es traduiria en una forta relació entre el capital risc i les empreses d'alta tecnologia tal i com havia passat als EUA a principis dels 80, però la veritat és que l'aparició de la indústria de capital risc del Regne Unit va coincidir amb un període de declivi en certes indústries d'alta tecnologia a tot el món i això segons Wilson (1995) va provocar que les empreses de capital risc del Regne Unit comencessin a buscar oportunitats d'inversió en sectors industrials més comercials i no tant lligats a l'alta tecnologia.

El fet que el desenvolupament de la indústria del capital risc formal al Regne Unit arribés uns quants anys més tard que als EUA va tenir unes importants implicacions que tractarem en el següent apartat.

4.3.2.3 Diferències entre la indústria de capital risc als EUA i al Regne Unit.

L'objectiu d'aquest apartat és contextualitzar la situació del capital risc català i espanyol amb el dels països més avançats en aquest camp. En aquest sentit el referent més important és sens dubte el dels EUA, però el més proper és el del Regne Unit. Tenint en compte que la indústria del capital risc tant el formal com l'informal català i espanyol va força retardat en relació al del Regne Unit creiem que fer la comparativa entre l'evolució d'aquestes dues indústries (EUA i Regne Unit) serà útil per comprendre millor la nostra situació actual.

Com assenyalen Bygrave i Timmons (1992), en la dècada dels 70 les institucions financeres van començar a participar activament en la indústria del capital risc, així a mitjans de la dècada dels 80 ja s'havien convertit en la principal font de finançament per al sector del capital risc dels EUA, prenent el relleu a les famílies riques i als inversors individuals. Aquest canvi va tenir com ja hem indicat importants implicacions en l'enfocament de les inversions, ja que va suposar deixar de banda el suport tradicional a la creació d'empreses i també al sector tecnològic.

Malgrat aquest canvi en l'enfocament de les inversions que estava portant a terme el sector del capital risc institucional dels EUA, tal i com apuntava Batchelor en dos articles publicats al Financial Times el 1988, les inversions en tecnologia i en empreses de recent creació va continuar en nivells elevats als EUA a finals de 1980 (Batchelor, 1988a). Aquests elevats nivells d'inversió en aquest tipus d'empreses, segons Batchelor (1988b) no van ser deguts a les operacions del sector del capital risc formal, sinó més aviat al resultat de particulars o "business angels" fermament compromesos en la inversió en capital i competents en l'àmbit de les petites empreses.

Això mateix indicaven Mason, Harrison i Chaloner en el seu treball de 1991, on indicaven que als EUA hi havia un important mercat informal de capital risc, que proporcionava nous i creixents negocis amb petites quantitats de capital risc (Mason, Harrison i Chaloner, 1991).

En un altre article, també publicat al Financial Times uns anys més tard, Batchelor (1990) deia que: *«Els inversors privats o "business angels" representen la major font de capital extern per a les petites empreses als EUA. ... Els inversors privats inverteixen al menys dues o tres vegades la suma de 4 milions de dòlars invertits anualment per les empreses de capital risc als EUA»*.

En definitiva podríem dir que quan a la dècada dels 80, la indústria del capital risc formal dels EUA abandona el finançament a la creació d'empreses, qui pren el relleu a aquest tipus de finançament és el capital risc informal. En canvi al Regne Unit, això no succeeix, sobretot per l'endarreriment que pateix la indústria del capital risc institucional en relació als EUA. Així quan el Regne Unit copia el paper de la indústria de capital risc americana, aquesta ja ha deixat de proporcionar finançament a la creació d'empreses i per tant aquesta tasca mai s'arriba a fer al Regne Unit, amb la gran diferència que tampoc disposa d'un capital risc informal potent per substituir-lo.

Més o menys una cosa semblant va passar en relació a la pèrdua de participació del sector tecnològic. En aquest sentit la hipòtesi del treball de Wilson (1995) radicava en el fet que quan el Regne Unit va voler replicar el model que havia permès als EUA desenvolupar amb èxit la seva indústria d'alta tecnologia, no va ser conscient que els vertaders desenvolupadors o financers d'aquesta indústria havien estat els inversors informals i no la indústria del capital risc formal del moment. No tenir present aquest aspecte va portar al Regne Unit a instaurar tot un seguit d'iniciatives polítiques al llarg dels 80 per encoratjar el desenvolupament d'una indústria de capital risc formal i en conseqüència posar a les empreses d'alta tecnologia del Regne Unit en clara desavantatge respecte a les seves

homònimes dels EUA per dos motius; en primer lloc perquè el mercat de capital risc informal (el vertader finançament d'aquesta indústria) estava molt poc desenvolupat a tot Europa i en segon terme perquè hi havia unes grans diferències operatives entre els business angels dels EUA i els del Regne Unit.

Més o menys el mateix deien Mason i Harrison, per qui la manca de finançament que patia al sector d'alta tecnologia al Regne Unit era causada principalment per dos factors:

- El primer és el que Harrison i Mason (1992a) anomenen ineficiència general del mercat, determinada per la invisibilitat dels inversors informals, la naturalesa fragmentada del mercat i els canals imperfectes de comunicació entre els inversors i els emprenedors, que si bé també es donava als EUA aquesta s'agreujava encara més en el cas del Regne Unit i ja no diguem a la resta de països europeus.
- El segon, és que com indiquen Harrison i Mason (1991) els business angels del Regne Unit tenen certes característiques i actituds diferents dels seus homònims dels EUA. En aquest sentit sembla que els inversors informals del Regne Unit mostren una major preferència per les inversions del sector serveis, inverteixen considerablement menys diners en cada empresa, són menys pacients –busquen rendiment a més curt termini–, i tenen unes expectatives de beneficis i rendibilitats majors que els business angels dels EUA.

Cal dir que a diferència dels EUA, al Regne Unit no hi ha massa informació sobre el mercat informal de capital risc als anys 80 i que pràcticament està limitada a l'estudi dels acadèmics britànics Mason, Harrison i Chaloner (1991). De fet aquest seria el primer article rellevant d'una llarguíssima llista de treballs que han situat als professors Colin Mason de la Universitat de Southampton, i Richard Harrison de la Queen's University Management School de Belfast al capdamunt de la llista d'investigadors i experts mundials en la matèria.

Ja per concloure aquest apartat indicar que el treball de Wilson (1995) proporciona algunes conclusions importants sobre el diferent paper que el capital risc, tant el formal com especialment l'informal pot jugar en el desenvolupament d'un determinat tipus d'indústria en un determinat país o àrea geogràfica. Dit amb altres paraules, la tasca que el capital risc, tant el formal com l'informal realitza com a subministrador de fons i per tant com a dinamitzador de la indústria d'un determinat territori pot variar substancialment al llarg del temps i sobretot pot tenir implicacions molt diferents en països o zones geogràfiques diferents com poden ser els EUA, al Regne Unit o a Catalunya.

Després d'analitzar l'evolució d'aquest fenomen als EUA i al Regne Unit i veure l'endarreriment que a tots nivells ha patit el capital risc, tant el formal com l'informal en el Regne Unit en relació als EUA ens podem arribar a fer una idea del grau d'endarreriment que en aquest camp pateix l'economia espanyola i catalana. De fet 10 anys més tard de la publicació del treball de Mason, Harrison i Chaloner (1991) aquí a casa nostra encara pràcticament ningú s'havia interessat per la figura dels business angels i evidentment no s'havia publicat cap treball que els tractés.

Creiem doncs que una de les línies de recerca a seguir seria analitzar quines implicacions i quina configuració ha proporcionat al teixit industrial i productiu català la indústria del capital risc a Catalunya i com es pot combatre el greu retard que aquesta indústria ha patit en relació a països com Regne Unit, per ja no dir els EUA.

4.3.3 Com actua el capital risc formal.

En aquest apartat intentarem explicar molt breument com actua el capital risc formal, quin és el factor al qual dóna més importància a l'hora d'invertir, com protegeix les seves inversions i també mostrarem els processos que segueix a l'hora d'invertir.

Els fons de capital risc institucionals intenten reduir el risc de les seves inversions a través de diversos mecanismes. Un d'ells és analitzar a fons els plans de negocis que els presenten, tot i que com indica Ferraro (2004) perquè se'ls mirin han de venir recomanats. D'altra banda diferents estudis com el de Fenn, Liang i Prowse (1995) mostren que el percentatge d'acceptació és molt baix entre un 1 i un 3 %.

La decisió d'invertir gairebé sempre està condicionada pel fet que un soci del fons identifiqui que una determinada inversió és atractiva (Lerner, 1994). Una vegada que s'ha pres la decisió d'invertir, els fons de capital risc gairebé mai aporten tot el finançament de cop sinó que sovint fan desembossos parcials a mesura que es van acomplint uns determinats objectius o recurrent etapes. Això fa que els gerents de les empreses finançades per aquests fons institucionals es vegin obligats a demanar finançament a aquests fons forces vegades i a proporcionar-los informació contínua per tal de demostrar que no es malgasten els seus diners. Sovint a més la concreció del finançament –normalment en forma d'accions preferents– va lligat a nombroses clàusules restrictives i a la petició d'una determinada representació en el consell d'administració. Totes aquestes condicions estan àmpliament

documentades en nombrosos estudis com els de Lerner (1995), Gompers (1995), Sahlman (1990) i Barry (1994).

Una organització típica de capital risc formal es planteja l'aixecament d'un fons cada pocs anys, un fons que normalment s'estructurarà jurídicament en forma de societat de responsabilitat limitada. Donat que el procés de negociació d'entrada i la posterior supervisió del propi fons suposa un elevat cost en temps i diners a les entitats inversores del fons, aquestes institucions prefereixen fer inversions d'importants relativament grans. A més també cal tenir en compte la reglamentació a que estan sotmeses aquestes institucions, que normalment les porta a limitar la quantitat de fons que inverteixen en cada soci. Totes aquestes circumstàncies, segons Lerner (1998), porten a les organitzacions de capital risc a recaptar una gran quantitat de fons, això juntament amb el fet que els costos de negociació i seguiment de cada una de les inversions que realitza el fons són força elevades porta a que la majoria de fons de capital risc no tinguin més d'una dotzena d'inversions en cartera i per tant fa que aquestes organitzacions estiguin poc disposades a invertir en empreses molt joves que només requereixen injeccions de capital petites.

Gran part dels estudis realitzats mostren que l'empresari o emprenedor és el factor més important a tenir en compte quan s'avalua la posada en marxa d'una empresa o negoci (Macmillan, Siegel i Narasimha, 1985; Macmillan, Zemann i Subbanarasimha 1987 i Van Osnabrugge i Robinson, 2000). Revisant la literatura existent també observarem que els termes: passió, compromís i entusiasme acompanyen sovint a l'empresari o emprenedor (Timmons i Spinelli, 2003 i Benjamin i Margulis, 2000)

En el seu treball realitzat a partir de la revisió de 52 estudis sobre els criteris d'inversió del capital risc, Khanin, et al (2008) van observar que el criteri dominant per la presa de decisions del capital risc estava relacionat tant amb al director executiu com amb l'equip de gestió de l'empresa. No obstant també observen moltes evidències que el capital risc pot també tenir en compte altres criteris d'inversió, especialment el producte i el mercat (inclosa la competència).

En aquest sentit Khanin, et al (2008) destaquen que l'anàlisi qualitativa, l'anàlisi factorial, l'anàlisi de protocol verbal i l'anàlisi de conjunts similars demostren que el capital risc pot exagerar l'impacte de les qualificacions dels emprenedors en la seva presa de decisions. Alguns estudis com els de Macmillan, Siegel i Narasimha (1985) i Tyebjee i Bruno (1984) han demostrat que el mercat és més important que l'emprenedor, altres com els de Roberts

(1991) i Fried i Hisrich (1994) han demostrat que el producte podria eclipsar altres factors, especialment en les indústries d'alta tecnologia.

A Espanya, un treball de Pintado, García Pérez i Auken (2007) que examina les decisions d'inversió de 51 firmes de capital risc espanyoles posa sobre la taula que a l'hora de seleccionar els projectes per invertir les firmes de capital risc espanyoles valoren molt més les característiques i els antecedents dels empresaris o emprenedors i l'experiència de l'equip de gestió, que no pas el mercat o les característiques del producte.

Algunes de les troballes més interessants de l'estudi de Pintado, García Pérez i Auken (2007) les exposem tot seguit en forma de llista:

- Són les firmes de capital risc les que inicien el contacte amb els emprenedors.
- Del total de propostes rebutjades, més de la meitat ho són abans d'un mes.
- Els factors més importants en la selecció inicial de les propostes són la viabilitat del projecte, la qualitat de l'equip directiu, i l'oportunitat de sortida.
- Les firmes de capital risc públiques es mostren més propenses a invertir en projectes presentats per empreses d'etapes primerenques que no les firmes de capital risc privades.

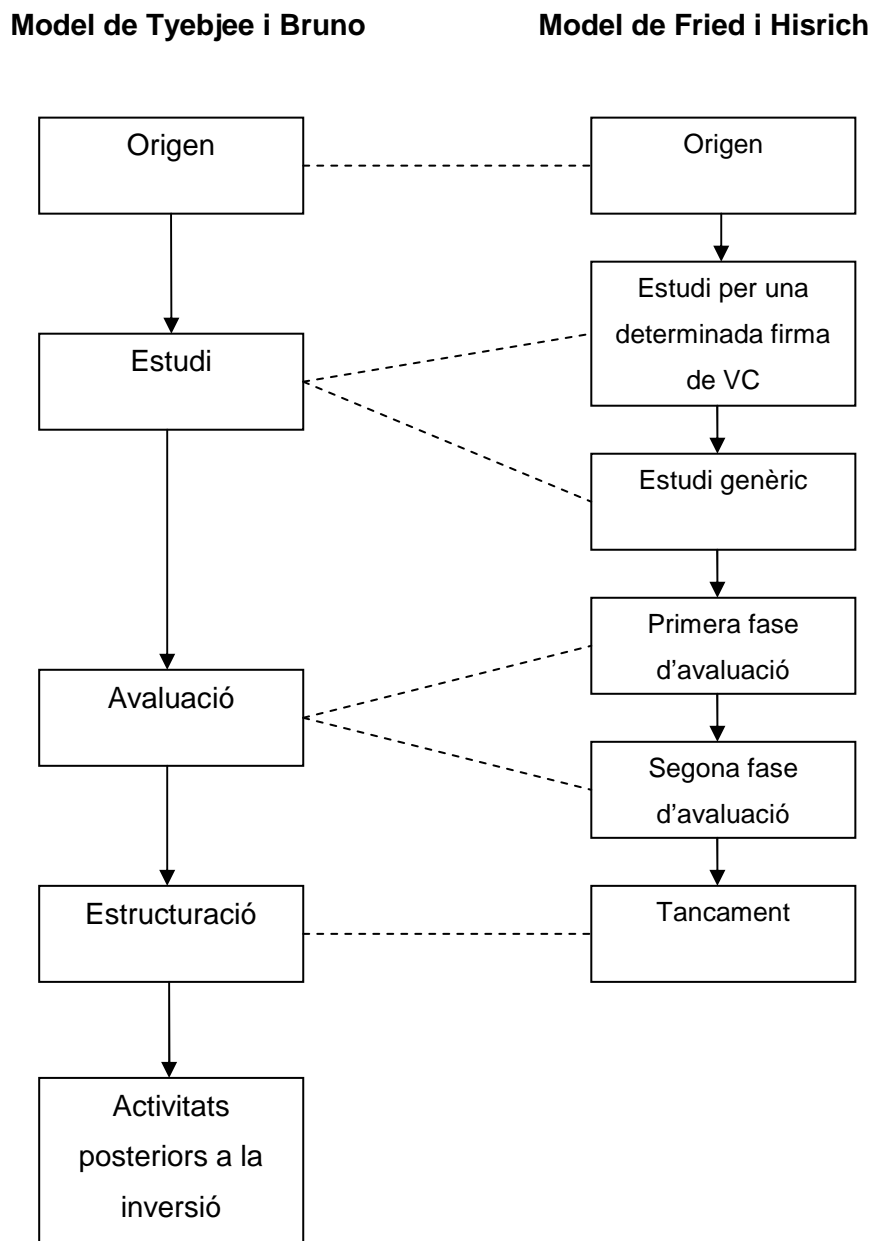
En relació a la darrera qüestió, podem dir que no és gaire sorprenent, ja que com indica Wall (2007) les firmes de capital risc públiques poden diferir de les privades en una varietat de formes, i molt especialment en les seves prioritats. En aquest sentit, com indica Tejada (2003) una d'aquestes prioritats és la d'estimular el creixement, una activitat que a Espanya es va iniciar a la dècada dels 70 gràcies als programes del govern per estimular el desenvolupament en les regions menys desenvolupades. En aquest sentit cal destacar que un dels esforços regionals que més èxit ha obtingut ha estat un projecte finançat precisament pel govern català.

No hem d'oblidar que a diferència dels business angels els fons de capital risc institucionals sovint tenen un equip de persones per realitzar la deguda diligència "*due diligence*" o en tot cas poden contractar a empreses especialitzades per realitzar tot o part d'aquest procés (Van Osnabrugge i Robinson, 2000).

4.3.3.1 El procés d'inversió del capital risc formal.

En primer lloc presentarem de forma molt resumida els processos d'inversió que segueix el capital risc formal. Ho farem a partir de dos models diferents, tot i que similars. Així mentre que Tyebjee i Bruno (1984) indiquen que es tracta d'un procés ordenat que implica cinc passos seqüencials, Fried i Hisrich (1994) van elaborar un model basat en sis etapes. En la figura 8 fem una comparació dels mateixos.

Figura 8. Comparativa sobre dos models referits al procés d'inversió del capital risc formal.



Font: Adaptat de Paul, S.; Whittam, G. and Wyper, J. 2007. Towards a Model of the Business Angel Investment Process. Venture Capital 9: pàgina 110

Per acabar aquest apartat, seguint a Ibrahim (2008) mostrarem les diferents fórmules de protecció que utilitza el capital risc formal en les seves inversions.

Segons Ibrahim (2008) el típic contracte que el capital risc formal ofereix a les empreses on vol invertir contempla cinc mesures de protecció que són:

- El desemborsament o aportació de fons per etapes. El capital risc anirà aportant fons progressivament a l'empresa sempre que aquesta vagi assolint uns determinats objectius, mai aporta tots els diners de cop. D'aquesta forma si l'empresari no aconsegueix els objectius proposats pel capital risc deixarà de rebre finançament. L'objectiu d'aquest establiment d'objectius seqüencials no és altre que alinear els interessos de l'emprenedor amb els del capital risc i d'aquesta forma no haver-se de preocupar tant de fer el seguiment de l'actuació de l'emprenedor.
- El capital risc formal a canvi de les seves aportacions normalment obté accions preferents enlloc d'accions ordinàries. Aquestes accions preferents són menys arriscades que les ordinàries, ja que per exemple en cas de liquidació de la societat primer cobrarien els titulars de les accions preferents i només en el cas que sobressin diners cobrarien els titulars de les accions ordinàries (l'emprenedor i altres socis entre els quals sovint hi trobarem familiars i amics de l'emprenedor).
- El capital risc intenta també assegurar-se el control de la presa de decisions a través de la participació en el consell de direcció de l'empresa. A més aquesta participació anirà augmentant en cada nova ronda de finançament.
- També en la línia d'intentar assegurar-se el control en les decisions que es prenen en l'empresa, sovint el capital risc imposa el que es coneix com pactes negatius, que no és res més que el dret a vetar determinades decisions del consell de direcció. En definitiva el que fan aquests pactes és obligar a que totes les decisions importants que es prenguin a l'empresa hagin de comptar amb el suport o aprovació del capital risc. Aquests pactes són especialment interessants quan el capital risc no compte amb la majoria dels membres del consell de direcció i l'emprenedor pogués estar temptat a actuar de forma oportunista, per exemple, emetent noves accions preferents per tal de diluir la participació del capital risc.

- Una altre mesura que el capital risc sol imposar en les empreses on inverteix és el que es coneix com a drets de sortida, uns drets molt importants en aquelles empreses privades, amb accions molt poc líquides. Aquests drets de sortida poden incloure clàusules com les opcions de venda, el dret a forçar la companyia a una sortida a borsa, etc. Per la pròpia naturalesa de la inversió, normalment el capital risc vol sortir del capital de l'empresa molt abans que l'emprenedor, que no sol tenir cap pressa, entre d'altres coses perquè mentrestant rep un bon salari. Tal com succeïa amb els pactes negatius, aquests drets de sortida són molt importants quan el capital risc està en minoria en el consell de direcció.

4.4 Capital risc informal.

En aquest apartat volem descriure molt resumidament el que s'entén per capital risc informal. Evidentment aquest tipus de capital risc i més concretament els business angels serà tractat extensament en la resta de capítols del treball.

El capital risc informal engloba com ja hem indicat anteriorment tant als familiars, amics i socis de negocis de l'emprenedor com als business angels, amb tot hi ha qui tant sols associa els business angels a aquest tipus de capital risc informal.

En opinió de Wetzel (1987) el mercat de capital risc informal és virtualment invisible i, sovint mal entès. Està format per un conjunt dispers d'individus anònims, molts dels quals han sabut crear i gestionar amb èxit les seves pròpies empreses. D'altra banda no hi ha forma de localitzar aquests individus ja que no apareixen en cap directori ni tampoc hi ha cap registre de les operacions que han realitzat, per tot plegat Wetzel (1987) conclou que el mercat de capital risc planteja moltes preguntes difícils de respondre.

D'altra banda Gaston (1989a) indica que els mercats de capital informal són la principal font de combustible extern de capital risc per l'arrencada de negocis emprenedors i pel creixement de petites empreses. De fet, pràcticament són l'única font de capital de risc per a la majoria dels emprenedors, una vegada aquests han esgotat els recursos familiars, però no les necessitats de capital. El capital risc informal són els diners invertits en fons propis o pràcticament fons propis "*near-equity*" –també ens hi podem referir com "capital" i "quasi capital,"– per inversors privats directament en emprenedors sense una intermediació formal.

Com indica Avdeitchikova (2008) els inversors informals solen realitzar inversions de risc que el capital risc institucional no troba atractives a causa de l'alta incertesa i la relativament petita quantitat de diners que requereixen. Una de les raons per les quals els inversors informals assumeixen aquests majors riscos rau en el fet que no inverteixen tots els seus estalvis en aquestes empreses no cotitzades. D'acord amb l'estudi de Mason i Harrison (1994) els inversors informals del Regne Unit, normalment invertiran entre un 5% i un 10% de la seva cartera d'inversió en empreses no cotitzades. Resultats semblants proporciona l'estudi de Månsson i Landström (2006) realitzat a Suècia i que indica que el percentatge de la cartera d'inversions destinat al mercat de capital risc informal és d'un 11%. Així doncs, el fet d'invertir només una petita part dels recursos permet als inversors informals realitzar inversions de més risc que els seus contraparts institucionals.

Un altre aspecte que també incentiva als inversors informals a fer aquest tipus d'operacions té a veure amb els costos de transacció. En aquest sentit molt poques empreses de capital risc estan disposades a fer inversions de menys d'un milió de dòlars, tot i que evidentment tant en la creació com en el desenvolupament primerenc de la majoria d'empreses es requereixen imports molt més petits. En aquest sentit un estudi sobre les 500 companyies privades dels EUA que van experimentar un major creixement l'any 2000, mostra que el 16% d'aquestes empreses van crear-se amb menys de 1.000 dòlars, el 42% amb 10.000 dòlars o menys, i el 58% amb 20.000 dòlars o menys (Reynolds, Bygrave i Autio, 2004). A més, la majoria de les firmes de més ràpid creixement dels EUA es van crear sense rebre cap mena de finançament per part dels fons de capital risc institucional.

Així doncs, com indica Landström (1993a) el fet que els inversors informals puguin reduir al mínim aquests costos de transacció pel fet d'incórrer en uns costos d'administració molt més petits, fa molt més justificable que aquests inversors informals puguin invertir petites sumes de diners, que com hem vist és el que realment necessiten la majoria d'empreses.

4.4.1 Breu història dels estudis sobre els business angels.

Des de principis de la dècada dels 90 els estudis per conèixer el perfil i el "modus operandi" dels business angels han proliferat en diferents latituds. En conseqüència avui comptem amb un bon nombre d'articles que tracten la temàtica dels business angels i bona part d'aquests es centren en conèixer el perfil d'aquests inversors informals en determinats països o regions.

Aquest apartat justament tractarà de fer una breu història dels estudis que han analitzat els inversors informals i més concretament els business angels. Així doncs aquesta tipologia d'estudis podem dir que es va iniciar als EUA a la dècada dels 80, tot i que anys abans ja s'havien realitzat els primers estudis aproximatius.

A efectes històrics podríem classificar tots aquests estudis, en 4 etapes històriques que serien:

- Els primers estudis (anteriors a 1980).
- Els estudis realitzats a la dècada dels 80.
- Els estudis realitzats a la dècada dels 90.
- Els estudis realitzats a partir de 2000.

Els primers estudis (anteriors a 1980).

Els inversors del mercat van començar a atreure l'atenció dels encarregats de formular polítiques i els investigadors en la dècada de 1950 i 1960. Per exemple, a finals del decenni de 1950 la reserva Federal dels EUA va realitzar un parell d'investigacions sobre el finançament inicial de noves empreses de base tecnològica, els estudis que van precedir a la Small Business Investment Act de 1958. L'interès en el finançament inicial d'empreses de base tecnològica va mostrar als business angels com una important font externa de finançament per a les iniciatives empresarials amb base a les noves tecnologies, i les primeres contribucions de la recerca daten dels anys 1960 i 1970, per exemple els treballs de Rubenstein (1958), Baty (1964), Hoffman (1972), Brophy (1974) i Charles River Associates Inc. (1976).

No obstant això, va ser el treball pioner del professor William E. Wetzel de la Universitat de New Hampshire als EUA el que va posar els business angels en el mapa de recerca. L'estudi de Wetzel titulat "Àngels i capital risc informal", publicat a la Sloan Management Review el 1983, es va basar en la percepció generalitzada que les noves empreses de base tecnològica tenien problemes a l'hora de recaptar petites quantitats de fons en les primeres etapes de finançament. El seu treball va evidenciar el paper que tenien els business angels a l'hora de solucionar o si més no pal·liar aquest problema. Wetzel va mostrar que els business angels compartien algunes característiques comunes, que encara es mantenen avui en dia, com ara que en general eren rics, persones fetes a si mateixes, predominantment homes, inversors molt actius que invertien en zones geogràfiques pròximes als seus llocs d'origen, i que es basaven en gran mesura en la seva xarxa d'amics i

socis de negocis. A més, els business àngels eren una important font externa de capital llavor –el capital necessari per posar en funcionament noves empreses– i, que també mostraven un gran interès en el finançament d'empreses de base tecnològica. El treball de Wetzel es pot considerar com el primer intent seriós de posar damunt la taula la figura dels business angels i d'aquesta forma iniciar una nova via de recerca, per tal d'aportar coneixement sobre un fenomen que fins aquell moment havia passat totalment desapercebut.

Els estudis realitzats a la dècada dels 80.

L'estudi seminal de Wetzel (1983) va donar lloc a un augment de l'interès pel mercat de business angels entre els investigadors, no només als EUA sinó a tot el món. De fet però els pocs estudis que es van publicar a la dècada dels 80 es van realitzar tots als EUA i al Canadà. El primer estudi rellevant realitzat a Europa, concretament al Regne Unit, no arriba fins el 1991 (Mason, Harrison i Chaloner, 1991).

Com ja hem indicat, l'autor més prolífic d'aquesta etapa va ser el professor de la Universitat de New Hampshire William Wetzel que al llarg de la dècada dels 80 va publicar diferents estudis dels quals com a mínim cinc són veritables referències pels estudiosos del camp. A part del ja citat article de 1983, el seu treball s'inicia el 1981 (Wetzel, 1981) amb un estudi sobre els inversors informals a Nova Anglaterra i acaba el 1987 (Wetzel, 1987) amb una estimació de la grandària del mercat de capital risc informal dels EUA. Entre mig dos treballs del 1986 (Wetzel, 1986a i 1986b). De fet no és que el seu treball acabi el 1987 ni molt menys, ja que aquest autor ha continuat publicant i essent una referència en el camp, però sí que és el darrer treball important publicat en aquesta etapa.

A banda del professor Wetzel, també cal fer esment a altres acadèmics pioners en la recerca sobre els business angels, entre ells citaríem per ordre d'importància: el professor Robert Gaston, president de AEG Applied Economics Group, Inc., que al llarg d'aquesta dècada també va realitzar importants contribucions al camp entre les que destacaríem un primer treball sobre el capital risc informal a la regió de Sunbelt el 1986 (Gaston i Bell, 1986) i una guia completa per aconseguir capital risc el 1989 (Gaston, 1989b). A banda d'aquests dos treballs entre el 1988 i el 1989 va publicar dos treballs més (Gaston, 1989a i Gaston i Bell, 1988). Cal dir que el primer i el tercer d'aquests treballs van ser realitzats conjuntament pel professor Gaston i pel professor S. E. Bell. També cal destacar al professor John D. Aram, de la Case Western Reserve University, que el 1987 va publicar un estudi sobre el

capital risc informal a la Regió dels Grans Llacs (Aram, 1987) i un altre estudi sobre el comportament dels inversors informals el 1989 (Aram, 1989a).

Encara dins dels EUA, destacar també els professors E. R. Tymes i J. R. Krasner pel seu treball sobre el capital risc informal a Califòrnia (Tymes i Krasner, 1983), les professores Nancy Haar i Jennifer Starr i el professor Ian MacMillan de la Universitat de Pensilvània pel seu treball sobre el capital risc informal a la Costa Est dels EEUU (Haar, Starr i MacMillan, 1988), el professor Neiswander pel seu treball de 1985 (Neiswander, 1985) i M. G. Boylan pel seu estudi sobre el capital risc de 1981 (Boylan, 1981).

Fora dels EUA, al país veí del Canadà destaquen sobretot dos autors, Allan Riding i Dominique Short, professors de la Universitat de Carleton, gràcies als seus treballs sobre els inversors informals a la regió d'Otawa-Carleton (Riding i Short, 1987 i Short i Riding, 1989).

Tots els estudis citats anteriorment formarien part del que Mason i Harrison (2000c) anomenen estudis de primera generació i que giraven al voltant de la determinació de les característiques dels inversors, de la seva activitat d'inversió, els canals d'informació, la implicació que tenen en els projectes on inverteixen i la disponibilitat d'iniciatives privades i públiques destinades a estimular el mercat de capital risc. Aquests estudis tal i com indicava Wetzel (1986b) tenen per objectiu posar límits a la nostra ignorància. Si analitzem els diferents treballs de primera generació presentats arreu del món veurem que hi ha més semblances que diferències, tot i que en determinats llocs els business angels puguin presentar alguns trets una mica particulars.

Així doncs de forma resumida podem dir que tots aquest estudis tracten dues qüestions principals, que tot i el pas dels anys encara s'estan investigant actualment. De fet encara avui és molt poca la recerca que a Catalunya i Espanya s'ha fet sobre aquests dos temes:

- (1) Quina és la grandària del mercat de business angels?
- (2) Què caracteritza als business angels?

Els estudis realitzats a la dècada dels 90.

A partir de 1990 és quan realment els estudis sobre els business angels es comencen a realitzar arreu del món, sobretot però al Regne Unit amb Colin Mason i Richard Harrison, i als països nòrdics amb Hans Landström com autor més destacat. També es realitzen estudis al Japó i Austràlia entre d'altres llocs. La majoria d'aquests estudis encara intenten descriure als business angels, però com indiquen Mason i Harrison (2000c), Mason (1999 i 2006) i Kelly (2007) també comencen a dirigir la seva atenció a qüestions com ara:

- Com funciona el mercat d'inversors informals, com operen en la pràctica, quin és el procés d'inversió que segueixen i quins són els seus criteris de decisió?
- Quin és el paper que juguen i han de jugar les administracions públiques per tal de fomentar i donar suport a aquest mercat informal?
- Com pot la teoria ajudar-nos a entendre aquest fenomen de la inversió informal?

Els estudis realitzats a partir de 2000.

Podríem dir que a finals dels 90 o principis del 2000 és quan aquest àmbit d'investigació arriba ja a la seva majoria d'edat. En aquests darrers deu anys els estudis sobre els inversors informals i els business angels han proliferat arreu del món. Fins i tot han aparegut els primers estudis realitzats a Catalunya i Espanya tot i que la recerca en aquest camp a casa nostra ha estat encara molt escassa. En aquesta darrera dècada s'ha continuat treballant tant la caracterització dels business angels, com tots els aspectes assenyalats en l'etapa anterior. En aquest sentit tal i com indiquen Mason i Harrison (2000c) l'objectiu dels estudis que en podríem dir de segona generació, ja ha de ser l'elaboració d'un cos teòric i sobretot treballar les implicacions a nivell polític que pugui tenir la figura del business angel.

A pesar però de tots els esforços, fa poc més de deu anys Van Osnabrugge (1998a) afirmava que tots els estudiosos semblaven coincidir en una cosa, i és que malgrat la importància dels business angels, aquests són encara força desconeguts. Per això la majoria de treballs de recerca van encaminats a aconseguir una major comprensió de les actituds, conductes i característiques d'aquests àngels inversors per tal d'obtenir noves percepcions sobre la manera d'aprofitar al màxim les possibilitats que ofereixen al desenvolupament empresarial.

4.4.2 Teories que s'utilitzen per explicar la inversió informal.

Per explicar el fenomen de la inversió informal els investigadors utilitzen almenys 4 teories, diferents que són:

- La teoria psicològica social de la conducta planificada.
- La teoria sociològica de les xarxes socials.
- La teoria socio-psicològica de la confiança interpersonal.
- La teoria econòmica de l'assignació de les carteres de les famílies o llars "*households*".

Evidentment no és l'objectiu d'aquest treball entrar en profunditat en cap d'aquestes teories, però en la mesura que més endavant recorrerem a algunes d'elles creiem que pot ser interessant fer una molt breu presentació de cada una d'elles.

Teoria psicològica social de la conducta planificada

Un dels primers autors que va treballar sobre la teoria del comportament planificat va ser Ajzen (1988 i 1991) concretament va proporcionar un marc teòric per a entendre la decisió dels individus per realitzar inversions informals. La teoria del comportament planificat deconstrueix el comportament humà guiant-lo a partir de tres elements constitutius de creences:

- Creences de comportament. Són les creences sobre les possibles conseqüències del comportament.
- Creences normatives. Són les creences sobre les expectatives d'altres persones .
- Creences de control. Són les creences sobre la presència de factors que poden afectar l'actuació de la conducta o comportament.

Les creences de comportament produeixen actitud cap al comportament, les creences normatives produeixen una norma subjectiva i les creences de control produeixen el control conductual percebut. La combinació de les tres: d'actitud, norma subjectiva i control conductual forma una intenció de conducta. Quan es presenta l'adequat grau de control efectiu i l'oportunitat, llavors les persones podran actuar sobre aquesta intenció i realitzar el comportament.

Segons Wong i Ho (2007) la gran aportació de la teoria del comportament planificat és la introducció del control conductual percebut com una construcció. La teoria del comportament planificat reconeix que els elements que no expressen la voluntat del subjecte són potencialment inherents a tots els comportaments. El control conductual percebut acomoda aquests elements d'incertesa que estan més enllà de la voluntat de l'individu. Aquest element és de particular importància en l'estudi dels business angels ja que les inversions àngel estan associades amb el risc i la incertesa.

Un altre estudi d'aquest professor de psicologia de la Universitat de Massachusetts, Ajzen (2002) va mostrar que el control conductual percebut es podia separar en dos components: l'autoeficàcia i la capacitat de control.

Pel que fa a l'autoeficàcia Krueger, Reilly i Carsrud (2000) ja havien comprovat empíricament que és un antecedent de la conducta empresarial. Segons Wong i Ho (2007) els business angels tenen un menor nivell de control volitiu que els empresaris o emprenedors. El comportament inversor depèn de les accions i els atributs de l'emprenedor, així com factors interns de l'inversor, és per això que l'autoeficàcia adquireix una major importància en aquest context. D'altra banda també assumeix un paper significatiu en el comportament dels inversors la capacitat de control (creença sobre la mesura en que la realització del comportament es correspon amb el de l'inversor).

En definitiva Ajzen (2002) explica que el control conductual percebut es refereix en general a les expectatives de la gent respecte a la seva capacitat de realitzar una conducta determinada.

Teoria sociològica de les xarxes socials

En els darrers anys, treballs com els de Huggins (2000), Shane i Cable (2002) i Florin, Lubatkin i Schulze (2003) han posat de relleu la importància de les xarxes socials, sovint també anomenades capital social, en la creació i creixement de noves empreses. En aquest sentit cal indicar que malgrat que les xarxes socials no són exactament el mateix que el capital social, en aquest treball ens referirem a aquests dos termes indistintament, els considerarem sinònims.

Així doncs, seguint a Nahapiet i Ghoshal (1998) el capital social es refereix als recursos actuals i potencials que els individus obtenen pel fet de conèixer a altres persones, formar

part d'una xarxa social amb altres, tenir una bona reputació, o simplement pel fet de ser conegut per altres.

Com indiquen Aldrich i Zimmer (1986) i Aldrich (1989) el capital social ajuda a les persones en la recerca dels seus objectius empresarials proporcionant-els-hi informació rellevant i altres recursos essencials, com ara capital, habilitats, coneixements i mà d'obra per poder iniciar una activitat empresarial. A més el capital social també juga un important paper pels individus a l'hora de descobrir noves oportunitats gràcies a la difusió d'idees noves i diferents i a la provisió d'un ampli marc de referència.

Per Shane i Venkataraman (2000), el procés de descobriment d'oportunitats és possible gràcies a que la informació en poder dels individus és limitada i asimètrica, en conseqüència aquells individus amb alts nivells de capital social tindran moltes més probabilitats de descobrir noves oportunitats que els altres. En definitiva, si s'aprofita, el capital social pot proporcionar considerables recursos per facilitar la identificació, l'avaluació i la posterior explotació de les noves oportunitats. En aquest sentit, cal indicar que la majoria d'estudis sobre business angels realitzats arreu del món mostren que les principals fonts d'informació per als inversors informals a l'hora d'identificar oportunitats d'inversió són les seves xarxes informals personals i de negocis.

Dos treballs relativament recents de Sørheim (2003 i 2005) han explorat el capital social des de la perspectiva dels inversors informals. En el primer treball Sørheim (2003) va trobar que les diferents fonts de capital social exerceixen un determinat paper en el comportament dels inversors durant la identificació, l'estudi i l'avaluació de les propostes d'inversió. En l'estudi posterior Sørheim (2005) va trobar que els business angels tenen un paper clau a l'hora de proporcionar finançament addicional a les empreses on han invertit, mitjançant l'accés al capital risc i a subministradors de deute, i sobretot proporcionant referències molt positives sobre l'empresa.

Teoria socio-psicològica de la confiança interpersonal

La interacció social és inherent a tots els actes d'emprenedoria i a la formació de petites empreses, l'element clau d'aquesta interacció és la confiança. Aquesta confiança és descrita per Dubini i Aldrich (1991) com l'element que determina la solidesa i la permanència d'una relació, tot reduint els riscos de totes les parts involucrades. D'altra banda Dikken (2000) va identificar fins a quatre tipus de confiança: la basada en la dependència, la basada en la comprensió de la situació de referència, la basada en la familiaritat i la basada en la

confiança, essent aquesta darrera la que genera un major nivell de confiança interpersonal, ja que es basa amb un alt nivell de familiaritat amb l'individu i amb un elevat nivell de coneixement de la situació. Els estudis de Harrison, Dibben i Mason (1997) i Dibben (2000) van treballar sobre el paper de la confiança en el procés de presa de decisions dels inversors informals, concretament van estudiar com els diferents tipus i nivells de confiança es relacionen amb els criteris utilitzats pels inversors per a establir el seu llinar de cooperació, que és el punt en què els individus decideixen comprometre's a una inversió. En aquest sentit els dos aspectes que més ens interessin en relació al coneixement dels inversors són per una banda la familiaritat de l'inversor amb l'empresari individual (confiança basada en la familiaritat) i per l'altre el coneixement que els inversors tenen de l'empresa i de les circumstàncies de l'entorn (confiança basada en la comprensió de la situació de referència).

Aquests estudis van trobar que el nivell de confiança obtingut a partir de la comprensió de la situació de referència, és generalment baix en el camp de la inversió informal i això porta als business angels a utilitzar la confiança basada en la familiaritat i a la vegada això influeix en els criteris que aquests inversors utilitzen per formar el seu llinar de cooperació.

Teoria econòmica de l'assignació de les carteres de les famílies o llars “*households*”.

Fa més de mig segle que els investigadors en el camp de l'economia i les finances estudien com els agents econòmics assignen les inversions en actius de risc. La teoria de cartera podríem dir que neix amb el treball seminal de Markowitz (1952) que desenvolupa un model basat en dos paràmetres: rendibilitat i risc; mesurats per la mitjana i la variància. Posteriorment altres autors com Tobin (1958) van aportar-hi millores com la possibilitat d'invertir en actius lliures de risc. Anys més tard Sharpe (1964) va elaborar el Capital Asset Pricing Model (CAPM) un dels models més coneguts i utilitzats en el món de la valoració d'actius. Aquests primers models d'assignació de cartera van ser impulsats per l'interès en la valoració d'actius financers en lloc de buscar una aproximació a la riquesa de les famílies o llars.

Altres autors com Samuelson (1969), Merton (1971) i Jorion i Goetzmann (1999) han aportat refinaments a aquesta teoria intentant investigar les decisions de cartera en situacions més realistes com ara: la consideració de múltiples períodes de decisió, la preferència pel risc de la família o llar i la presència de rendes del treball. Pels interessats en la materia val la pena destacar que el treball de McCarthy (2004) aporta una completa revisió de la literatura en aquest camp.

En tant que la inversió informal és un tipus d'actiu arriscat, és evident que pot ser tractada per aquesta teoria de carteres familiars o de la llar. D'altra banda l'evolució més recent en el modelatge d'aquestes carteres familiars (propietaris de llars) han predit que diverses característiques d'aquestes famílies o propietaris tenen un impacte en l'assignació de les carteres d'actius amb risc. Estudis com els de Guiso, Haliassos i Japelli (2002), Banks i Smith (2000) i Banks, Blundell i Smith (2002) han demostrat empíricament que entre aquests factors s'hi inclouen l'edat, la riquesa, els ingressos i l'educació, per tant molt probablement aquests factors tinguin molt a veure amb la propensió o disposició que els individus tenen per fer inversions en petites empreses de recent creació no cotitzades.

4.5 Principals diferències entre el capital risc formal i informal.

Malgrat que hi ha moltes semblances entre el capital risc formal i l'informal, també hi ha diferències prou rellevants. No és l'objectiu d'aquest apartat recollir-les totes, sinó que algunes aniran apareixent i s'aniran comentant al llarg del treball, tot i això si que creiem que pot ser interessant mostrar-ne algunes de forma agrupada. Així Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) destaquen 4 característiques distintives clau entre el capital risc formal i els business angels que hem recollit a la taula 9.

Taula 9. Comparativa entre el capital risc institucional i els business angels.

Aspectes clau	Capital risc institucional	Business angels
Origen dels fons	Inversors institucionals que actuen com a societats limitades invertint diners de tercers.	Inversors privats que inverteixen els seus propis diners.
Responsabilitat	Responsabilitat financera personal limitada, però responsabilitat de gestió i propietat.	Important responsabilitat financera personal.
Experiència inversora i capacitat d'inversió	Molta experiència inversora i gran capacitat d'inversió.	Poca experiència inversora i capacitat d'inversió limitada.
Termini per realitzar la diligència deguda	Termini ampli.	Termini limitat.

Font: Adaptat de Avdeitchikova, S.; Landström, H. and Månsson, N. 2008. What do we Mean when we Talk about Business Angels? some Reflections on Definitions and Sampling. Venture Capital 10: pàgina 375

A banda de les diferències recollides en aquesta taula n'hi ha moltes d'altres, així una altre de les diferències que segons Prowse (1998) s'observa entre els business angels i els fons de capital risc institucionals, és que els àngels tenen molt en compte a l'hora de decidir-se per una inversió o altre si coneixen a l'emprenedor i si aquest els inspira confiança a ells directament o a algun dels seus socis d'inversió si és el cas. En canvi això no sol ser gens habitual en les societats limitades que gestionen fons de capital risc, on si bé la confiança en la gestió continua essent un criteri fonamental, no donen cap valor al fet de tenir un coneixement personal previ de l'empresari o empenedor.

Una altre diferència important vindrà donada pel procés d'inversió que segueixen els fons de capital risc formal, per una banda i els business angels per l'altre. Anteriorment hem vist el procés que segueix el capital risc formal i més endavant veurem el model que Paul, Whittam i Wyper (2007) plantegen pels inversors informals o business angels i com es podrà apreciar conté també forces diferències.

Hi ha també moltes diferències en com els business angels i el capital risc formal afronten els diferents problemes inherents a les inversions en empreses de recent creació que evidentment estan molt afectades per la incertesa, l'asimetria de la informació, i els potencials costos d'agència, traduïts en un possible oportunisme per part dels empenedors o empresaris. Tot i que la problemàtica d'aquestes inversions i les corresponents diferències no les tractarem a en aquest apartat, si que podem avançar que segons Ibrahim (2008) el capital risc mitiga aquests problemes imposant en els empenedors uns determinats contractes d'inversió que els hi permeten detectar, fer el seguiment i controlar les seves inversions a través d'una combinació de finançament per etapes, accions preferents, càrrecs en el consell de direcció, pactes negatius, i determinats drets de sortida. En canvi els business angels tradicionalment han actuat de forma sorprenentment informal i tot i que inverteixen quan els nivells d'incertesa, l'asimetria de la informació i els costos d'agència són majors, fins ara mai no han imposat en els empenedors cap de les proteccions que si imposa el capital risc a través dels seus contractes. Segons Ibrahim (2008) els business angels tenen un comportament un xic desconcertant, ja que utilitzen contractes molt simples, just tot el contrari del que la teoria de contractes financers podria predir.

4.6 Problemàtica del capital risc.

Com indica Aram (1989b) hi ha tres branques de la teoria de les ciències socials i la investigació que convergeixen per donar cos conceptual a la paradoxa de les relacions interdependents en l'àmbit de les qüestions socials en la gestió empresarial. Es tracta del dilema del presoner, la paràbola de la tragèdia dels comuns, i l'anàlisi de l'acció col·lectiva en la teoria de l'elecció pública. En l'àmbit de l'activitat del capital risc ens afecten només dues d'aquestes problemàtiques, la primera i la darrera, tot i que farem una breu presentació de les tres.

El dilema del presoner probablement sigui el fenomen de comportament més àmpliament estudiat en el camp de les ciències socials. S'ha utilitzat en nombrosos estudis realitzats per economistes, psicòlegs, matemàtics, científics polítics i sociòlegs, de fet pocs conceptes han generat tant interès multidisciplinar.

Els jocs del dilema del presoner han estat utilitzats en cursos de gestió empresarial per demostrar la dinàmica i les conseqüències de les estratègies competitives i de cooperació en situacions de dues persones o parts. Aquests jocs permeten il·lustrar la importància de la confiança en les relacions interpersonals, interdepartamentals, i de gestió de la unió. És per tant un fenomen de comportament àmpliament aplicat en el camp de les relacions entre els emprenedors i els inversors, ja siguin aquests inversors informals (business angels) o gestors de fons de capital risc professionals.

"La Tragèdia dels Comuns" és el nom d'un influent article que va publicar el biòleg texà Garrett James Hardin, el 1968. En aquest article, aquest ecologista va articular en forma de paràbola, una forma de pensar sobre com els sistemes d'incentius socials i institucionals podien amenaçar amb esgotar els recursos naturals (Hardin, 1968).

En la seva concepció original, el bé comú, era literalment, les pastures del poble utilitzades per al pasturatge d'ovelles a l'Anglaterra preindustrial. Així els pagesos, que tenien accés gratuït a aquestes pastures comunes, podrien augmentar el nombre del seu bestiar privat a voluntat i donat que la pastura és un recurs col·lectiu, el cost; en aquest cas l'esgotament de les pastures; d'afegir un animal addicional seria compartit per tots els vilatans.

Així doncs i malgrat que un individu pugui reconèixer que el sistema imperant és probable que porti a la ruïna col·lectiva, la racionalitat individual fa que tothom és preocupi única i exclusivament de la seva riquesa personal.

La paràbola dels Comuns representa l'expansió del joc del dilema del presoner a N jugadors, participants d'un recurs finit on els drets de propietat, o bé no hi són, o bé no poden estar clarament definits.

La lògica de l'acció col·lectiva, desenvolupada per l'economista i sociòleg dels EUA Mancur Olson en el seu llibre *The Logic of Collective Action* de 1965 és una altra obra fonamental que ha estimulat l'extensa teoria i la recerca en els problemes de la racionalitat individual enfront dels col·lectius. Olson (1965) va argumentar que els membres individuals no tenen incentius per contribuir a un interès compartit, per exemple, un bé públic. Moltes persones es beneficien d'un ampli ventall d'aspectes com poden ser per exemple un augment en els salaris, una millor qualitat ambiental, etc.; gràcies als esforços d'uns pocs (membres actius del sindicat, activistes de determinades organitzacions com ara Greenpeace, etc.). Així doncs podríem dir que quan els beneficis del grup es proporcionen sobre una base no excloent, les persones poden obtenir certs avantatges sense haver d'incórrer en costos de temps, diners o qualsevol altre esforç.

L'anàlisi d'Olson es pot aplicar de diverses maneres a moltes de les preocupacions que les qüestions socials tenen en relació a la gestió empresarial. Així per exemple, estudis detallats sobre l'economia, com els realitzats pel professor del MIT Eric von Hippel als anys 80, permeten mostrar que els beneficis socials de l'activitat innovadora són de dues a quatre vegades més alts que els retorns privats que genera aquesta mateixa innovació (von Hippel, 1983). Si això és així, llavors podem dir que els agents econòmics tendeixen a invertir pocs recursos (des del punt de vista col·lectiu) a les activitats de l'assumpció de riscos, les relacions de risc-rendiment porta als individus a actuar de forma que renunciïn als beneficis afegits. Aquest mateix sistema d'incentius sobre l'individu o col·lectivitat es poden aplicar a la inversió privada en altres activitats que generen riquesa, com per exemple, en el desenvolupament dels recursos humans, la modernització del capital físic, el desenvolupament, etc. En qualsevol cas en el nostre àmbit d'estudi aquests estudis de Von Hippel demostren una vegada més els beneficis de l'activitat innovadora en el camp empresarial, una activitat innovadora que té molt a veure amb el fenomen de l'emprenedoria.

La taula 10 mostra les relacions entre les tres perspectives conceptuals anunciades en termes de privatització i comunització dels beneficis i costos. La racionalitat privada no pot donar lloc als resultats col·lectius desitjats en la tragèdia dels comuns i la lògica de l'acció col·lectiva a causa de la capacitat de comunitzar tant els costos com els beneficis. Evidentment els resultats socialment més perjudicials es donen en la tragèdia dels comuns quan els costos poden ser comunitzats i en canvi els beneficis no i per tant resten en mans d'uns pocs privats.

Taula 10. Concepte de les teories relacionals entre Individu i Col·lectivitat.

	El dilema del presoner	La tragèdia dels comuns	La lògica de l'acció col·lectiva
	dues parts	n parts	n parts
	defecte de cooperació iteracions múltiples	recurs fix, accés no aconseguit	reclamació no exclusiva en béns públics
Beneficis	Privatitzats	Privatitzats	Comunitzats
Costos	Privatitzats	Comunitzats	Privatitzats

Font: Aram, J. D. 1989b. The Paradox of Interdependent Relations in the Field of Social Issues in Management. Academy of Management Review 14: pàgina 275.

En l'àmbit del finançament a l'emprenedoria i de la inversió en capital risc informal ens interessen com ja hem dit sobretot dos d'aquests fenòmens: en primer lloc el dilema del presoner, doncs com ja s'ha dit, afectarà a les relacions entre els emprenedors i els inversors i en segon lloc la lògica de l'acció col·lectiva, ja que les activitats realitzades en aquest camp generen beneficis a tota la societat o àrea geogràfica on es desenvolupen.

Aprofundint una mica més en el dilema del presoner, cal dir que és una coneguda metàfora utilitzada en la recerca de diferents camps per modelar situacions socials de conflicte entre dos o més actors interdependents. L'essència del dilema és que cada actor té un incentiu per actuar d'acord amb uns interessos competius i egoistes, malgrat que tots els actors sortiran més beneficiats si actuen de forma conjunta, és a dir si cooperen. Aquesta dilema es pot representar gràficament tal i com s'observa en la figura 9:

Figura 9. Matriu pel clàssic dilema del presoner de dos actors.

		Cooperació 2	Deserció 2
Cooperació 1		R_1R_2	S_1T_2
Deserció 1		T_1S_2	P_1P_2

$$T > P > R > S$$

On:

T representa la temptació de rendiments addicionals per la deserció (no col·laboració).

R representa la recompensa de la cooperació mútua.

P significa la penalització per la deserció mútua (cap dels actors col·labora).

S representa la penalització que representa cooperar quan l'altre actor no ho fa.

Font: Adaptat de Cable, D. and Shane, S. A. 1997. A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *Academy of Management Review* 22: pàgina 146

Atès que la cooperació és fonamental per l'èxit de les relacions entre els emprenedors i els inversors es podria afirmar que ambdues parts sempre cooperaran. La realitat però, així ho demostren estudis com el de Sahlman (1990), diu que això no es compleix. Seguint la clàssica estructura de rendiments ($T > R > P > S$), ambdues parts poden experimentar a curt termini beneficis superiors amb la deserció (no cooperació) que amb la cooperació, independentment de l'actuació de l'altre, llevat és clar, que les dues parts desertin (no col·laborin).

En aquesta mateixa línia es posicionen Sapienza i Korsgaard (1996) que indiquen que malgrat que la provisió d'informació oportuna sembla oferir beneficis, alguns estudis sobre capitalistes de risc i empresaris o emprenedors mostren que aquests últims proporcionen molta menys informació de la que desitjarien els inversors, i això en molts casos pot arribar a crear un important conflicte. Hi ha raons, tant de tipus personal com professional darrera d'aquesta actitud dels empresaris o emprenedors d'amagar o no voler compartir certa informació. Molts empresaris inicien la seva carrera empresarial justament perquè busquen llibertat i autonomia a l'hora de prendre les seves decisions i per tant reportar informació constantment i haver de consultar, o compartir la presa de decisió va una mica en contra dels objectius pels quals han esdevingut empresaris.

Com s'ha dit reiteradament, la cooperació entre els empresaris i els capitalistes de risc és una condició necessària per l'èxit de l'empresa recolzada pel capital risc. Seguint l'argumentació de Cable i Shane (1997) això es degut principalment per la inexistència d'un mercat eficient entre capitalistes de risc i emprenedors. En altres contextos els dos socis d'un negoci són fàcilment intercanviables i per tant poden escollir entre col·laborar o desertar (finalitzar la relació), així trobarem molts negocis on hi ha un gran nombre de possibles substituïts per a cada contrapart, en aquests entorns per tant qualsevol de les dues parts pot

ser fàcilment substituïda. Seria per exemple el cas de la relació entre els consumidors i una marca de consum. Si un consumidor està descontent amb un determinat producte li serà molt fàcil substituir-lo per un de similar d'un altre fabricant. Aquesta situació, però, no es produeix en el mercat dels emprenedors i el capital risc, aquí la substitució és realment difícil i això fa que la cooperació sigui fonamental per aconseguir l'èxit d'una empresa una vegada la relació ja s'hagi iniciat.

Finalment per expressar la relació que existeix entre els empresaris i el capital risc, ja sigui formal o informal d'una forma gràfica reproduïm una cita esmentada per un capitalista de risc i recollida en un dels treballs de Harry Sapienza, sens dubte un dels principals experts en aquest tipus de relacions, diu així:

«Ens necessitem mútuament. Estem en el mateix bot salvavides, una vegada que hem tallat l'amarratge i ho hem verificat per escrit, estem remant en el mar, amb un tipus (soci), els dos podem remar en la mateixa direcció o bé ens podem colpejar al cap l'un a l'altre amb els remes.» Sapienza (1989) pàg. 22

No és l'objectiu d'aquest treball aprofundir en aquesta problemàtica, però si volem apuntar que en la realitat hi ha prou motius perquè es pugui donar qualsevol de les quatre situacions descrites en la figura 9 i per tant que no és doni la òptima que és la de la col·laboració. En aquest sentit Cable i Shane (1997) suggereixen que ambdues parts han d'augmentar el nivell i la qualitat de la transferència d'informació. Per tant l'empresari ha de tenir clar que no ha de perseguir el benefici personal d'ometre informació, ja que això no contribuirà a la cooperació mútua i per tant pot dificultar l'èxit final de la relació. Pel que fa als capitalistes de risc, la recomanació de Sahlman (1990) és que mantinguin el major contacte personal amb l'empresa i l'empresari per fomentar aquest intercanvi d'informació i contribuir així a l'èxit final de la relació.

4.6.1 El risc d'agència.

Un altre dels riscos clau al que s'han d'enfrontar els inversors de capital risc és el risc d'agència. La teoria de l'agència analitza la forma dels contractes formals i informals mitjançant els quals una o més persones anomenades "principal" encarreguen a una altra persona "l'agent", la defensa dels seus interessos delegant-hi cert poder de decisió.

La relació d'agència sempre implica l'existència del problema del risc moral: la possibilitat que l'agent busqui objectius personals en detriment dels interessos del principal. Quan això es dona hi haurà una pèrdua d'eficiència, a no ser que és clar, que els costos i perjudicis ocasionats per una decisió recaiguin sobre el mateix l'individu que decideix. En el nostre cas el risc d'agència és causat per la asimetria d'informació entre la direcció de l'empresa i els seus inversors.

Evidentment hi ha sistemes que fomenten el control dels agents, però sempre hi ha un límit als sistemes de control, si aquest es sobrepassa es poden generar ambients de desconfiança que limiten les possibilitats de cooperació interna i redueixen l'eficiència.

El cost en les relacions d'agència no recau només sobre el principal, ja que l'agent pot patir també certs costos per transmetre informació al principal i obtenir la seva confiança. Així els costos associats a cadascuna de les parts de la relació es poden resumir en aquests tres:

- Costos del control productiu: són els costos en que incorre el principal per regular i controlar la conducta de l'agent.
- Pèrdua residual: quan l'agent pren decisions en comptes de que ho faci el principal, i això devalua el poder de decisió d'aquest darrer. En alguns casos el principal hauria gestionat certes decisions de forma diferent a l'agent. La pèrdua residual fa referència a la devaluació que pateix el principal com a conseqüència de les accions de l'agent.
- Costos de fiança: són els costos extres que ha de suportar l'agent per a ser fidel a l'actuació compromesa de forma prèvia amb el principal.

Els principals treballs dels teòrics del risc d'agència com Jensen i Meckling (1976), Fama i Jensen (1983b), Fama i Jensen (1983a) i Klein (1983) han suggerit que el problema d'agència és força general. Per exemple Jensen i Meckling diuen que:

«El problema d'induir a un "agent" a comportar-se com si estigués maximitzant el benestar dels "principals" és força general. Existeix a totes les organitzacions i en tots els esforços de cooperació, a cada nivell de gestió; en les empreses, en les universitats, en les mútues, en les cooperatives, en les autoritats governamentals i oficines, en els sindicats, i en les relacions normalment classificades com relació d'agència tal com les que es donen en les arts escèniques i el mercat de béns arrels.» Jensen i Meckling (1976) pàg. 309.

Com indiquen Fama i Jensen (1983b), per la supervivència de les diferents formes d'organització cal tenir controlats els problemes d'agència. Aquests problemes apareixen pel fet que els contractes no es poden escriure ni executar sense cost. Els costos d'agència inclouen els costos d'estructuració, seguiment, i la unió d'un conjunt de contractes entre els agents amb interessos en conflicte. En el camp del capital risc el conflicte s'estableix entre l'emprenedor o empresari i entre els inversors, ja sigui un fons de capital risc institucional o un business angel.

Segons Sapienza i Gupta (1994) la teoria d'agència suggereix diverses raons per les quals les societats de capital risc, o en el seu cas els business angels, consideraran que els empresaris o emprenedors que posseeixen petits percentatges d'accions de les seves empreses presenten un major risc d'agència, que aquells emprenedors que tenen una major proporció. És precisament aquest un dels factors que més contribueix a que els business angels sempre prenguin una participació minoritària en l'empresa on inverteixen. Entre aquestes raons hi trobaríem en primer lloc, el fet que, com indiquen Jensen i Meckling (1976), quan una empresa pertany en la seva totalitat als seus directius, aquests consideren les despeses de consum com a gratificacions, en canvi, si es desprenen d'una part de la propietat, aquesta percepció ja canvia. En segon lloc, una disminució en la propietat de l'empresa pot reduir l'incentiu d'aquests directius per treballar en la recerca d'un benefici a llarg termini i perseguir més els guanys a curt termini. En tercer lloc, al disminuir el percentatge de propietat de l'equip directiu, també disminueix la seguretat de les seves posicions i això pot crear un major incentiu per alterar la capacitat que té la junta per vigilar i controlar l'activitat de l'empresa.

Retornant a l'asimetria de la informació, cal dir que és un fenomen que ocorre quan dos o més agents econòmics estableixen entre si una transacció econòmica i una de les parts disposa de millor informació que l'altre. Com ja s'ha explicat en l'apartat dedicat al paper de les entitats de crèdit, aquest fenomen té dues dimensions: la selecció adversa i risc moral.

La selecció adversa. En aquest context, segons Robinson i Cottrell (2007), la selecció adversa porta a pensar que són les pitjors empreses les que acudeixen als mercats a la recerca de capital. Aquest raonament es basa en el fet que els emprenedors que disposin d'una bona oportunitat d'inversió seran menys propensos a cercar capital extern per tal de mantenir un major control de la seva empresa. En canvi aquells emprenedors amb propostes més dolentes estaran més disposats a acceptar capital extern, ja que d'aquesta forma reduiran el compromís del seu propi capital.

El resultat d'aquest procés provocarà que els inversors es preocupin pel fet que la majoria d'oportunitats d'inversió que podran trobar en el mercat de capital privat siguin més aviat dolentes o pobres. De fet però, això no generaria cap problema d'agència, si els inversors poguessin observar el veritable valor de les perspectives d'un emprenedor, no obstant, la naturalesa del problema d'inversió és que a un emprenedor li resulta massa car comunicar eficaçment el veritable valor de l'empresa (Robinson i Cottrell, 2007).

El risc moral. En aquest context el risc moral es tradueix en un problema entre "l'agent" i el "principal". L'agent actua en l'interès del principal, però pot tenir un incentiu per actuar de forma inadequada des del punt de vista del principal, això succeirà sobretot si els interessos de l'agent i del principal no estan correctament alineats. Normalment l'agent disposa de més informació sobre les seves accions o intencions que el principal, ja que aquest mai pot fer-ne un control i seguiment perfecte.

El risc moral, identificat per Jensen i Meckling (1976), implica doncs que l'emprenedor o els administradors tenen un incentiu per comportar-se de manera diferent després de rebre capital d'inversors externs. Entre aquests tipus de comportaments de l'emprenedor s'hi inclouen per exemple: la retenció d'informació negativa sobre el negoci, la inversió en projectes de valor actual net negatiu, evitar riscos que fessin desitjable la diversificació per part de l'inversor, etc.

Podem dir doncs que la combinació de la selecció adversa i el risc moral creen un important risc d'agència per als inversors externs.

5 Capital Risc Informal i Business Angels.

5.1 El problema de definir qui són els inversors informals.

Al llarg del treball hem parlat sovint del capital risc informal, de les “3Fs”, dels inversors informals i dels business angels. La veritat però és que definir aquests conceptes és molt més difícil del que un es podria pensar. De fet podem afirmar que cada autor, o fins i tot cada estudi, ho fa a la seva conveniència, amb la qual cosa quan un ha llegit una dotzena d'articles sobre el tema ben bé ja no sap a que atènyer-se. És per això que considerem que aquest és un dels apartats clau del present treball, sense ell, probablement els lectors patirien el mateix desconcert que en alguns moments ha patit l'autor.

Probablement el millor esforç realitzat fins ara per tal de posar una mica de llum a aquesta immensa confusió sigui el realitzat per tres investigadors suecs Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008). Així doncs al llarg d'aquest apartat hi farem moltes referències.

5.1.1 Definicions inconsistentes.

Després de gairebé 30 anys d'estudis al voltant de la inversió informal i els business angels resulta evident que aquesta recerca ha comptat amb un greu problema, que no l'únic. Aquest problema, que es va detectar ja en les primeres investigacions ha dificultat de forma molt significativa l'acumulació de coneixements sobre els business angels. El problema no és cap altre que l'ús de definicions inconsistentes sobre l'objecte d'estudi. En altres paraules, no tothom entén el mateix quan parlem d'inversors informals, ni tampoc entén el mateix quan parlem de business angels, és més per alguns aquests termes són sinònims, per altres en canvi, figures relativament diferents.

Malgrat que el problema ha existit sempre, no ha estat fins als darrers anys que alguns investigadors l'han posat damunt la taula. Els treballs de Landström (2007) i especialment el de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) són alguns que l'han detectat i han proposat algunes iniciatives per intentar acotar-lo, ja que no sembla fàcil poder-lo eliminar.

En aquest sentit, la conclusió que es pot extreure del treball de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) és que la investigació sobre els business angels es caracteritza per l'ús de definicions inconsistentes, això vol dir que hi ha múltiples maneres de definir i delimitar

l'objecte d'estudi, tantes que realment ningú sap que volem dir quan parlem de business angels.

Tot i que no sembla possible, si ho fos, la solució tampoc passaria per establir una única definició, segons Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) això ni seria possible ni potser tan sols desitjable. Això és així pel fet que l'àrea del capital risc informal es caracteritza per una creixent recerca i en conseqüència el nombre de preguntes d'investigació s'incrementa amb el pas dels anys. En aquest context, limitar l'objecte d'estudi a una sola definició, malgrat que clarificaria molts aspectes, també limitaria molt el progrés teòric i empíric.

Així doncs no és tracta de trobar una única definició, la qual cosa seria realment difícil, sobretot tenint en compte, com veurem més endavant, que cada país presenta les seves pròpies característiques culturals i institucionals. El que si realment caldria seria que els investigadors que treballem en aquesta àrea fóssim força més estrictes en la forma en que fem servir les definicions en el context de la nostra recerca.

5.1.2 Exemplificació de la problemàtica.

Per poder exemplificar el que acabem de descriure mostrarem algunes de les definicions que podem trobar en la literatura sobre el tema. Evidentment la llista completa seria excessivament llarga, per tant només pretenem exemplificar la problemàtica que ens ocupa amb algunes definicions. Com veurem, malgrat que la problemàtica és molt àmplia, podríem dir que bona part de la mateixa gira al voltant de si cal incloure o no la família i els amics dins dels inversors informals.

Com indiquen Mason (2006) i Benjamin i Margulis (2001) inicialment és va utilitzar el terme "angel" que s'utilitzava per descriure a aquells individus que van ajudar a finançar obres de teatre a Broadway, així els primers estudis normalment utilitzaven el terme "business angel". Precisament un dels autors que més va ajudar a encunyar aquest terme va ser Wetzel (1983) que va utilitzar-lo per definir a aquelles persones que proporcionaven el mateix tipus d'inversió que els angels de Broadway però a projectes empresarials acabats d'iniciar.

Anys més tard, al 2000, Joshua Lerner descriu un business angel com:

«Un individu ric que inverteix en empreses emprenedores. Encara que els angels realitzen moltes de les mateixes funcions que el capital risc, ells inverteixen el seu propi capital més enllà del institucional o d'altres inversors individuals» Lerner (2000) pàg. 515.

De manera similar, Mason i Harrison (2008) pàg. 309 descriuen un business angel com: «*un individu amb un elevat patrimoni net, actuant sol o en un sindicat formal o informal, que inverteix els seus propis diners directament en una empresa no cotitzada amb la que no té cap connexió familiar i que, després de fer la inversió, generalment pren una participació activa en el negoci, per exemple, com un conseller o membre de la junta directiva.*»

Mason i Harrison, que com ja hem indicat anteriorment, són uns dels principals estudiosos d'aquesta àrea, sostenen que algunes de les característiques clau que distingeixen els business angels d'altres tipus d'inversors informals són:

- que els business angels inverteixen els seus propis diners.
- que els business angels prenen les seves pròpies decisions d'inversió.
- que els business angels principalment tenen en compte els aspectes comercials.
- que els business angels no inverteixen en negocis familiars.
- que els business angels s'involucren i desenvolupen una participació activa en les empreses on inverteixen.

Probablement la darrera característica, la de involucrar-se en la gestió de l'empresa sigui la més controvertida, ja que la literatura prèvia reconeix que molts inversors adopten una actitud passiva en les seves inversions. Segons Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) això ha fet que es produeixi una ampliació de l'objecte d'estudi, i enlloc de treballar amb el concepte de business angel es treballi amb una gamma més àmplia d'inversors privats que inverteixen en el capital de projectes empresarials.

Mason i Harrison (2000c) pàg. 137 ens proporcionen també una definició d'aquest grup més ampli d'inversors informals: «*particulars que realitzen inversions en capital risc directament en empreses no cotitzades en les que no tenen llaços familiars*». Així doncs aquests inversors informals estan formats a part de pels business angels, també per inversors privats que són menys actius en les empreses on inverteixen, així com inversors privats que inverteixen quantitats més petites de capital en societats no cotitzades, però la definició exclou clarament la família i els amics.

Així mentre alguns treballs com els de Mason i Harrison (1999 i 2000c) i Sohl (1999), indiquen clarament que els business angels no formen part de les "3Fs". Més concretament indiquen que els business angels entraran en acció una vegada l'emprenedor ja hagi esgotat els seus propis recursos i també els que li han proporcionat les "3Fs", altres com el de Coduras Martínez (2004) anomenen business angels a tots els membres de les "3F" o sigui als inversors bojos o temeraris, però també als familiars i als amics de l'emprenedor. Altres

treballs prenen en canvi una posició intermitja, és a dir consideren els business angels només com a una de les “3Fs”, així en un estudi sobre els business angels catalans de San José i Segurado (2004) pàg.75 s’indica:

«En les famoses tres “efes” que al·ludeixen a les tres fonts de finançament privada informal que són claus en el naixement d’empreses –amics, família i “bojos” (friends, family and fools) –, els business angels són classificats com a fools.»

En aquest treball, com el lector ja haurà percebut, si que considerem que la família i els amics formen part dels inversors informals. Per nosaltres, tant les “3Fs” com els (FFBA) són inversors informals. El que ja no tenim tant clar és si els business angels formen part o no d’aquestes “3Fs”, tot i que entenem que això tampoc és excessivament important. En tot cas si hem de prendre partit, seguirem la tesi de Mason i Harrison que els exclouen.

La nostra voluntat d’incloure a la família i els amics dins dels inversors informals, no es deu en absolut al fet de voler portar la contraria als dos prestigiosos investigadors britànics citats, sinó simplement proporcionar al lector la màxima informació possible i en aquest sentit entenem que excloure la família i els amics d’aquest grup deixaria fora del nostre interès treballs tant importants com els que per exemple realitza el Global Entrepreneurship Monitor (GEM), al qual hem dedicat un apartat d’aquest treball.

Però no només el GEM contempla l’anomenat "diner amor" sinó que ho fan la gran majoria dels treballs consultats durant la realització d’aquesta recerca i per tant entenem que no tindria cap sentit no considerar-los, a pesar dels arguments esgrimits per Mason i Harrison en relació a que les inversions realitzades per familiars i amics es basen en consideracions i criteris diferents dels que s’apliquen als inversors externs i, per tant, tant la família com els amics haurien de ser exclosos.

Cal dir però, que amb aquesta definició Mason i Harrison no neguen la importància dels fons familiars a l’hora de finançar empreses recentment establertes. De fet indiquen que és probable que els familiars i amics siguin la principal font de finançament extern per a les noves empreses.

Si ara comparem tot el que hem comentat anteriorment, amb els resultats que proporciona un estudi de Wong i Ho (2007) realitzat a Singapur veurem realment fins a quin punt arriba el grau de confusió que impera en el camp. L’estudi de Wong i Ho (2007) diu que el 42% dels inversors informals de Singapur són inversors familiars, mentre que l’altre 58% són business angels, la majoria dels quals són amics o veïns dels emprenedors. Només un 2%

dels inversors informals han invertit en empreses propietat d'emprenedors a qui no coneixien personalment.

5.1.3 Noves definicions i àrees grises.

A partir de tot el que s'ha argumentat anteriorment, Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) proposen una certa clarificació del camp que considerem del tot encertada i convenient. Per fer-ho parteixen de 4 definicions, no obstant entre una i altre hi ha el que ells anomenen àrees grises i que en definitiva són probablement les principals causants de la gran confusió que impera en aquest camp.

5.1.3.1 Les 4 definicions de Avdeitchikova, Landström i Månsson.

Les 4 definicions recollides pels investigadors suecs Sofia Avdeitchikova, Hans Landström i Nils Månsson fan referència al capital risc institucional, als business angels, als inversors informals i a tots els inversors de capital risc no institucionals inclosos la família i els amics.

Capital risc institucional.

Per definir el capital risc institucional Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) prenen una definició de Wright i Robbie (1998) que ja hem utilitzat abans en aquest treball. Aquests autors defineixen el capital risc institucional com:

Inversors professionals que proporcionen finançament en forma de capital risc a llarg termini, a noves empreses no cotitzades on la principal recompensa és el guany de capital complementat per eventuais dividends.

Business angels

Per definir els business angels Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) combinen dues definicions, la proporcionada per Freear, Sohl i Wetzel (1994) i la de Mason i Harrison (1995). La definició resultant és la següent:

Individus amb un alt patrimoni net que inverteixen una proporció dels seus actius en negocis empresarials d'alt risc i alt rendiment. Freear, Sohl i Wetzel (1994). A més d'invertir diners els business angels contribueixen amb les seves habilitats comercials, experiència, know-how de negocis i contactes involucrant-se activament en l'empresa. Mason i Harrison (1995).

Inversors informals:

Per definir els inversors informals Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) prenen una definició de Mason i Harrison (2000c) ja utilitzada amb anterioritat en aquest treball. Així els inversors informals són:

Particulars que realitzen inversions en capital risc directament en empreses no cotitzades en les que no tenen llaços familiars. Aquests inversors informals inclouen els business angels i també els inversors privats que contribueixen amb imports relativament petits de diners i no prenen un paper actiu en l'objecte d'inversió.

Tots els inversors de capital risc no institucionals inclosos la família i els amics:

Per definir aquesta darrera categoria Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) prenen una definició de Reynolds, Bygrave i Autio (2004) que indica que aquest grup són:

Inversors que realitzen inversions en start-ups no fundades per ell o ella mateixa, incloent les inversions familiars, les inversions d'amics i col·legues, etc., però excloent les inversions a borsa i fons d'inversió.

Qualsevol que llegeixi uns quants articles sobre business angels podrà observar que en la majoria de casos el terme business angel no concorda ni de bon tros amb la definició aquí proporcionada. En alguns treballs s'hi assembla força, però en d'altres com per exemple en el de Szerb, et al (2007) podríem dir que no té res a veure. Així Szerb, et al (2007) classifica els inversors informals en dos grups: els business angels i els altres inversors informals. La classificació però és va fer únicament en base a un criteri; els que havien fet inversions superiors als 10.000 dòlars els anomena business angels, i els inversors que no superen aquest import són els altres inversors informals.

Semblaria que distingir els business angels dels altres inversors informals, inclosos familiars i amics pel simple fet que hagin invertit més o menys de 10.000 dòlars s'acosta poc al que proposen Mason i Harrison (2000c), per tant si una cosa ha de quedar clara és que s'ha d'anar amb peus de plom a l'hora de parlar dels business angels. En aquest treball el terme "business angel" prendrà la més àmplia possible de les definicions, no per voluntat pròpia, sinó simplement per poder-hi encabir totes les definicions que d'aquesta figura s'han donat fins ara en la literatura existent, pràcticament tantes, com estudiosos hi ha en el camp.

5.1.3.2 Les àrees grises.

A pesar a que a primera vista aquestes 4 definicions semblen prou clares, Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) les consideren ambigües, i creuen que no s'ajusten prou a la complexitat del concepte i la heterogeneïtat del mercat de capital risc informal. És per això que entre una definició i l'altre segons aquests autors és crea una zona d'ombra. Així doncs si tenim 4 definicions tindrem 3 zones d'ombra o zones grises.

Hi ha una **primera zona grisa** en relació a la canalització de les inversions. D'alguna forma és pot establir un problema en relació a si el capital ha de ser invertit directament per un inversors privat o si és possible que aquest mateix inversor l'inverteixi a través d'una societat de la seva propietat o fins i tot a través d'una societat o fons que comparteix amb altres propietaris. Com indiquen Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) aquest problema pot afectar a tots els tipus d'inversors informals, però probablement sigui molt més significatiu per la categoria definida com a business angels. Per tant podríem dir que aquesta zona grisa es troba entre el capital risc institucional i els business angels.

Una **segona zona grisa** té a veure amb el nivell d'activitat inversora i el grau d'implicació o participació en l'empresa en que s'inverteix. Aquesta àrea per tant és situa entre els business angels i els inversors informals.

La **tercera i última zona grisa** te relació amb l'existència o no de determinades relacions o lligams entre els inversors informals i l'emprenedor.

Figura 10. Àrees grises en les definicions dels actors en el mercat de capital risc.

Capital risc institucional
Àrea gris 1 Requeriments en la canalització de les inversions
Business angels
Àrea gris 2 Requeriments en el nivell d'activitat inversora i el grau d'implicació o participació en l'empresa en que s'inverteix
Inversors informals
Àrea gris 3 Tipus de relació o lligams entre els inversors informals i l'emprenedor
Tots els inversors de capital risc no institucionals (inclosos la família i els amics)

Font: Adaptat de Avdeitchikova, S.; Landström, H. and Månsson, N. 2008. What do we Mean when we Talk about Business Angels? some Reflections on Definitions and Sampling. Venture Capital 10: pàgina 377

No és la nostra intenció entrar a fons en el perquè d'aquestes àrees. En tot cas, com que considerem essencial que els lectors compreguin clarament els motius de la gran confusió que s'estableix en aquest camp d'estudi, si que farem alguns comentaris sobre cada una.

Àrea gris 1: Requeriments sobre la canalització de les inversions.

Posats en contacte amb alguns business angels, resulta que una part de les seves inversions les fan a títol personal, altres a través d'una societat que comparteixen amb altres socis i altres en coinversió amb societats de capital risc. Si volem avaluar l'activitat inversora dels business angels que hem de fer? Contemplar només la que fan a títol individual, contemplar-les totes, ... ? No tenim clar quina és la resposta correcte, tot i que creiem que el millor seria poder disposar de totes les dades desagregades, malgrat que això en dificultarà la seva obtenció i posterior tractament. Si per decidir-nos per una o altre via recorrem a la

recerca prèvia, veurem que els investigadors han tractat aquest aspecte de diferents formes. Així, alguns autors com Fiet (1995b) va decidir anomenar "*quasi angels*", a aquells business angels que havien fet les seves inversions a través d'una societat i no els va incorporar en el seu estudi. En canvi, Coveney i Moore (1998) etiqueten aquests inversors com "*angels corporatius*" i els inclouen en la mostra com una tipologia més de business angels.

La qüestió és podria complicar encara més amb l'aparició de figures com els "family offices" que com descriuen Leleux, Schwass i Diversé (2007) pertanyen a persones adinerades que duen a terme les seves inversions a través d'un fons de capital risc gestionat per un administrador d'inversions que és qui pren la decisió d'inversió final.

No volem entrar en més detalls, però si dir que Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) aposten per tractar de la mateixa forma aquells business angels que inverteixen els seus recursos directament, que aquells altres que ho fan a través d'una societat de la seva propietat. Per aquests autors la qüestió clau és saber si un business angel té o no té la possibilitat de decidir si s'inverteix o no. Si la té és un business angel, sinó formarà part del capital risc formal.

Àrea gris 2: Requeriments en el nivell d'activitat inversora i el grau d'implicació o participació en l'empresa en que s'inverteix.

Ja el pioner treball de Wetzel (1983) indicava que un business angel és un inversor que inverteix no només diners, sinó que també adopta una participació activa en l'empresa gràcies a la seva l'experiència laboral anterior. És per això que sovint els business angels són associats o caracteritzats com "diners intel·ligents" i com apunten Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) probablement sigui també aquesta una de les principals raons per les quals els governs centren més la seva atenció sobre els business angels que no sobre altres inversors informals, a pesar de les crítiques que això pugui generar per part d'alguns estudiosos com veurem més endavant.

En qualsevol cas sembla difícil determinar quin nivell de participació en l'empresa ha de tenir un inversor per poder ser considerat, o no, un business angel. Però per si això no fos prou complicat, hi hem d'afegir que cada vegada més els inversors realitzen les seves inversions de forma sindicada (Månsson i Landström, 2006). La sindicació suposa que un dels inversors pren una posició de liderat en la inversió i els altres resten més aviat passius. Així doncs, segons la definició donada, a aquests darrers inversors passius no se'ls podria considerar business angels.

Com indiquen Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) els inversors informals i els business angels també difereixen en els imports que inverteixen en les empreses no cotitzades. Com apunten Sørheim i Landström (2001) és obvi que no és el mateix invertir 1.000 o 2.000 euros que invertir-ne 60.000, 100.000 o un milió. Potser si que, com va fer Szerb, et al (2007) es poden classificar els inversors informals en dos grups: els business angels, (aquells que van fer inversions superiors als 10.000 dòlars) i els altres inversors informals, però en tot cas creiem que no és pot considerar l'import de 10.000 dòlars com el delimitador universal, sinó que més aviat compartim l'opinió de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) que aquest indicador s'hauria de relacionar amb magnituds com ara el PIB per càpita, que sens dubte s'ajustaria molt més a la realitat socioeconòmica de cada país.

Àrea gris 3: Requeriments sobre els lligams entre els inversors i l'emprenedor.

Com ja s'ha indicat, en la literatura sobre el camp podem trobar estudis que consideren que la família i els amics de l'emprenedor, els anomenats "diners amor" o "*love money*" són també inversors informals i d'altres que consideren que no. Entre els primers, els que consideren que la família i els amics si que s'han de considerar actors del mercat de capital risc informal hi podem trobar per exemple els de Haar, Starr i MacMillan (1988); Reynolds, Bygrave i Autio (2004); Riding (2005) i Maula, Autio i Murray (2005). Entre els que entenen que la família i els amics s'han d'excloure del mercat informal de capital risc hi podem trobar per exemple els de Landström (1993a); Mason i Harrison (2000c) i Sørheim i Landström (2001).

Com ja s'ha indicat, un projecte de tanta envergadura com el GEM si que els contempla i de fet en els seus informes anuals contínuament mostra que la majoria d'inversors informals tenen una relació familiar amb l'emprenedor. Aquest és el cas del treball de Reynolds, Bygrave i Autio (2004) que van trobar que el mercat de capital risc informal està dominat per les inversions anomenades "micro" és a dir inversions d'imports molt baixos, gairebé marginals, i que la gran majoria de les inversions (88%) provenen precisament de membres de la família, amics i veïns. Val a dir que treballs més recents com els de Bosma i Levie (2010) i GEM (2009a), GEM (2009b) proporcionen resultats semblants.

Malgrat totes les consideracions que es puguin fer sobre la família, –els interessats podeu veure el treball de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008)– si alguna cosa queda clara és que els familiars dels emprenedors constitueixen una important font de capital per a moltes empreses joves. Pel que fa als amics, com indiquen Farrell, Howorth i Wright (2008) també presenten certs inconvenients pel fet que es difícil distingir entre amics, coneguts i

col·legues, més encara si tenim en compte que l'amistat pot evolucionar al llarg d'un procés d'inversió.

Per tancar la discussió sobre aquesta última zona grisa, indicar que en opinió de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) amb independència de si l'investigador decideix incloure o no als familiars i amics, és important que estableixi clarament quin tipus d'inversors han estat exclosos i els criteris que s'han utilitzat per prendre la decisió.

Encara més confusions.

Si amb aquestes definicions i àrees grises podíem pensar que ja havíem posat sobre la taula totes les possibles inconsistències anàvem errats, encara ens en queden, com a mínim una, i és la que fa referència als inversors verges o potencials, és a dir aquells que de fet encara no són ni inversors informals, ni business angels, però ho podran ser en el futur.

Si revisem la literatura trobarem alguns treballs, no gaires, com els de Freear, Sohl i Wetzel (1994) i Coveney i Moore (1998) que consideren que aquests tipus d'inversors ja formen part del mercat de capital risc informal i els inclouen en les seves mostres. La gran majoria en canvi només centre el seu interès en els inversors realment actius. Però ni en aquest punt es posen d'acord els estudiosos d'aquest camp. Així mentre que per alguns autors són actius tots els inversors que han fet almenys una inversió, com per exemple Riding, et al (1993) i Mason i Harrison (2002b) altres investigadors només consideren actius a aquells inversors que han fet alguna inversió en els darrers anys, com per exemple Fiet (1995b); Coveney i Moore (1998) i Månsson i Landström (2006). Ja posats a complicar-ho encara més, podríem discutir de quants anys estem parlant quants ens referim als darrers anys, per la majoria d'autors són 3, però tampoc en això hi ha unanimitat.

Un altre element que contribueix a generar confusió és la naturalesa dinàmica del mercat de capital risc informal, dit amb paraules planeres, la forma d'actuar d'un inversor avui no és la mateixa que tindrà demà. En aquest sentit com indica Riding (2005) els individus poden presentar diferents comportaments d'inversió al mateix temps, així per exemple poden actuar com a business angel en una inversió i com a familiar de l'emprenedor en l'altre. A més els inversors es comporten d'una forma quan comencen la seva activitat d'inversió i d'una altra molt diferent quan ja tenen una àmplia experiència, ja que com apunten Politis i Landström (2002) els inversors informals tendeixen a adquirir experiència i perícia financera en el curs de la seva carrera d'inversió. També Avdeitchikova (2008) ha demostrat que un gran nombre d'inversors actuen de manera diferent en les diferents fases de la seva carrera d'inversió.

Noves categories

Fruit d'aquesta naturalesa dinàmica d'aquest mercat i també de la diversitat política econòmica i fiscal que hi ha entre els diferents països, amb el pas dels anys, lluny de reduir-se les tipologies d'inversors, més aviat tendeixen a incrementar-se. Així per exemple un interessant treball de Robinson i Cottrell (2007) centrat en la llei de valors de la província canadenca d'Alberta, una província amb una economia relativament petita i molt centrada en els recursos naturals li va permetre identificar tres grups de potencials proveïdors de capital d'inversió informal que són: el capital basat en les relacions, el capital basat en les oportunitats i el capital de les inversions dels business angels.

L'estudi de Robinson i Cottrell (2007) se centra concretament en una reforma de la Comissió de Valors d'Alberta la "Alberta Securities Commission (ASC)" que va permetre identificar exempcions fiscals que van ser utilitzades per tres tipus diferents d'inversors informals. El treball de Robinson i Cottrell (2007) es basa en els informes presentats per empreses a Alberta entre abril i juliol de 2003, en els quals es recullen un total de 516 exempcions, que van afectar a 5.247 inversors.

Tal i com indiquen Robinson i Cottrell (2007) a la província canadenca d'Alberta existeixen varies exempcions, però en destacaven sobretot quatre. Així per exemple n'hi havia una pels familiars, amics propers o socis de negocis dels directius d'una empresa. Aquesta exempció es coneixia per les sigles FFBA que com ja hem comentat es correspon a "Family, Friends i Business Associates". Aquesta exempció es basava en la creença que els directius d'una empresa no voldrien aprofitar-se de les persones amb qui tenen una forta relació personal. Com ja hem indicat n'hi ha 3 més d'importants, evidentment no és l'objectiu d'aquest treball descriure-les, sinó mostrar que gràcies a aquests diferents tipus d'exempcions els autors de l'estudi han pogut identificar els tres grups de proveïdors de capital d'inversió informal citats anteriorment.

El capital basat en les relacions, al que també podríem anomenar capital relacional, es correspon a aquelles persones que s'han acollit a la primera exempció i es compon del capital d'amics, familiars i socis de negocis dels directius de les empreses, i també dels empleats i consultors de l'empresa. Aquests inversors no s'han de preocupar pel risc d'agència, ja que mantenen una llarga relació amb l'empresa o amb els seus directius, en canvi tenen un elevat risc de mercat ja que molts d'ells probablement tenen un mínim o nul coneixement sobre les oportunitats de mercat o el risc tecnològic al que s'enfronta l'empresa.

El capital basat en les oportunitats prové d'aquelles persones que s'han acollit a la segona exempció. Son individus que volen invertir una part dels seus estalvis en oportunitats creades per empreses que es troben fases inicials. Aquests inversors tenen accés a aquestes oportunitats pel fet que les empreses que necessiten capital presenten les seves ofertes sovint a través d'un fulletó informatiu. Aquests inversors tenen un coneixement limitat tant de la pròpia empresa com dels seus directius, a més tampoc tenen gaire capacitat per realitzar una supervisió efectiva de la mateixa. Probablement aquests inversors tinguin un sistema alternatiu de seguiment i mitigació de riscos.

El darrer grup, al que als autors anomenen "inversors àngels" està format per aquelles persones que s'han acollit a la tercera i quarta exempció i que es corresponen al que en podríem dir inversors sofisticats i inversors acreditats.

Segons conclouen Robinson i Cottrell (2007) els dos primers grups o tipus d'inversors informals, es corresponen amb un segment fins ara indocumentat. Es tracta d'individus que tenen menys capital per invertir que els business angels típics i que no semblen buscar oportunitats d'inversió de forma activa. Donat que aquests dos grup d'inversors tenen un control molt limitat sobre la gestió que realitza l'emprenedor i pocs incentius per vigilar eficaçment les seves inversions, Robinson i Cottrell (2007) caracteritzen l'estratègia d'aquest grups d'inversors com "comprar i esperar".

Conclusió

Fins ara si alguna cosa ha dominat la recerca en el camp de la inversió informal és sens dubte la confusió. No obstant sembla que comencen a haver-hi alguns intents de reduir-la ja que no sembla fàcil poder-la eliminar. En qualsevol cas caldrà estar atens a les noves propostes que els investigadors puguin fer per tal d'aclarir conceptes i poder homogeneïtzar els diferents estudis.

5.2 Importància dels (FFBA) enfront als business angels i al capital risc formal.

Ja s'ha comentat anteriorment, però creiem que és important recalcar la importància que tenen els familiars, amics i socis de negocis a l'hora de finançar la creació d'empreses. Amb això no volem treure importància ni molt menys als business angels, de fet, des del nostre punt de vista, aquesta figura és essencial i cal potenciar-la al màxim, no en va aquest és l'objectiu del present treball, però entenem que s'ha de fer sense menysprear al paper que els (FFBA) realitzen més anònimament.

Per exemple l'estudi de Robinson i Cottrell (2007) citat anteriorment, evidència que els business angels o inversors angels tant sols representen un 33,3% de les inversions en capital privat realitzades a la regió canadenca d'Alberta. La resta d'inversors en canvi, tot i no estar tant tractats com els business angels, representen una important font de capital disponible per les joves empreses en el cas que alguna de les oportunitats d'inversió que aquestes ofereixen cridi la seva atenció.

En aquest sentit recollim unes quantes opinions d'alguns autors que van en aquesta mateixa línia, així per exemple Wall (2007) suggereix que l'interès dels investigadors no només s'ha de centrar en els business angels com a subministradors de fons, sinó que també cal dedicar la consideració que es mereixen aquest grup d'inversors més propers a l'empresari, ja que a més, gràcies a ells, s'aconseguirà reduir els problemes relacionats amb l'asimetria de la informació i els costos d'agència.

D'altra banda un estudi de Bygrave, et al (2003) conclou que menys del 0,5% dels nous emprenedors aconsegueixen crear les seves empreses gràcies al capital risc formal i als business angels. Per contra, en la majoria de les nacions desenvolupades, els encarregats de formular polítiques centren gairebé tota la seva atenció en aquests dos tipus d'inversors i pràcticament ignoren els inversors informals que no són business angels. Els autors de l'estudi argumenten que les iniciatives de polítiques públiques destinades a les diverses fonts de finançament d'empreses en l'etapa llavor semblen estar inversament relacionades amb la seva importància a l'hora de finançar aquest tipus d'empreses, la qual cosa, a més de preocupant no deixa de ser curiosa.

Qualsevol treball relacionat amb el GEM com els ja citats de Reynolds, Bygrave i Autio (2004) o els més recents com els de Bosma i Levie (2010), GEM (2009a), GEM (2009b) ja

comentats en l'apartat dedicat al GEM proporcionen resultats similars en el sentit que els percentatge de business angels en relació al total d'inversors informals incloent els (FFBA) no arriben al 15%. És veritat que a pesar de ser minoria, els business angels aporten molts més recursos financers i no financers, però en tot cas creiem que els responsables polítics, al igual que haurien de potenciar molt més la figura dels business angels, també haurien de potenciar i mirar d'ampliar els (FFBA) pel bé del desenvolupament econòmic i la competitivitat.

5.3 Els factors determinants de la inversió informal.

Hi ha alguns treballs que intenten detectar els factors determinants de la propensió dels individus per fer inversions en nous negocis informals iniciats per terceres persones. Entre aquests treballs destacariem els de Maula, Autio i Arenius (2005) realitzat a Finlàndia, el de Wong, Ho i Autio (2004) que treballa en la mateixa línia intentant generalitzar el treball anterior a una mostra molt més gran formada per adults de 17 països diferents, el de Wong i Ho (2007) realitzat a Singapur i el de Szerb, et al (2007) realitzat a Croàcia, Hongria i Eslovènia.

Per tal de determinar quins són aquests factors, Maula, Autio i Arenius (2005) s'han basat en dues bases teòriques; per una banda la teoria psicològica social del comportament planificat (Ajzen, 1991), que proporciona una base sòlida per a explicar les intencions dels individus per dur a terme conductes que requereixen algun tipus de premeditació, i per l'altre la teoria econòmica de "les carteres de les llars" o "*household portfolios*" defensada per Guiso, Haliassos i Japelli (2002), que tracta d'explicar els factors determinants de la demanda per actius de risc en les carteres de les famílies o llars.

El treball de Maula, Autio i Arenius (2005) consistia primer en detectar aquests factors determinants i en segon lloc en trobar, si és que existien, trets distintius entre aquells inversors informals que inverteixen en empreses propietat de familiars propers i aquells que inverteixen en negocis no familiars. És evident doncs que el treball de Maula, Autio i Arenius (2005) així com els de Wong, Ho i Autio (2004), Wong i Ho (2007) i de molts altres no prenen en consideració les 4 definicions de Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008), sinó que simplement contemplaven dos tipus d'inversors informals: els familiars i els no familiars.

De fet, si intentéssim incloure els treballs de Maula, Autio i Arenius (2005) Wong, Ho i Autio (2004) i Wong i Ho (2007) en la categorització establerta per Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) hauríem de dir que aquests dos estudis intentarien detectar les diferències existents entre la categoria “tots els inversors de capital risc no institucionals inclosos la família i els amics” i la categoria dels “inversors informals”.

La majoria dels resultats obtinguts per Maula, Autio i Arenius (2005) encaixen amb tota la recerca prèvia, així van trobar que els principals determinants de la propensió a fer inversions de capital risc informal eren els 4 següents: mantenir un coneixement personal amb algun emprenedor, ser propietari o gerent d'una empresa, percebre que es disposa del coneixement, l'habilitat i experiència necessàries per iniciar un nou negoci, i el gènere, concretament ser home. Per contra els factors demogràfics, com ara els ingressos, l'edat o l'educació no es van mostrar com a factors determinants d'aquest tipus d'inversions informals.

Pel que fa a les diferències entre els factors determinants de les inversions realitzades en negocis familiars i en negocis no familiars, es va trobar que els factors determinants enunciats anteriorment tenien un impacte molt més gran a l'hora d'explicar les inversions en negocis no familiars que no pas en els negocis familiars. Com indiquen Maula, Autio i Arenius (2005) això però no ens hauria de sorprendre, ja que les inversions en empreses no familiars tindran un component més racional, en canvi les inversions en empreses familiars poden venir provocades per una simple necessitat o també per motivacions altruistes. En qualsevol cas l'estudi no mostra que els factors que motiven les inversions en negocis familiars difereixin significativament dels factors que motiven les inversions en negocis no familiars.

Exactament en la mateixa línia que l'anterior, el treball de Wong i Ho (2007) intenta aportar una mica més de llum sobre els inversors informals de Singapur, un país del sud-est asiàtic compost per 64 illes i que forma part dels anomenats tigres asiàtics. Aquest treball ve a complementar recerques prèvies com la dels mateixos autors Wong i Ho (2003) i la de Hindle i Lee (2002) que ja havia treballat amb una mostra de 29 business angels de Singapur anteriorment.

El treball de Wong i Ho (2007) presenta una anàlisi estadística de les característiques i determinants de la inversió informal a Singapur, a partir de les dades recollides pel Global Entrepreneurship Monitor (GEM) del 2000 al 2004. L'estudi distingeix, al igual que l'estudi de Maula, Autio i Arenius (2005), entre dos grups d'inversors informals: els business angels i els

inversors familiars. En aquest estudi el terme business angel es defineix com un individu que en els darrers tres anys ha invertit part del seu patrimoni personal en un negoci empresarial iniciat per algú altre amb qui no té cap llaç familiar, excloent-hi la compra d'accions d'empreses cotitzades i els fons d'inversió col·lectiva. Pel que fa a l'inversor familiar es defineix com un individu que en els darrers tres anys ha proporcionat finançament a un negoci empresarial iniciat per un membre de la seva família, excloent-hi la compra d'accions d'empreses cotitzades i els fons d'inversió col·lectiva. Com és pot observar una vegada més, cada estudi descriu els termes clau de la inversió informal a conveniència, la qual cosa dificulta seriosament l'acumulació de coneixement.

Tot seguit reproduïm els resultats de l'estudi de Wong i Ho (2007) als quals ja hem fet referència anteriorment i que mostren que a Singapur, el 42% dels inversors informals són inversors familiars, mentre que l'altre 58% són business angels, la majoria dels quals són amics o veïns dels emprenedors. Només un 2% dels inversors informals han invertit en empreses propietat d'emprenedors a qui no coneixien personalment. Pel que fa al perfil dels inversors informals de Singapur podem dir que majoritàriament són homes amb una mitjana d'edat de 35,7 anys. En relació als ingressos, el 41% d'aquests inversors informals estarien dins de la tercera part d'individus amb majors ingressos del país. Pel que fa als imports invertits, anirien des dels 5.000 dòlars fins a inversions que superen el milió de dòlars. Com apunta Wong i Ho (2007) probablement la presència d'inversors que realitzen inversions tant petites suggereix que la mostra d'inversors informals de Singapur podria incloure a una categoria d'individus que proporcionen micro-finançament a les noves empreses, en clara oposició a la categoria de business angels descrita per Sørheim i Landström (2001)

Aquí la comparativa de l'estudi de Wong i Ho (2007) amb un estudi previ de Hindle i Lee (2002) permet evidenciar les inconsistències en les definicions utilitzades. Així mentre que l'estudi de Hindle i Lee (2002) es va realitzar a partir de només 29 business angels, que més o menys s'ajustarien a la definició de Mason i Harrison l'estudi de Wong i Ho (2007) considera business angels a tots aquells inversors informals que no són família de l'emprenedor. Com calia esperar les diferències entre les dades reportades pels dos estudis són més que significatives.

La primera té a veure amb la proporció de dones, així mentre l'estudi de Hindle i Lee (2002) mostrava que les dones només representaven el 10%, l'estudi de Wong i Ho (2007) mostra que de mitjana les dones representen el 31% repartit entre un 43% d'inversors familiars i un 22% de business angels. Una segona diferència important és el percentatge d'inversors que són propietaris del seu propi negoci que passa d'un 72% en el primer estudi a prop d'un 30%

en el més recent. La última gran diferència té a veure amb l'import de la inversió mitjana que en el darrer estudi era de 15.740 dòlars. Si bé l'estudi mostra que els inversors familiars, amb 14.750 dòlars de mitjana, tendeixen a fer inversions més petites que els business angels que les fan de 16.666 dòlars de mitjana, aquestes darreres dades contrasten terriblement amb les de l'estudi de Hindle i Lee (2002) que mostrava que els business angels inverteixen de mitjana 350.000 dòlars.

Qualsevol que analitzi les grans diferències que hi ha entre aquests dos tipus de perfils s'adonarà que no podem estar parlant del mateix. És a dir no són els mateixos business angels. Així mentre la mostra utilitzada per Hindle i Lee (2002) estava realment formada per business angels, segons la definició proporcionada per Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008), el treball de Wong i Ho (2007) es basa realment en un grup d'inversors informals, on els vertaders business angels representen una proporció molt petita.

Retornant però als determinants clau de la tendència a la inversió informal, en el seu treball Wong i Ho (2007) intenten comprovar empíricament si els determinants de la inversió informal identificats per Maula, Autio i Arenius (2005) a Finlàndia i ja treballats per Wong, Ho i Autio (2004) a partir de dades de 17 països, són similars que els que expliquen la propensió a la inversió informal a Singapur i a més intenten descobrir si aquests determinants són diferents sota dues percepcions de risc diferents. En aquest sentit es considera que les inversions familiars, suporten menys risc que les inversions dels business angels i també que les inversions d'imports baixos són menys arriscades que les d'imports elevats.

Els determinants de la propensió a la inversió informal utilitzats per Wong i Ho (2007) són els 7 següents:

Experiència en empenedoria i gestió empresarial.

Seguint a Ajzen (1988 i 1991) l'experiència en empenedoria i gestió empresarial confereix als inversors una major sensació de control conductual percebut. Així l'inversor tindrà una ferma creença en la seva pròpia capacitat per dirigir les seves inversions i contribuir al bon rendiment de les empreses on inverteixi.

Habilitats per iniciar un nou negoci

Una important proporció d'inversors informals són inversors de valor afegit, ja que amb les seves habilitats personals contribueixen a desenvolupar les joves empreses en les seves primeres etapes de vida. Com indiquen Van Osnabrugge i Robinson (2000) aquesta és una

motivació que fa que algunes persones esdevinguin business angels. Així si apliquem el fet de tenir habilitats per iniciar un nou negoci a la teoria del comportament planificat, veurem que això proporciona a l'inversor un fort sentiment de creença en la seva capacitat de contribuir a una nova empresa.

Conèixer personalment als emprenedors.

Estudis com els de Delmar i Gunnarsson (2000) indiquen que el fet de conèixer a algun emprenedor augmenta la probabilitat que aquestes persones s'involucrin en alguna activitat empresarial. D'altra banda seguint a Ajzen (1988) aquest coneixement també modera el comportament previst dels inversors informals.

Educació.

La teoria del comportament planificat suggereix que l'educació augmenta la probabilitat d'exercir la inversió informal. Nivells d'educació elevats estan associats amb majors nivells d'autoeficàcia i percepció de control del comportament. D'altra banda estudis com els de Guiso, Haliassos i Japelli (2002) han demostrat que els propietaris de llars amb educació superior assignen més recursos en actius de risc.

Situació laboral

Entre els diferents treballs desenvolupats entorn a la cartera de les famílies o llars "*household portfolio*" destaca el treball de Merton (1971) que indica que disposar d'un ingrés procedent d'una feina estable empeny a les famílies a incorporar més actius amb risc en les seves carteres. D'altra banda segons Gollier (2002) ser empleat comporta una seguretat en els ingressos, que a la vegada comporta una major propensió a realitzar inversions amb risc, així com una reducció en la percepció del risc.

Ingressos

El nivell d'ingressos, a l'igual que la situació laboral és també un indicador de seguretat i de reducció de la percepció de risc. En el treball de Guiso, Haliassos i Japelli (2002) s'indica que la riquesa de les famílies o llars és un factor determinant per l'assignació de recursos en actius amb risc.

Gènere

En tots els països on s'han realitzat estudis sobre els business angels s'ha observat que aquests són predominantment homes, per tant, es pot especular que el fet de ser dona probablement afecti a la norma subjectiva del comportament de la inversió, fent que aquest comportament sembli, com a mínim, socialment inusual en les dones. El fet d'actuar en un

entorn on la participació de la dona és clarament minoritari, pot provocar que les dones també puguin percebre menys control del comportament.

Edat

En relació a l'edat i la propensió a realitzar inversions informals, Maula, Autio i Arenius (2005) van mostrar que s'establia una relació d'U invertida. El control conductual percebut s'espera que sigui més baix en els joves i les persones d'edat avançada, ja que s'haurien de sentir menys preparats per prendre les decisions d'inversió adequades i contribuir al procés de posada en marxa de noves empreses.

A partir d'aquests 7 determinants Wong i Ho (2007) va utilitzar la següent equació per intentar descriure la propensió cap a la inversió informal:

$$\begin{aligned} \text{Inversió informal} = & \alpha + \beta_1 \text{ experiència emprenedora} \\ & + \beta_2 \text{ habilitats de posada en marxa} \\ & + \beta_3 \text{ conèixer emprenedors} \\ & + \beta_4 \text{ nivell educatiu} \\ & + \beta_5 \text{ situació laboral} \\ & + \beta_6 \text{ nivell d'ingressos} \\ & + \beta_7 \text{ gènere} \\ & + \beta_8 \text{ edat} \\ & + \beta_9 \text{ edat}^2 \end{aligned}$$

Segons aquesta equació els individus que tenen:

- experiència en emprenedoria i gestió empresarial.
- habilitats per iniciar un nou negoci
- el coneixement personal d'algun emprenedor
- un major nivell educatiu
- una situació laboral estable (feina fixa)
- gènere masculí
- mitjana edat

tenen una major propensió a convertir-se en inversors informals.

Però una cosa és l'equació proposada i l'altre la realitat. Els resultats aconseguits per Wong i Ho (2007) van mostrar que els determinants clau de la propensió a la inversió informal eren bàsicament tres: l'experiència en emprenedoria i gestió empresarial, disposar d'habilitats per iniciar un nou negoci i conèixer personalment als emprenedors, en canvi l'educació, la situació laboral, el gènere i l'edat no ho eren. És a dir només 3 dels 7 factors proposats realment tenien a veure amb la propensió a esdevenir inversor informal. En el treball de Wong i Ho (2007) com anteriorment havia passat amb els treballs de Maula, Autio i Arenius (2005) i Wong, Ho i Autio (2004) van trobar, que el fet de conèixer personalment a emprenedors era el factor amb major influència.

Per Wong i Ho (2007), el fet que disposar d'habilitats per iniciar un nou negoci i tenir experiència en emprenedoria i gestió empresarial siguin factors explicatius de la inversió informal posa l'accent en la importància de l'autoeficàcia en la presa de decisions de la inversió informal.

L'estudi de Wong i Ho (2007) també va evidenciar que els factors determinants de la propensió a realitzar inversions d'importos elevats o reduïts es diferencien principalment en els àmbits demogràfics. La propensió a realitzar inversions d'importos elevats està relacionada amb l'edat en la forma d'una corba en forma d'U invertida, en canvi l'edat no és un factor significatiu a l'hora de realitzar inversions d'importos reduïts. D'altra banda s'observa que les dones són molt menys propenses a fer inversions d'importos elevats en comparació amb els homes. També s'observa que l'educació post-secundària és un determinant significatiu de la propensió a realitzar inversions d'importos elevats i en canvi no ho és a l'hora de realitzar inversions d'importos reduïts.

Ja per tancar aquest apartat volem fer alguns comentaris sobre la recerca al voltant dels factors que impulsen la inversió informal a països de l'Europa Central i Oriental (ECO) com Croàcia, Hongria i Eslovènia realitzada per Szerb, et al (2007).

A la dècada dels 90, el sistema d'economia planificada dels països de l'Europa Central i Oriental (ECO) es va enfonsar, donant lloc a una etapa de transició cap a una economia de mercat. Per Szerb, et al (2007) aquesta etapa va comportar en primer lloc la privatització de les empreses fins aleshores estatals i també l'assoliment d'un seguit de magnituds macroeconòmiques, i més tard el desenvolupament tant institucional com empresarial d'aquests països. Segons Acs, et al (2007) per als països en transició, el principal repte és fomentar el creixement econòmic, la qual cosa normalment s'aconsegueix gràcies a la inversió estrangera directa i a la generació de nova activitat empresarial

Segons dades del GEM (Bosma, et al, 2009) els països de l'Europa Central i Oriental presenten un baix índex d'activitat emprenedora (TEA), segons Szerb, et al (2007) això es degut per una banda a que aquests països encara es troben en una etapa de transició i els hi manquen les infraestructures i les institucions apropiades així com el suport d'entorns culturals. D'altra banda, com en tots els països, però en aquests potser de forma encara més accentuada, els empresaris pateixen un accés força limitat als recursos financers.

D'altra banda si bé els recursos són més limitats, també són menors els requeriments econòmics per engegar un negoci. Així mentre que en l'estudi de Bygrave i Hunt (2005) basat en 34 països s'indica que de mitjana els emprenedors requereixen uns 53.673 dòlars per iniciar els seus negocis, els emprenedors croats, hongaresos i eslovens de mitjana només requereixen una mica menys de 17.000 dòlars, i d'aquests, ells mateixos n'aporten al voltant del 60%.

En el seu estudi, Szerb, et al (2007) van separar els inversors informals en dos grups, aquells que tenien experiència en els negocis de propietat (propietaris de negocis) i els que no tenien aquesta experiència (no propietaris de negocis) per tal de detectar diferents motivacions. Els resultats del seu estudi suggereixen que les variables relacionades amb l'emprenedoria com ara: tenir habilitats per la posada en marxa d'empreses, detectar oportunitats i conèixer a un emprenedor són els factors més importants per predir el comportament de la inversió informal. No obstant això, hi ha notables diferències entre els dos grups, així el fet de tenir habilitats per la posada en marxa d'empreses no té cap valor per aquells inversors informals que no són propietaris de negocis, però en canvi és el factor més important i essencial per als que si són propietaris de negocis.

L'anàlisi també posa de manifest diferències significatives entre aquests dos grups d'inversors informals en relació al fracàs empresarial. Mentre que la por al fracàs empresarial pot disminuir la possibilitat d'engegar un negoci propi, sembla que augmenta significativament la probabilitat que els que no són propietaris de negocis vulguin finançar les empreses de tercers.

Pel que fa a les característiques demogràfiques, s'observa que la variable edat augmenta significativament la propensió a invertir de manera informal, però només entre els inversors informals que no són propietaris de negocis. Pel que fa a l'educació, s'observa que els inversors informals propietaris de negocis amb educació universitària són significativament més propensos a realitzar inversions informals. Pel que fa als ingressos, s'observa que uns

ingressos elevats provoquen una major propensió a la inversió informal entre els inversors que no són propietaris de negocis però en canvi és insignificant entre aquells que si són propietaris. Pel que fa a l'ocupació a temps complert, s'observa que té un efecte positiu per als no propietaris, però en canvi és negatiu per als propietaris, la qual cosa suggereix que els propietaris de negocis tenen altres ingressos a banda dels seus.

Un altre aspecte interessant del treball de Szerb, et al (2007) és que va detectar diferències entre els comportaments dels inversors dels tres països objecte d'estudi. Així els hongaresos pràcticament només es dediquen a finançar negocis de membres de la seva família o a persones a qui ja coneixien prèviament. En canvi els eslovens mantenen una posició més equilibrada a l'hora de finançar coneguts i estranys.

El darrer aspecte que volem comentar del treball de Szerb, et al (2007) tracta sobre la classificació dels inversors informals en dos grups: els business angels i els altres inversors informals. Sobre aquest aspecte ja ens hi hem referit anteriorment quan parlàvem de la inconsistència de les definicions, per tant no pretenem tornar a obrir aquest apartat. D'altra banda aquesta classificació també l'hem vist i comentat ja en els treballs de Maula, Autio i Arenius (2005) Wong, Ho i Autio (2004) i Wong i Ho (2007) per tant l'únic que pretenem és presentar uns resultats que pensem que poden ser informatius.

Així doncs Szerb, et al (2007) van classificar els inversors informals en dos grups: els business angels, aquells que havien fet inversions superiors als 10.000 dòlars i els altres inversors informals. Els resultats d'aquesta classificació es poden observar a la taula 11.

Taula 11. Característiques dels business angels (inversors que fan inversions superiors als 10.000 dòlars) i dels altres inversors informals a Hongria, Croàcia i Eslovènia.

	Business angels	Altres inversors informals
Dones	30%	44%
Edat (anys)	41,3 %	40,3%
Títol universitari	8%	6%
Suport a negocis no familiars	61%	49%
Experiència en propietat de negocis	48%	28%
Tenir habilitats per la posada en marxa d'empreses	76%	68%
Detectar oportunitats	60%	46%
Conèixer a un emprenedor	86%	81%
Ingressos familiars elevats	60%	39%
Empleats (Situació laboral)	92%	94%

Font: Szerb, L.; Rappai, G.; Makra, Z. and Terjesen, S. 2007. Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics* 28: pàgina 268

El treball de Szerb, et al (2007) conclou que s'hauria d'encoratjar a les persones que ja han realitzat inversions informals a realitzar-ne d'altres, concretament s'hauria d'incentivar a aquells inversors informals que només financen a membres de la seva família a que també avaluessin oportunitats de negocis plantejades per persones alienes a la família i també s'hauria de convèncer a tots aquells inversors que només inverteixen petites quantitats de diners, a que incrementessin els imports que dediquen a aquest tipus d'inversions informals. L'estudi també recomana a tots els emprenedors que volen engegar un negoci a que en primer lloc busquin finançament entre aquelles persones que són propietàries de negocis, ja que és aquest grup de persones el que més probablement els hi proporcionin el capital inicial necessari.

6 Business Angels.

En aquest apartat central presentarem la figura del business angel. Anteriorment hem vist que sota el nom de business angels s'hi poden trobar coses molts diferents i per tant cal aclarir de quines d'elles parlarem. En aquest sentit, la nostra prioritat és tractar sobre els business angels definits per Avdeitchikova, Landström i Månsson (2008) com:

Individus amb un alt patrimoni net que inverteixen una proporció dels seus actius en negocis empresarials d'alt risc i alt rendiment. Freear, Sohl i Wetzel (1994). A més d'invertir diners els business angels contribueixen amb les seves habilitats comercials, experiència, know-how de negocis i contactes involucrant-se activament en l'empresa. Mason i Harrison (1995).

Amb tot, som conscients que algunes de les referències que tractarem, malgrat portar el nom de business angels probablement s'ajustin més al que coneixem per inversors informals definits com:

Particulars que realitzen inversions en capital risc directament en empreses no cotitzades en les que no tenen llaços familiars. Aquests inversors informals inclouen els business angels i també els inversors privats que contribueixen amb imports relativament petits de diners i no prenen un paper actiu en l'objecte d'inversió.

En definitiva volem advertir al lector que el que aquí explicarem sobre els business angels és correspon a una definició força àmplia del concepte i que per tant molt probablement no s'ajusti prou a cap de les definicions donades.

6.1 Qui són i com són els business angels.

Com tot seguit justificarem, els business angels són persones anònimes difícils de localitzar, sobretot als anys 80, quan encara no existien les xarxes de business angels, així l'estudi de Haar, Starr i MacMillan (1988) dóna suport a les conclusions anteriors que aquest grup d'inversors és difícil de localitzar, tant pels emprenedors com pels investigadors. Quan s'han intentat localitzar per elaborar els diferents estudis que ara tenim, la proporció de respostes que s'ha obtingut ha estat relativament baixa. De fet com indiquen Reitan i Sørheim (2000) aquest percentatge sempre ha estat baix si el comparem amb altres

enquestes que estudien altres fenòmens socials, en conseqüència hi ha un potencial biaix per no respondre en aquests tipus d'estudis.

Així doncs, la informació que actualment tenim, tot i ser abundant no és completa. D'altra banda hem de tenir en compte que aquestes figures, malgrat tenir característiques comunes, poden presentar diferències d'una zona a una altra. Així doncs en aquest apartat recollirem dades dels business angels d'arreu del món.

6.1.1 Qui són els business angels.

Fa més de vint anys Wetzel (1987) indicava que els inversors privats, als quals ell mateix havia batejat com a business angels, tendeixen a ser persones fetes a si mateixes amb una important experiència empresarial i financera i amb un patrimoni net igual o superior al milió de dòlars o més. L'autor calculava que als EUA hi havia almenys 250.000 inversors privats, dels quals al voltant de 100.000 estaven actius en un any determinat.

Per Prowse (1998) un àngel és un proveïdor de capital risc per a petites empreses privades. El capital risc l'interpreta com els fons propis (capital i reserves) i també com els préstecs oferts per aquests inversors que també tenen accions en l'empresa. Aquest àngel és un individu ric, no un intermediari, tampoc és el principal empresari o emprenedor, ni cap membre de la seva família. Els àngels sovint són percebuts com la segona ronda de finançament d'una *start-up*, després que l'emprenedor hagi esgotat tots els diners de la seva família i amics, però abans que s'acosti a les associacions formals de capital risc. Els àngels solen tenir formació empresarial i tendeixen a invertir en petites i sovint noves empreses. A més aquests àngels poden tenir substancials interessos de propietat i poden també exercir un paper actiu en l'assessorament de l'empresa.

L'estudi de Haar, Starr i MacMillan (1988) indica que el mercat àngel està format principalment d'amics i col·legues de negocis que individualment proporcionen modestes sumes de diners (de 20.000 a 50.000 dòlars), però sovint són capaços d'utilitzar la seva xarxa per reunir a un grup d'inversors que pugui aportar tot el finançament que requereixi el negoci.

Segons Mason i Harrison (2002b) els business angels són individus rics en gran part gràcies al seu esforç personal, això significa que no han heretat grans fortunes, sinó que ells

mateixos s'han forjat el seu patrimoni, i més concretament, la majoria d'ells ho han fet a través de l'activitat empresarial que han desenvolupat i no pas com a assalariats.

6.1.2 Perfil del business àngel europeu.

En aquest apartat proporcionarem algunes dades sobre el perfil dels business angels en països relativament semblants al nostre. Així hem preferit aportar dades sobre els business angels suecs, finlandesos, escocesos i alemanys, més que dades sobre business angels del Regne Unit o els EUA que tot i estar més estudiats, entenem que no són tant propers, en tant que els mercats tant formal com informal d'aquests dos països estan molt més desenvolupats que el nostre.

Països nòrdics

A partir del treball de Landström (1993a) podem caracteritzar la figura del inversor informal i/o business angel de Suècia. En aquest sentit indicar que el treball de Landström (1993a) està realitzat a partir de 52 inversors informals, per tant en aquest treball, l'autor no utilitza el terme de business angels. Així doncs a partir del citat treball podem caracteritzar els inversors informals suecs de la següent manera:

- Són predominantment homes, i són rics. La principal característica és que són emprenedors experimentats, i es pot suposar que la majoria dels inversors informals han aconseguit les seves fortunes a través de les seves empreses.
- Són inversors freqüents, i la seva taxa d'acceptació és bastant alta. D'altra banda, semblen ser força curiosos en l'avaluació de noves oportunitats d'inversió i també inverteixen grans quantitats de diners en les seves inversions informals.
- Fan les seves inversions en empreses establertes i en sectors industrials de baix nivell tecnològic. Per tant, només en part omplen el buit de capital que pateixen les iniciatives emprenedores.
- La relació amb la seva cartera d'empreses es pot descriure com activa, però no estan implicats en gran mesura en les operacions diàries. La forma més comuna d'organitzar la relació és per mitjà d'una tasca activa en el consell de direcció, i proporcionant ajuda a nivell de consultoria quan sigui necessari.

També disposem d'un important estudi realitzat per Reitan i Sørheim (2000) a la veïna Noruega, aquest treball es basa en una enquesta realitzada a 6.618 persones, de les quals

425 van ser considerades business angels. La proporció de respostes obtingudes va ser d'un 15,6%, que és un percentatge semblant a l'obtingut en estudis similars. Segons aquest estudi els business angels noruecs analitzats en l'estudi eren:

- Majoritàriament homes (97%).
- Tenien una edat compresa entre els 35 i 55 anys, amb una mitjana de 47 anys.
- Havien rebut una bona educació i tenien una ampla experiència laboral.
- Disposaven d'uns elevats ingressos i d'un gran patrimoni.
- Més de la meitat dels inversors de la mostra van manifestar que la proporció dels seus bens o actius invertits en empreses no cotitzades no superava el 25%.

Escòcia

Els resultats més significatius en termes de perfil d'un estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003) realitzat a partir de 140 business angels escocesos que eren membres o ho havien estat de la xarxa LINC (Local Investment Network Company), i del sindicat de business angels "Archangel" van ser:

- El 92,1% dels business angels que van respondre l'enquesta eren homes i la majoria tenien 50 anys o més.
- Curiosament un 51,4% dels business angels havien treballat en el sector manufacturer, quan aquest sector només ofereix feina a un 17% de la població escocesa.
- Una 58,6% havia treballat alguna vegada per una companyia escocesa, en canvi només un 24,3 % ho havien fet per una companyia del Regne Unit no escocesa.
- Menys de la meitat dels business angels de la mostra (un 38,6%) havien treballat en una PIME amb menys de 50 empleats.
- Pel que fa a les principals raons per esdevenir un business angels destaca la d'assegurar el creixement del capital. Dins de les altres raons, les secundàries, en destaca la diversió i satisfacció, i el desig de gestionar ells mateixos una part del seu patrimoni.

Alemanya

L'estudi de Stedler i Peters (2003) es basava en les respostes obtingudes d'una mostra de 232 business angels als quals s'havia accedit gràcies a la col·laboració de 10 xarxes de

business angels alemanyes. Del perfil demogràfic dels business angels alemanys destaca que:

- El 95% són homes.
- Gairebé la meitat tenen una edat compresa entre 40 i 55 anys i l'altre meitat es reparteix a parts força iguals entre els menors de 40 anys i els majors de 55. La mitjana d'edat és de 48 anys.
- Pel que fa a l'ocupació, el 55% són responsables de la seva pròpia empresa.
- Els sectors en els quals els business angels de la mostra tenen més experiència són el sector de serveis a la indústria amb un 44% i el d'informació i tecnologia (IT) amb un 40%. D'altra banda aquest últim és el sector preferit per fer les seves inversions amb un 52%.
- Un 85% tenen en experiència en el lideratge de l'equip directiu de l'empresa.
- De mitjana han realitzat 3,3 inversions cada un i les etapes preferides són la posada en marxa (*start-up*) amb un 45% i la llavor amb un 38%.
- Els tres principals motius per esdevenir business angels són; primer explotar els beneficis de la seva experiència professional, segon, aconseguir un major rendiment de les seves inversions i tercer contribuir a l'èxit de la posada en marxa d'una empresa.
- En un 68% dels casos inverteixen un màxim del 20% del seu patrimoni total i en el 75% dels casos la inversió en companyies no cotitzades no supera el mig milió d'euros.
- Creuen que la disposició a invertir en aquest mercat de capital risc informal continuarà augmentant.

6.1.2.1 Diferències de perfil entre els business angels dels diferents països.

En aquest apartat recollirem, a tall d'exemple, algunes de les diferències existents entre els business angels dels diferents països o àrees geogràfiques. L'objectiu és simplement mostrar l'evidència d'aquestes diferències, res més, evidentment no pretenem mostrar-les totes, ni tampoc pretenem justificar-les, sinó simplement proporcionar al lector l'evidència de la seva existència. Cal advertir però al lector, que alguns dels estudis que treballarem i per tant les dades que recullen, es van realitzar fa més de vint anys, i per tant és possible que no reflecteixin del tot la realitat actual, tot i això els les considerem igualment interessants.

L'estudi de Landström (1993a) citat anteriorment ja estableix algunes comparacions entre els business angels suecs i els dels EUA (Gaston, 1989b) i del Regne Unit (Mason, Harrison i Chaloner, 1991), que creiem que són interessants de mostrar.

Segons Landström (1993a), les diferències entre les característiques dels inversors informals dels tres països estudiats (el Regne Unit, els EUA, i Suècia) són, per descomptat, atribuïbles a diferències en els factors contextuais com: el clima d'inversions, les tradicions empresarials, els règims fiscals, l'entorn regulador, i la distribució de la riquesa. Això implica que pot ser difícil copiar mesures per estimular el mercat de capital risc informal d'un país a un altre. Per tant, és lògic que sempre que comparem business angels de diferents països existeixin algunes diferències.

Pel que fa a les semblances, Landström (1993a) indica que en els tres països els inversors informals són predominantment homes, amb experiència empresarial i adinerats, que identifiquen les oportunitats d'inversió a través d'amics i socis de negocis. Pel que fa a les diferències, Landström (1993a) destaca que:

- Els inversors informals del Regne Unit i Suècia tenen una edat més avançada que els dels EUA.
- Els inversors informals suecs inverteixen una major proporció de la seva riquesa en inversions informals que els seus homòlegs dels EUA i del Regne Unit.
- En termes d'activitat inversora, es podria dir que els inversors informals del Regne Unit són menys sofisticats i poques vegades fan inversions amb altres inversors informals. En canvi els inversors informals dels EUA i Suècia semblen ser més professionals en les seves activitats d'inversió, en aquest sentit destacar que els darrers fan moltes i curoses avaluacions de noves oportunitats d'inversió.
- En termes de les característiques de la cartera d'empreses, els inversors informals a Suècia semblen prendre menys riscos que els seus homòlegs dels EUA i del Regne Unit.
- Pel que fa a la relació que mantenen amb les empreses on inverteixen podem dir que al Regne Unit, la relació es podria caracteritzar com a "passiva", és a dir, la seva participació en la gestió diària de les empreses en cartera és en general més aviat baixa. Per contra, els inversors informals dels EUA treballen molt activament en la seva cartera d'empreses. En aquest sentit l'estudi conclou que hi ha dues categories extremes d'inversors informals. En un extrem hi trobaríem la majoria dels inversors informals del Regne Unit, als quals podríem caracteritzar com inversors infreqüents i poc sofisticats, que inverteixen petites quantitats de diners i que s'impliquen poc en

les seves inversions. Els definiríem com inversors passius. A l'altre extrem hi hauria els inversors informals dels EUA que són més actius i professionals en les seves inversions informals. Els inversors informals de Suècia podríem dir que es situen en un punt mig i si bé mostren algunes similituds amb els seus homòlegs dels EUA, també és cert que treballen menys activament en la seva cartera d'empreses.

Gràcies a un treball de Hindle i Lee (2002) tenim també dades sobre els business angels de Singapur. Val a dir que aquest treball tenia com a referència un treball que un dels autors ja havia realitzat anteriorment sobre els business angels australians (Hindle i Wenban, 1999).

Els resultats obtinguts a Singapur provenien d'una mostra formada per 29 business angels realment actius i 32 business angels potencials i en quant a les dades demogràfiques no hi havia diferències significatives respecte a altres països, en tot cas destacar que en termes d'edat els business angels de Singapur eren més joves, per tant més semblants als business angels australians que als del Japó o als altres països occidentals.

Com a fet significatiu val a dir que degut a les característiques culturals de Singapur, els autors de l'estudi van preferir abstenir-se de demanar informació que pogués ser considerada massa personal, com ara la riquesa o patrimoni personal, per tal de no perdre percentatge de respostes. Com indiquen Hindle i Lee (2002), l'objectiu bàsic del projecte era limitat i modest, simplement es tractava d'utilitzar una mostra de conveniència per començar a explorar les característiques bàsiques dels business angels de Singapur i la seva forma de pensar en el moment en que estaven considerant una oportunitat d'inversió. A pesar dels esforços dels autors, com ja s'ha dit no van aconseguir gaires respostes.

D'altra banda el treball de Hindle i Wenban (1999) mostra que a diferència de la majoria de business angels d'arreu del món, els business angels australians no inverteixen motivats per un "desig de diversió" ni tampoc busquen empreses properes al seu domicili a l'hora d'invertir. Per Hindle i Wenban (1999) aquesta darrera circumstància s'explica pel fet que els australians estan molt acostumats a viatjar llargues distàncies.

També els business angels japonesos presenten algunes diferències respecte del que en podríem dir business angels típics. Segons l'estudi de Tashiro (1999) els principals objectius que portaven als potencials business angels japonesos a la possibilitat d'invertir en empreses no cotitzades eren per aquest ordre: divertir-se desenvolupant noves companyies (63%), generar beneficis a llarg termini (47%) i contribuir a l'economia local i nacional (32%). Com s'argumentarà posteriorment, aquest ordre en absolut és habitual.

També segons Tashiro (1999) una altre diferència remarcable és que de mitjana els business angels japonesos tenen una edat més avançada que a la resta del món. La mitjana d'edat dels business angels japonesos, tant dels actius com dels potencial era de 60 anys. Segons Tashiro (1999) aquesta mitjana d'edat més elevada probablement reflecteixi dos factors: primer, una tendència dels japonesos a concentrar-se en la seva carrera fins al moment de la jubilació i, segon, el major temps que un negoci o empresa triga a desenvolupar-se al Japó, la qual cosa provoca que els propietaris d'aquest negoci necessitin molts anys per fer-se rics i poder-se convertir en business angels.

Un fet curiós que presenta el treball de Tashiro (1999) és el de la baixa proporció d'enginyers dins del col·lectiu de business angels japonesos, sobretot tenint en compte que la proporció de llicenciats en enginyeria en relació a la resta de llicenciats és quatre vegades més gran al Japó que als EUA. En aquest sentit, els treballs de Wetzel (1981 i 1983) han estimat que les persones amb postgraus en camps tècnics representen un 25% dels àngels de negoci als EUA mentre que al Japó representen només un 10% de tots els àngels potencials.

Per Tashiro (1999) l'evidència que al Japó li faltin business angels amb formació en enginyeria és de vital importància, ja que s'espera que aquests individus desenvolupin un paper essencial en les activitats d'inversió informal i molt especialment en negocis relacionats amb l'alta tecnologia. Segons el mateix Tashiro, és probable que aquesta situació sigui una conseqüència de la carrera o camí natural dels enginyers del Japó, que es solen quedar en una única gran corporació des que es graduen fins que es jubilen.

Destacar també que els business angels japonesos, tant els actius com els potencials, al igual que els australians, no van comunicar cap limitació geogràfica en l'abast de la seva activitat d'inversió. Segons Tashiro (1999) pel que fa als business angels actius l'explicació es basa en el fet que el nombre d'oportunitats de negoci atractives a les que poden optar els business angels japonesos dins del seu país són més aviat escasses. Pel que fa als business angels potencials, és del tot comprensible ja que al no voler prendre un paper actiu en la direcció dels negocis en què inverteixen no s'han de preocupar per la distància.

Es remarcable també el fet que els àngels japonesos no confiïn en les xarxes de business angels (BANs) ni tampoc en la informació sobre inversions disponible a Internet, malgrat que molts d'ells busquin oportunitats d'inversió no només a nivell local, sinó també a nivell nacional i internacional. És clar que aquest limitat interès per aquestes xarxes de contactes

dels angels japonesos contrasta amb els dels EUA o del Regne Unit, però per Tashiro (1999) aquesta diferència pot ser atribuïble a que les xarxes de business angels japoneses tot just es trobaven en una primera fase de desenvolupament, i en conseqüència les seves funcions estaven encara poc desenvolupades per poder satisfer les necessitats dels seus socis.

Per tancar aquest apartat notar que segons l'estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003), els business angels escocesos en general s'ajusten força a la descripció dels business angels dels altres països desenvolupats en termes de perfils d'edat i sexe, però en canvi difereixen en un aspecte important, i és que són pocs els business angels escocesos que disposen d'experiència prèvia en entorns empresarials.

6.1.3 El perfil sociològic del business angel.

En aquest apartat volem fer una petita incursió en el perfil sociològic del business angel. Cal dir que a diferència del perfil demogràfic que està àmpliament estudiat en molts països, sabem relativament poc de les característiques psicològiques dels business angels i/o dels inversors informals.

Un dels treballs que han explorat aquest terreny és el de Duxbury, Haines i Riding (1996). Aquest estudi resumeix les conclusions d'un estudi transversal que busca identificar les característiques psicològiques dels inversors informals i comparar aquestes característiques amb les d'un grup de control de no inversors. S'ha trobat que:

- Els business angels tenen un elevat nivell intern de control, una elevada necessitat de realització i dominació, i també unes importants necessitats d'afiliació i autonomia.
- Els business angels estan intrínsecament motivats, altament implicats amb el seu treball i les seves inversions, molt satisfets amb els seus llocs de treball, i moderadament satisfets amb el rendiment de les seves inversions.
- Els business angels han mostrat nivells relativament alts d'estrès percebut (dels quals una proporció significativa es pot atribuir al rendiment de les seves inversions) i fan front a aquest estrès treballant dur.

Segons Duxbury, Haines i Riding (1996) aquest perfil suggereix diverses estratègies que podrien ser utilitzades pels emprenedors per aprofitar al màxim les seves possibilitats d'obtenir capital risc informal. En aquest sentit els empresaris i emprenedors han de

presentar la inversió com un desafiament, un repte; oferir als inversors algun tipus formal de posició de liderat en l'organització, i també oferir-li incentius no monetaris. El compromís personal encoratja als inversors a treballar dur a favor de l'empresa i a aportar-hi recursos addicionals tant financers com no financers per fer que la inversió sigui un èxit.

D'altra banda un estudi de Lindsay (2004) realitzat sobre una mostra de 79 business angels dels quals 70 eren homes i 9 dones va mostrar que els business angels tenen una orientació emprenedora que ve determinada per 3 factors que són: la proactivitat, la innovació i la gestió de riscos. A més també va observar que aquests tres factors estan correlats positivament amb el rendiment o beneficis que obtindran de les seves inversions.

- Proactivitat. Els business angels necessiten ser i són proactius per molts motius: per detectar les millors oportunitats d'inversió, per avaluar aquestes oportunitats, també per protegir les seves inversions una vegada ja s'han decidit a invertir en aquestes.
- Innovació. Els business angels són un grup selectiu de persones que per la seva naturalesa necessiten ser innovadors en aspectes com la forma d'invertir i de gestionar aquestes inversions. En molts casos aquests inversors participaran en el llançament d'un nou producte o servei i per tant la reacció de tot el mercat (clients, competidors, etc.) serà probablement desconeguda. Aquesta incertesa determinarà que els business angels hagin d'estar preparats per desenvolupar i oferir solucions creatives i implementar estratègies innovadores per tal de resoldre tots els problemes que puguin aparèixer.
- Gestió de riscos. És evident que els business angels assumeixen riscos, però també ho és que intenten gestionar-los o reduir-los de diferents formes, com ara invertint en sectors on ja tinguin experiència, realitzat la deguda diligència, etc.

6.2 Com inverteixen els business angels.

Probablement aquest sigui l'apartat central d'aquest treball,. El primer que farem serà proporcionar algunes dades sobre el perfil inversor dels business angels, que contemplin aspectes com l'experiència que posseeixen, el nombre de projectes en els quals inverteixen, l'import mig invertit, la durada de les inversions i aspectes relacionats amb les empreses on inverteixen.

En segon lloc presentarem un model que descriu el procés d'inversió que segueixen els business angels. A banda de presentar i explicar el model, aprofundirem en els diferents aspectes relacionats amb aquest procés d'inversió.

6.2.1 El perfil inversor dels business angels.

El que farem en aquest breu apartat, és a tall d'exemple, aportar algunes dades típiques sobre el perfil inversors dels business angels en diferents àrees geogràfiques.

Un estudi de Reitan i Sørheim (2000) sobre una mostra de 425 business angels noruecs va evidenciar que:

- Un 63% dels business angels eren inversors amb experiència, això vol dir que havien invertit en més de tres projectes.
- De mitjana, aquests inversors van invertir en 6,9 projectes, dels quals 3,7 els van realitzar al llarg dels darrers tres anys.
- L'import mig invertit per cada inversor durant els tres darrers anys es movia al voltant dels 292.000 dòlars i la inversió mitjana per projecte era aproximadament de 76.300 dòlars.
- Pel que fa a les empreses on inverteien, més de la meitat de les inversions realitzades pels inversors de la mostra s'havien fet en empreses amb menys de dos anys de vida.
- Pel que fa a la ubicació geogràfica, la majoria d'inversions s'havien fet en empreses properes als domicilis dels inversors.
- Pel que fa als terminis o horitzó de la inversió un 43% dels business angels de la mostra esperaven mantenir les seves inversions entre tres i cinc anys, mentre que un 34% esperaven vendre les seves participacions abans de dos anys.
- Pel que fa als rendiments esperats un 78% dels business angels esperaven obtenir un rendiment inferior al 50% anual mentre que un 55% dels business angels es conformaven amb un rendiment inferior al 30% anual.

Un estudi de Haar, Starr i MacMillan (1988) sobre els business angels o inversors informals –els autors de l'estudi els consideren sinònims– de la Costa Est dels EUA, va mostrar que:

- Un 58% de les inversions realitzades pels business angels de la mostra analitzada es van realitzar en empreses de recent creació (*start-ups*), una gran proporció en comparació amb les fonts formals de capital risc.
- Els business angels individualment només podien aportar petits imports (de 20.000 a 50.000 dòlars), però en canvi a través de la seva xarxa podien aglutinar a un grup suficient d'inversors com per poder aconseguir l'import necessari per tirar endavant projectes de gran envergadura.

- Un total de 130 inversors informals van indicar que en tres anys, ells i les seves xarxes havien aportat 38 milions de dòlars per donar suport a 286 noves propostes emprenedores.

Els treballs de Mason i Harrison (1994 i 1996b) caracteritzen el perfil inversor dels business angels de la següent forma:

- La majoria de les inversions dels business angels són petites, molt per sota de la grandària mínima de la inversió considerada per la majoria dels fons de capital risc. Al Regne Unit, la gran majoria dels àngels inverteixen menys de 50.000 lliures en una operació única, encara que poden aconseguir-se quantitats més grans a partir de la sindicació d'inversors.
- Tot i que els business angels poden fer inversions en empreses que es troben en qualsevol de les diferents etapes de desenvolupament del negoci, les inversions més freqüents són les inversions en empreses joves.
- Els inversors informals fan inversions en pràcticament tots els sectors industrials, no obstant, si que mostren un particular interès en el sector manufacturer, que representa el 33 per cent de les inversions realitzades, gairebé la meitat de les quals es trobaven en sectors manufacturadors "d'alta tecnologia"
- La majoria dels business angels són "*value-added investors*" o sigui inversors que creen valor en les empreses on inverteixen. En general ocupen un lloc al consell de direcció i, a més, solen proporcionar serveis de consultoria i també és possible que treballin en l'empresa ja sigui a temps parcial o complet.

Totes aquestes dades i moltes d'altres que podem haver presentat no tenen cap valor per si mateixes, sinó que com ja s'ha comentat, la seva única finalitat és aportar al lector una ràpida aproximació sobre el perfil inversor dels business angels. Evidentment el que realment ens interessa és conèixer el perfil dels business angels catalans, però sobre això ja en farem les consideracions pertinents més endavant.

6.2.2 El procés d'inversió.

Tal i com indiquen Paul, Whittam i Wyper (2007) no hi ha masses estudis que treballin el procés d'inversió que segueixen els business angels. Així Amatucci i Sohl (2004) en el seu estudi sobre dones emprenedores divideixen el procés en tres grans etapes: la preinversió, la negociació del contracte i la postinversió. Per la seva banda Haines, Madill i Riding (2003) en el seu estudi sobre els inversors informals del Canadà contempen fins a vuit etapes

diferents. També són vuit les etapes que utilitzen Van Osnabrugge i Robinson (2000) per analitzar el procés d'inversió que segueixen tant els business angels com el capital risc formal.

Abans d'entrar en els models d'inversió proposats específicament pels business angels volem recordar que a la figura 8 de la pàgina 62 hi ha una comparativa entre dos models del procés d'inversió del capital risc institucional, concretament el model de Tyebjee i Bruno i el de Fried i Hisrich.

Centrant-nos ja en els business angels cal remarcar el treball de Paul, Whittam i Wyper (2007). Aquest estudi, que es basava en 30 entrevistes a business angels escocesos als quals se'ls demana informació sobre la seva inversió més recent. El treball es va articular a partir dels passos descrits per Van de Ven, i Poole (2002) per tal de poder obtenir un esquema sistemàtic per analitzar les dades del procés tal i com es mostra a la taula 12.

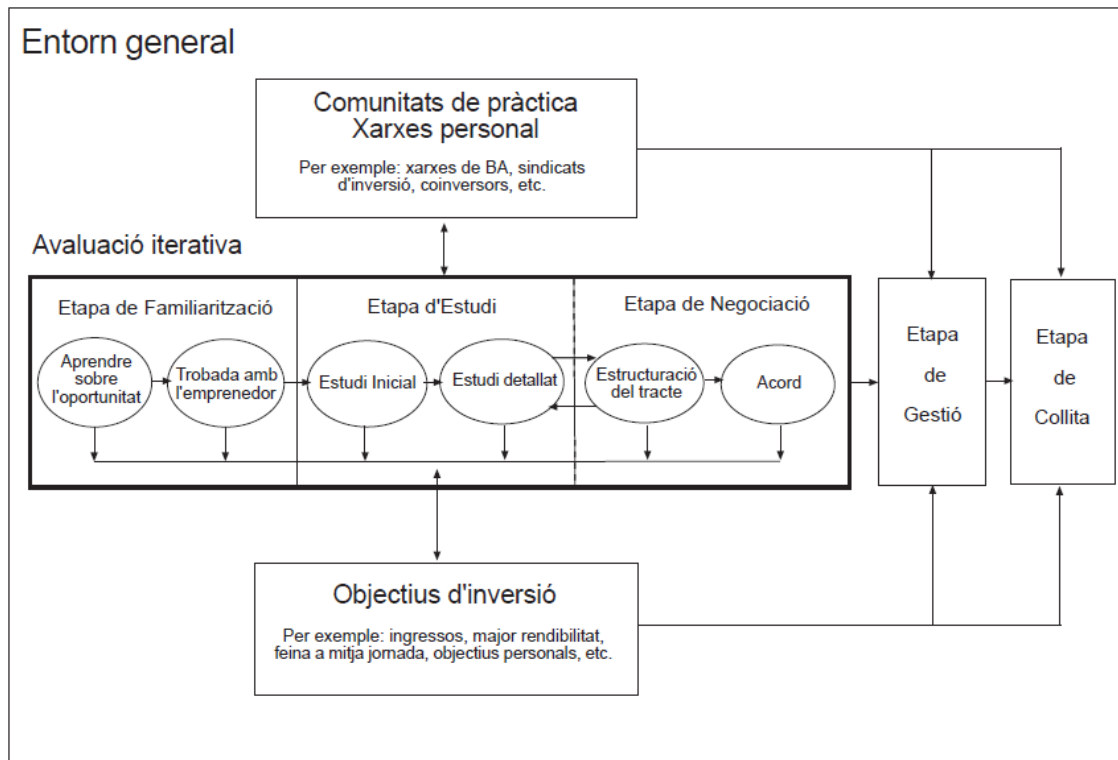
Taula 12. Marc d'anàlisi de dades.

A. Passos en l'anàlisi	B. Accions	C. Exemple
1. Desenvolupament de categories de processos	Elaborar les construccions	Tres grans etapes del procés
2. Definició d'incidents i esdeveniments	Vinculació dels incidents als esdeveniments	Ordenament temporal
3. Especificació dels incidents	Codificació	Dotació a les categories
4. Mesura dels incidents	Verificació de la codificació	Consens
5. Identificació d'esdeveniments	Ordenació i seqüenciació d'esdeveniments	Comparació constant
6. Desenvolupament del model	Explicació	Factors durs i tous

Font: Adaptat de Paul, S.; Whittam, G. and Wyper, J. 2007. Towards a Model of the Business Angel Investment Process. *Venture Capital* 9: pàgina 112

La tasca realitzada per Paul, Whittam i Wyper (2007) suggereix que el procés d'inversió dels business angels es pot representar en cinc etapes: familiarització, estudi, negociació, gestió i collita tal i com es mostra a la figura 11.

Figura 11. Model del procés d'inversió dels business angels.



Font: Adaptat de Paul, S.; Whittam, G. and Wyper, J. 2007. Towards a Model of the Business Angel Investment Process. Venture Capital 9: pàgina 114

Per Paul, Whittam i Wyper (2007) la característica essencial d'aquest procés és la iteració. El principal bucle iteratiu engloba les tres primeres etapes del procés que són la familiarització, l'estudi i la negociació. En conjunt, aquestes tres etapes impliquen una avaluació iterativa que inclou sis activitats principals en les quals el business angel va recollint informació.

La deliberació i anàlisi, que sovint requereix l'ajuda d'altres actors com amics i consellers, es duu a terme gràcies al millor coneixement i comprensió que s'obté de l'oportunitat d'inversió. En aquest model, un dels aspectes clau per avançar d'una etapa cap a la següent és la capacitat de validar dades, tant les més importants, com els petits detalls. A més el model també mostra la possibilitat d'anar cap enrere, això significa que qualsevol nova informació o un esdeveniment inesperat pot provocar que el business angel revaluï la seva posició.

Una altre aspecte que també reconeix explícitament aquest model és l'impacte que tenen les xarxes, tant formals com informals. Les formals s'han descrit com "comunitats de pràctica" i són les que donen un suport actiu a l'activitat inversora del business angel, aquí dins hi hauria les xarxes de business angels (BAN) els sindicats d'inversors i les agències de

desenvolupament econòmic. Pel que fa a les xarxes personals informals, hi trobaríem totes aquelles persones: amics, socis de negocis, coinversors, etc., a qui el business angel es pot dirigir per obtenir suport i assessorament.

Una altre característica diferencial d'aquest model és que també reconeix la importància dels objectius que s'hagi fixat el business angel en el seu procés d'inversió. Aquests objectius poden ser financers, com l'obtenció d'ingressos o aconseguir una bona rendibilitat dels seus estalvis, però també poden ser no financers, com per exemple trobar una feina a temps parcial. Per tant per aquest model els objectius són importants, tant, que si aquests objectius canvien, el procés d'inversió en pot resultar significativament afectat.

Per últim indicar que el model està subjecte a un entorn general. En aquest entorn hi ha molts factors, ja siguin econòmics, socioculturals, polítics, tecnològics, etc. que influeixen en les activitats d'inversió dels business angels, ja sigui incentivant-les o limitant-les, però en qualsevol cas l'entorn general pot afectar als processos d'inversió que es descriu en aquest model.

Retornant a les cinc etapes que mostra aquest model, anem a fer una breu ampliació de cada una d'elles.

La primera etapa, la de **familiarització** es compon de dues activitats principals, l'aprenentatge sobre l'oportunitat i la reunió amb l'empresari o emprenedor. En aquestes etapes caldria analitzar com els business angels obtenen les diferents oportunitats d'inversió i també que esperen o demanen a l'emprenedor.

La segona etapa, la **d'estudi** comença amb una fase inicial d'anàlisi durant la qual el business angel portarà a terme noves reunions amb l'emprenedor per tal d'ampliar el coneixement que té sobre l'oportunitat de negoci. Probablement en aquesta etapa, els business angels també es plantejaran la seva contribució a l'empresa més enllà de l'aportació de recursos financers. Al final d'aquesta etapa el business angel ja haurà arribat a una conclusió sobre si li agradaria o no invertir en aquesta empresa. Si la resposta és no, abandonarà el procés, si la resposta és afirmativa llavors s'incrementarà molt el temps que dedicarà a avaluar aquesta proposta d'inversió.

En l'etapa de **negociació** es completa la deguda diligència, normalment és força informal i la fan els propis business angels sense ajudes de tercers. En aquesta etapa s'ha d'establir quin és el percentatge de capital de l'empresa que els business angels rebran a canvi de la

seva aportació econòmica i sovint l'acord final és més difícil del que ambdues parts havien pensat.

En l'etapa de **gestió** el business angel ja és un accionista de l'empresa i en la majoria de casos participa en la seva gestió d'alguna o altre forma.

La darrera etapa, la de **collita o desinversió** és la que posarà punt i final a aquest procés. Cal dir que actualment són pocs els business angels catalans que han completat aquesta etapa. Una prova d'això és que a mitjans de 2008 vaig dirigir-me a ACCIO l'antic CIDEM per tal de mantenir un intercanvi d'opinions amb el Sr. Sergi Mora. Al llarg de la conversa va sorgir la idea d'elaborar un llibre sobre diferents casos pràctics d'inversions realitzades per business angels catalans. Al cap d'uns dies d'aquesta conversa el mateix Sr. Sergi Mora m'enviava el següent correu:

«he comentat la idea internament, i ara ens cal veure si de les inversions que s'han fet en els darrers anys hi ha suficients DESINVERSIONS.

Ens sembla interessant la proposta de fer un llibret però potser encara no tenim prou casos de desinversions (que faria el procés complet).»

De fet però, no només és escàs el nombre de desinversions, sinó que la majoria de business angels tampoc tenen una preferència clara sobre quina hauria de ser la via per vendre la seva participació, tot i que per molts una venda comercial seria molt més probable que una oferta pública inicial o la recompra per part de l'emprenedor.

Conclusions del Model.

Malgrat que el model proposat per Paul, Whittam i Wyper (2007) mostra un procés d'inversió basat en cinc etapes, com els mateixos autors indiquen, cal tenir molt present que a la pràctica, aquestes etapes sovint se superposen i per tant generen unes fronteres molt difuses. No obstant una cosa sembla clara en aquest model, i és que el procés d'inversió que segueixen els business angels té dos mecanismes de generació, un és el caràcter personal que té tot el procés i l'altre és l'activitat avaluadora.

Respecte al caràcter personal que té el procés, no és res nou, nombrosos estudis com els de Harrison i Mason (1992a), Mason i Stark (2004) i Paul, Whittam i Johnston (2003) se n'han fet ressò amb anterioritat. Pel que fa a l'activitat avaluadora, és clar que des del

moment en què un business angel s'assabenta d'una possible oportunitat d'inversió fins que signa l'acord d'inversió mai parerà d'avaluar. Probablement ho continuï fent després de signar l'acord d'inversió, tot i que ja d'una altra manera.

D'altra banda si comparem els processos d'inversió en el mercat d'inversió formal o institucional, el model de Tyebjee i Bruno (1984) i el de Fried i Hisrich (1994) representats a la figura 8 amb els processos d'inversió en el mercat d'inversió informal Paul, Whittam i Wyper (2007) representat a la figura 11 veurem que la principal similitud és la linealitat, per contra una de les principals diferències rau en el fet que els business angels donen molta importància a petits aspectes que poden passar inadvertits pel capital risc institucional i sobretot que atorguen un gran valor a la primera etapa del procés. Així per exemple dins de l'etapa de familiarització la impressió que el business angel tregui de l'emprenedor en la primera reunió serà un factor clau per determinar si el procés va o no va més enllà.

Pel que fa a l'etapa de negociació del procés d'inversió, els business angels avaluen de forma molt més intuïtiva que el capital risc formal, que normalment ho fa a partir d'una o més tècniques de valoració d'empreses i a partir de la informació comptable continguda en el pla de negocis presentat per l'emprenedor. De fet però, això tampoc és tant sorprenent si tenim en compte que el capital risc formal inverteix en empreses més madures i per tant en un entorn ric en informació. Els business angels en canvi inverteixen en empreses que es troben en les primeres fases de vida i per tant en uns entorns on no existeix informació històrica, on la majoria d'actius són intangibles i on el grau d'incertesa és tant gran que sovint és més fàcil avaluar a l'emprenedor que al projecte. A banda d'això, hi ha encara un altre factor a tenir en compte i és que els gestors dels fons de capital risc, no són els propietaris d'aquests fons, sinó els gestors i per tant han de donar compte de les seves actuacions a les entitats que proveeixen de recursos a aquests fons.

En relació a la forma i grau de participació en la gestió de l'empresa una vegada ja s'ha realitzat la inversió també trobem diferències entre el capital risc institucional i els business angels. Tal com indiquen Manigart i Sapienza (2000) el capital risc formal realitza funcions de caire més estratègic, com ara actuar com a caixa de ressonància i proporcionar assessorament financer. En canvi, tal i com mostren Madill, Haines i Riding (2005) els business angels, a banda de poder prendre un rol estratègic, sobretot prenen un rol operatiu treballant en el dia a dia de l'empresa conjuntament amb l'emprenedor.

En els proper subapartats intentarem aprofundir una mica més en aquest procés d'inversió que segueixen els business angels. Parlarem sobretot de com reben les oportunitats

d'inversió, com les seleccionen, perquè les rebutgen, i també mostrarem que els business angels invertirien molts més diners dels que estan invertint en empreses de recent creació si disposessin de més oportunitats interessants per fer-ho.

6.2.2.1 Com reben la informació sobre noves oportunitats.

Els business angels poden obtenir informació sobre oportunitats d'inversió a través d'una ampla llista de fonts d'informació entre les quals hi podem incloure les següents:

- Xarxes de business angels a les que pertanyen.
- La recerca activa per iniciativa pròpia.
- Amics i coneguts.
- Contactes de negocis.
- Revistes, diaris i mitjans de comunicació.
- Contactes directes amb emprenedors i inventors.
- Entitats financeres (bancs i caixes), empreses de capital risc, agents de borsa, etc.
- Agències i organismes públics.
- Altres inversors privats, clubs d'inversors, associacions, etc.
- Auditors, advocats, comptables, assessors, etc.
- Altres.

Així segons l'estudi de Reitan i Sørheim (2000) les fonts més utilitzades pels business angels noruecs van ser per aquest ordre:

- Les xarxes personals dels inversors, és a dir els amics i coneguts, que van ser utilitzades per gairebé un 46% dels inversors de la mostra.
- Les revistes, diaris i demés mitjans de comunicació amb un 35,5 %.
- Els bancs, caixes, empreses de capital risc, corredors de borsa, etc. amb un 29%.

Un estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003) realitzat a partir de 140 business angels escocesos destaquen sobretot tres camins o vies per obtenir les oportunitats d'inversió que són: els socis de negocis, les xarxes de business angels (BANs) i els sindicats d'inversió.

Indicar també, que com apunta Lindsay (2004), tant els emprenedors com els business angels portaran una recerca activa per identificar i invertir en aquelles oportunitats de negoci que els puguin generar uns bons beneficis. Per aconseguir aquests beneficis, tant uns com

altres intentaran utilitzar solucions innovadores que els permetin obtenir un avantatge a través dels productes i/o serveis oferts i tots dos grups hauran d'assumir un grau de risc al introduir-se als mercats, tant si són nous com madurs.

La majoria dels business angels, tot i que força més als EUA que a Europa, estan molt interessants en les oportunitats relacionades amb l'alta tecnologia, així Sohl i Rosenberg (2003) van estimar que els business angels podien arribar a proporcionar el 80% del capital necessari de les empreses d'alta tecnologia de recent creació en les seves primeres etapes de vida. Més o menys el mateix succeeix a la Xina, on el fenomen dels business angels va néixer lligat al desenvolupament d'Internet i de la indústria de base tecnològica. Malgrat que en el país més poblat del món el paper dels business angels no és tant important com en altres països, ja que la primera font de capital pels sectors tecnològics són els préstecs governamentals i la banca, segons Tingchi i Po Chang (2007) els business angels xinesos estan molt concentrats en les zones més avançades tecnològicament del país com: Pequín, ShangHai, Shenzhen, Zhejiang i Jiangsu.

6.2.2.1.1 Invertirien més si disposessin de més oportunitats.

Malgrat que els business angels ja són la principal font de capital per les empreses primerenques, nombrosos estudis assenyalen que aquests àngels estarien disposats a invertir molts més diners si disposessin de més oportunitats d'inversió interessants.

En aquest sentit un estudi de Reitan i Sørheim (2000) va mostrar que gairebé un 40% dels business angels noruecs entrevistats va manifestar que hauria invertit més diners en empreses no cotitzades en els darrers tres anys si haguessin disposat de més oportunitats d'inversió interessants en les seves àrees preferides. També val la pena comentar que un 31% de les persones que van participar en l'estudi, però que no eren business angels, van manifestar que també haurien invertit en empreses no cotitzades en els darrers tres anys si haguessin disposat de bones oportunitats d'inversió.

També un estudi de Mason i Harrison (2002b) revela que molts business angels estan disposats a assignar una major proporció de la seva cartera d'inversions a les inversions en empreses no cotitzades. Concretament aquest estudi mostrava que continuaven existint limitacions a la capacitat d'inversió dels business angels bàsicament per les següents raons:

- No se'ls presenten prou projectes que encaixin amb els seus criteris d'inversió.
- La majoria de les propostes d'inversió que reben són de mala qualitat.
- Sovint són incapaços de negociar uns termes i condicions de la inversió que siguin acceptables tant per ells com pels emprenedors.

En la mateixa línia un estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003) indica que la principal dificultat per invertir que argumenten els business angels escocesos és sobretot la manca d'oportunitats d'inversió adequades, dificultat identificada per un 47,9% dels angels de la mostra.

Igual posició pren el treball de Haar, Starr i MacMillan (1988) que qualifica els business angels d'entusiastes i persistents. Segons aquest treball molts dels business angels afirmen que han assolit un major rendiment en les inversions realitzades com a business angels que en qualsevol altra opció d'inversió que hagin realitzat, però fins i tot més del 80% d'aquells altres business angels que els han anat millor altres opcions d'inversió continuaven estant disposats a fer noves inversions. Fins i tot més del 65% dels business angels que havien manifestat tenir pèrdues en les seves inversions en aquest mercat informal de capital risc seguien mostrant-se favorables a continuar invertint si disposaven de bones oportunitats per fer-ho.

6.2.2.2 Com seleccionen les seves inversions.

És evident que el business angel, com qualsevol altre inversor, ha de ser selectiu a l'hora de decidir-se per alguna de les oportunitats de negoci que l'hi presenten els emprenedors i en les quals invertirà els seus propis diners. En aquest procés els business angel s'enfronta a dos tipus d'errors de decisió d'inversió:

- El primer error és invertir en un negoci que no funcioni.
- El segon error és no invertir en un negoci i posteriorment veure que aquest negoci supera amb escreix totes les expectatives.

En tot cas, com indiquen Mason i Harrison (2002a), donat que els recursos dels business angels són escassos, el seu interès se centra en evitar el primer error i més aviat els preocupa poc el segon.

En relació a la selecció d'oportunitats d'inversió, l'estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003) destaca que el criteri clau utilitzat pels business angels escocesos per avaluar el potencial d'una oportunitat d'inversió és el grau de confiança que el business angel té amb l'empresari, emprenedor o equip directiu. Per contra el pla d'empresa, tot i que evidentment és necessari, té una importància secundària pel business angel. En aquest sentit pot ser il·lustrativa una cita que els autors inclouen en el seu treball sobre un business angel que en l'entrevista que li van realitzar va dir: «*Puc ajudar a canviar la idea, però és molt més difícil canviar un individu*». Paul, Whittam i Johnston (2003) pàg. 321.

Els factors que els business angels alemanys han tingut en compte a l'hora de prendre una decisió, segons Brettel (2003) són:

- L'equip directiu.
- El potencial de creixement del mercat.
- La singularitat o unicitat del producte o servei.
- El rendiment esperat.
- La indústria.
- La competència.
- L'estratègia de sortida.

Segons Haar, Starr i MacMillan (1988) els criteris pels quals els àngels avaluen les propostes difereixen marcadament dels de la comunitat de capital risc. En particular, els business angels no semblen estar interessats en un profund i extens pla de negocis, una condició "*sine qua non*" pel capital risc formal. A diferència de les firmes de capital risc, els àngels no estan interessats en competir aïlladament. Ells no limiten les seves inversions a les indústries que els són atractives, o que els són familiars, tampoc els importa molt la qualificació de l'emprenedor en relació a la competència. No obstant això, sí que estan estretament d'acord amb la comunitat de capital de risc a l'hora de preocupar-se per la capacitat de gestió de l'equip directiu i amb l'exigència que existeixi una clara i demostrada necessitat del producte o servei, preferentment en un mercat amb gran potencial.

D'altra banda, treballs com els de Baty (1991) i Timmons (1990) mostren que els business angels generalment són inversors experimentats, que tenen uns bons coneixements sobre les finances i confien en la seva pròpia capacitat per avaluar els mèrits i riscos de les inversions potencials. De fet a l'hora d'invertir confien més en el seu instint que no en un estudi científic de la detallada documentació aportada per l'emprenedor. Un exemple concret

d'aquesta manera d'actuar el podem veure en l'estudi realitzat per KPMG el 1992 sobre un conjunt de business angels escocesos on s'assenyala que aquests no estimen la TIR que els hi proporcionarà la inversió, sinó que avaluen el projecte de forma intuïtiva (KPMG Management Consulting, 1992). En aquesta mateixa línia el treball de Van Osnabrugge i Robinson (2000) cita nombrosos estudis que indiquen que els business angels no realitzen la deguda diligència tant extensament com ho fa el capital risc formal i en canvi es refien més de la seva pròpia intuïció.

A pesar però, de les diferents dades presentades, cal dir que fins ara no hi ha hagut gaire recerca al voltant de com els business angels seleccionen les seves inversions, probablement la més destacada prové de Van Osnabrugge (1998b), Elitzur i Gavius (2003), i Sudek (2006)

En aquest apartat farem referència al treball de Sudek (2006), que de fet es basava en un treball previ de Van Osnabrugge (1998b) però actualitzat i completat a partir d'un enfocament de dues fases.

Així doncs l'estudi Sudek (2006) analitza el que un grup d'angels inversors del sud de Califòrnia, als EUA, té en compte a l'hora de revisar una oportunitat d'inversió, i com prioritzen els seus criteris d'inversió. Tot això, com ja hem dit, ho fa en dues fases:

- Una primera de tipus qualitatiu que consisteix en observar els business angels al llarg dels seus processos de decisió.
- Una segona, ja de tipus quantitatiu, basada en bona part en les observacions realitzades en la primera.

Els avantatges d'una primera fase d'observació qualitativa segons Patton (2002) es poden resumir en sis i són: el fet que l'observació directa permet a l'observador entendre i captar la interacció entre les persones en el seu context. També permet a l'observador despendre's d'idees i creences preconcebudes i estar obert a nova informació i ser més inductiu. També li permet veure alguns elements que per ser rutinaris escapen a les percepcions de les persones involucrades en el procés. Li permet també aprendre coses que no aprendria de cap altre forma. Tot i que no és el més important aquesta observació també li permet recopilar dades. Per últim dir que aquest procés permet a l'observador interpretar les dades obtingudes a partir d'experiències pròpies.

Per la segona fase Sudek (2006) va comptar amb les respostes proporcionades per 72 business angels de la xarxa Tech Coast Angels (TCA) del sud de Califòrnia, que amb 173 membres era la més gran dels EUA. La taxa de resposta va ser del 42%, una xifra prou significativa en aquest tipus d'estudis.

Una anàlisi comparatiu entre les taules 13 i 14 permet evidenciar que les variables que va tenir en compte Sudek (2006) no eren exactament les mateixes que havia utilitzat Van Osnabrugge (1998b), concretament se'n van afegir tres de noves: l'equip de gestió, les barreres d'entrada de competidors, i la presència d'assessors involucrats i per contra se'n van treure algunes, deixant un total de 25 variables, la importància de les quals es mesurava amb una escala de Likert de 5 punts.

Com es pot observar en la taula 14, els business angels de la xarxa Tech Coast Angels consideren que les 4 variables més importants a l'hora de seleccionar una inversió són per aquest ordre: la fiabilitat i confiança que transmeti l'empresari o emprenedor, amb un valor de 4,81 (sobre 5); la qualitat de l'equip de gestió, amb un valor de 4,64; la passió i el compromís que l'emprenedor tingui amb el projecte, amb un valor de 4,63; i l'existència d'una estratègia de sortida que proporcioni liquiditat a l'inversor, amb un valor de 4,53. Aquestes dades en definitiva venen a confirmar que allò que realment valora un business angel, més que el projecte en si, és l'emprenedor que l'ha de defensar. Aquesta creença que és més important l'emprenedor que el projecte, Harrison i Mason (2002) van reflectir-la d'una forma molt gràfica utilitzant una referència a les curses de cavall. El que vénen a dir, és que el business angel creu més en el jockey (emprenedor) que en el cavall (projecte).

De fet aquesta idea que els business angels confien més en el jockey que en el cavall tal i com ja apuntaven els treballs de Van Osnabrugge i Robinson (2000), Harrison i Mason (2002) i Fiet (1995a) vindria confirmada una vegada més pel treball de Mason i Harrison (2002b) que indica que bona part dels business angels estarien disposats a flexibilitzar els seus criteris d'inversió en determinades circumstàncies, especialment quan l'emprenedor i/o el seu equip de gestió té una gran credibilitat.

Taula 13. Criteris d'inversió dels business angels segons Van Onabrugge

Criteris de selecció d'inversions	Rànquing
L'entusiasme de l'empresari / emprenedor (s)	1
Fiabilitat de l'empresari / emprenedor (s)	2
El potencial de vendes del producte	3
Experiència de l'empresari / emprenedor (s)	4
El fet que a l'Inversor li agradi l'empresari després de la primera reunió	5
El potencial de creixement del mercat	6
La qualitat del producte	7
Percepció de les recompenses financeres (per als inversors)	8
Nínxol de mercat	9
La història passada de l'empresari / emprenedor (s)	10
Taxa de rendiment esperada	11
La protecció de productes competitiu informals	12
La possible participació de l'Inversor (contribució amb habilitats)	13
Punts forts de l'inversor per emplenar els buits del negoci	14
Alts marges del negoci	15
Baixes despeses generals	16
La naturalesa de la competència	17
L'habilitat d'arribar al llindar de rendibilitat sense finançament addicional	18
Despeses de capital inicials per sota dels necessaris (en actius)	19
Mida de la inversió	20
La protecció de tota mena de productes competitiu	21
Baix cost inicial per provar el producte al mercat	22
Proximitat del negoci	23
L'inversor entén el negoci i/o la indústria	24
Les possibles rutes de sortida (de liquiditat)	25
La presència de potencials coinversors	26
La protecció formal de productes competitiu (patents)	27

Font: Adaptada de Van Osnabrugge, M. (1998). The Financing of Entrepreneurial Firms in the UK. Unpublished doctoral dissertation, University of Oxford. Pàgina 32

Taula 14. Criteris d'inversió dels business angels. Comparativa Dudek 2006 respecte a Van Osnabrugge 1998.

Criteris de selecció d'inversions	Rànquing Sudek	Rànquing Van Osnabrugge
Fiabilitat de l'empresari / emprenedor (s)	1	2
Equip de gestió	2	-
L'entusiasme de l'empresari / emprenedor (s)	3	1
Les possibles rutes de sortida (de liquiditat)	4	25
El potencial de vendes del producte	5	3
Experiència de l'empresari / emprenedor (s)	6	4
El potencial de creixement del mercat	7	6
Taxa de rendiment esperada	8	11
Barreres d'entrada pels competidors	9	-
La protecció de tota mena de productes competitiu	10	21
Alts marges del negoci	11	15
La història passada de l'empresari / emprenedor (s)	12	10
La naturalesa de la competència	13	17
El fet que a l'Inversor li agradi l'empresari després de la primera reunió	14	5
La protecció formal de productes competitiu (patents)	15	27
L'inversor entén el negoci i/o la indústria	16	24
L'habilitat per mantenir el cap baix	17	18
La presència de potencials coinversors	18	26
La presència d'assessors involucrats	19	-
Nínxol de mercat	20	9
Mida de la inversió	21	20
L'habilitat d'arribar al llindar de rendibilitat sense finançament addicional	22	18
Baix cost inicial per provar el producte al mercat	23	22
Punts forts de l'inversor per emplenar els buits del negoci	24	14
La possible participació de l'Inversor (contribució amb habilitats)	25	13

Font: Adaptada de Sudek, R. 2006. Angel Investment Criteria. Journal of Small Business Strategy Vol 17 (2) pàgina 98

Tal i com s'ha indicat, la qualitat de l'equip de gestió és el segon criteri més valorat, per tant convindria saber com els business angels avaluen la qualitat de l'equip de gestió. Segons el treball de Sudek (2006) aquesta qualitat s'avalua a partir de les 7 variables que es mostren en la taula 15.

Taula 15. Resultats dels criteris a tenir en compte per avaluar l'equip de gestió.

Criteris d'avaluació de la capacitat de l'equip de gestió	Rànquing	Valor
Passió de l'equip	1	4,71
Sensació percebuda de supervivència de l'equip	2	4,42
L'obertura de l'equip cap a tasques de tutoria o coaching	3	4,33
La història passada dels membres de l'equip	4	4,04
Com de complementàries són les habilitats de l'equip	5	3,87
L'experiència dels assessors	6	3,67
Quan temps fa que aquest equip treballa junt i quina experiència té	7	3,22

Font: Adaptada de Sudek, R. 2006. Angel Investment Criteria. Journal of Small Business Strategy Vol 17 (2) pàgina 99

En relació a les diferents variables presentades en aquest apartat cal dir que seria molt interessant poder-les tenir desagregades en diferents aspectes. Probablement un dels més interessants seria separar-les en funció del gènere de l'inversor, així podríem veure si homes i dones tenen en compte els mateixos criteris a l'hora de seleccionar una inversió i per tant proporcionar recomanacions als emprenedors en funció de si busquen la col·laboració d'un business angel home o dona. No cal dir que també que seria interessant veure si el valor d'aquestes variables varia amb el pas dels anys i en definitiva observar diferències entre països. Tot això però quedarà per més endavant.

6.2.2.2.1 Perquè rebutgen les inversions.

El treball de Mason i Harrison (1996a) va ser un dels primers en explorar quines eren les causes per les quals els business angels rebutjaven la majoria de les oportunitats d'inversió que se'ls presentaven. Concretament el seu treball analitzava les causes per les quals van ser rebutjades una mostra aleatòria de propostes d'inversió que van ser considerades i, posteriorment rebutjades pel sindicat d'inversió Metrogroup, format per inversors privats del Regne Unit. Segons els propis Mason i Harrison es tractava de: «*el primer intent de buscar*

en base a un acord específic les raons per les quals els business angels rebutgen les oportunitats d'inversió» Mason i Harrison (1996a) pàg. 47

Malgrat les amplies limitacions de l'estudi, segons els propis autors, aquest ha aportant nous coneixements sobre el comportament des business angels en tres aspectes:

- El primer és que la majoria de les oportunitats d'inversió són rebutjades per una o dues raons fonamentals.
- En segon lloc, aquest estudi ha confirmat que els factors de rebuig més comuns s'associen amb l'empresari o l'equip de gestió, el màrqueting o la comercialització i les finances.
- En tercer lloc, l'estudi ha donat a entendre les diferències en els criteris de rebuig en les diferents etapes del procés d'avaluació.

Un estudi de Brettel (2003) sobre els business angels alemanys mostra que aquests inverteixen en menys del 10% de les oportunitats que reben i les raons que els han portat a rebutjar més del 90% de les oportunitats d'inversió han estat:

- La manca de confiança en l'empresari o emprenedor com a persona.
- Els dubtes sobre la competència i la capacitat de l'equip de gestió.
- La debilitat del pla de negocis.
- Un potencial de creixement limitat.
- Una línia de negoci poc atractiva.
- Una avaluació de l'empresa poc realista.
- La incapacitat per avaluar els aspectes tècnics.
- Insuficient coneixement personal de l'empresa.
- Incompatibilitat amb els propis objectius a llarg termini.
- La manca d'informació subministrada.
- La manca de temps per analitzar l'oportunitat.
- La restricció de capital propi i un finançament total no garantit.
- Participació massa arriscada.
- Incapacitat per a jutjar el valor de l'empresa.
- Un pressentiment negatiu.
- La incapacitat per posar-se d'acord sobre el percentatge de participació.
- Altres factors.

Un altre estudi realitzat per Mason i Harrison (1994) mostrava que els business angels del Regne Unit inverteixen en prop del 8 % de les propostes d'inversió que van rebre, aquestes dades diferien una mica d'altres estudis com per exemple el de Gaston (1989b) realitzat als EUA i el de Landström (1993a) realitzat a Suècia on les taxes d'acceptació eren més altes. Aquesta diferència però no es pot considerar rellevant ja que es pot deure a diferències en el tractament del nombre de propostes considerades.

Així doncs, si haguéssim d'indicar el percentatge o la ràtio històrica de projectes finançats pels business angels, en relació als que se'ls hi presenten, podríem dir que es situaria al voltant del 10%, la qual cosa significa que de mitjana cada business angel inverteix en una de cada 10 propostes considerades. Si bé, aquesta dada sembla que és manté més o menys invariable al llarg del temps, en alguns moments aquesta proporció pot variar, com per exemple va succeir durant la bombolla especulativa del 2000, quan segons Sohl (2003) aquesta taxa va pujar fins al 25%.

A pesar del que pugui semblar, aquests percentatges són però elevats, almenys si els comparem amb els dels fons de capital risc institucional, ja segons Sweeting (1991) aquests darrers només inverteixen en un percentatge comprès entre el 1% i el 3 % de les propostes d'inversió que reben.

6.2.3 Motivacions per invertir.

En primer lloc hem d'indicar que la majoria dels business angels d'arreu del món han participat en la creació de la seva pròpia empresa, això significa per tant que la majoria de business angels anteriorment han estat emprenedors i a més emprenedors d'èxit. Probablement sense aquesta premissa no s'entendrien algunes de les motivacions que tot seguit exposarem.

Evidentment la principal motivació que tenen els business angels per invertir en empreses no cotitzades és com indiquen Van Osnabrugge i Robinson (2000) l'expectativa d'obtenir un bon rendiment financer. En definitiva els motius que dominen la inversió dels business angels són financers, així Mason i Harrison (2002b) indiquen que el principal motiu és el potencial d'una elevada apreciació del capital.

Dit això, tots o gairebé tots els estudis realitzats, entre ells els de Van Osnabrugge i Robinson (2000) Mason i Harrison (2002b) mostren que els business angels també estan

motivats pel desig de jugar un paper en el procés d'emprenedoria i ajudar i guiar a la propera generació d'empresaris, o sigui que també hi ha motius no financers importants darrera de la voluntat d'un individu per convertir-se en un business angel. En aquest sentit el treball de Mason i Harrison (2002b) mostra que "la satisfacció personal d'estar involucrat en el negoci d'emprenedoria" és la segona raó més important per invertir i no només això, sinó que una altra important raó no financera que els business angels manifesten per invertir en empreses no cotitzades té a veure amb la diversió, concretament amb el fet que el business angels es puguin divertir amb els seus diners.

En aquest sentit un treball de Brettel (2003) realitzat a partir d'una enquesta sobre 48 business angels alemanys indica que la principal motivació dels business angels alemanys és divertir-se. A partir d'aquesta afirmació fins i tot podríem arribar a pensar que malgrat la importància i el potencial del mercat de capital risc informal alemany, aquest no deixa de ser un "mercat de hobby o diversió".

Per Brettel (2003) la tendència general d'aversion al risc que tenen els alemanys exerceix una important influència sobre la relació entre patrimoni o ingressos i el fet d'esdevenir un business angel. Així concretament diu: *«A Alemanya, la disposició a esdevenir un business angel només ocorre després que algú hagi construït un patrimoni suficient per ser capaç d'arriscar-se a perdre'n una part sense patir dificultats financeres personals en cas de pèrdues en la inversió.»* Brettel (2003) pàg. 255.

Segons Brettel (2003) és precisament aquesta aversion al risc el que fa que els business angels alemanys tendeixen a invertir en empreses no cotitzades uns percentatges molt baixos del seu patrimoni total, més baixos que els business angels d'altres països, com per exemple Suècia, on segons Landström (1993a) una tercera part dels business angels inverteixen en empreses no cotitzades com a mínim un 25% del seu patrimoni.

El fet que una de les principals motivacions per invertir sigui la de divertir-se, segons Brettel (2003) porta a que molts business angels prefereixen invertir en empreses que es troben en les primeres etapes de vida i que per tant, tot i ser més arriscades, probablement els hi puguin proporcionar més "diversió". Com que precisament són aquestes les empreses que més dificultats tenen a l'hora d'aconseguir finançament, sigui per diversió o no, el que si és evident és que els business angels col·laboren més que ningú a reduir el buit o "gap" de finançament que pateixen les empreses o negocis en les seves primeres etapes de desenvolupament.

Podem dir doncs que la inversió informal és principalment un fenomen econòmic, que es realitza amb l'esperança d'obtenir uns bons rendiments, no obstant, creiem que no s'han de desmerèixer altres motivacions secundàries com la satisfacció de participar en el procés d'emprenedoria o fins i tot la diversió que aquests tipus d'inversió pot generar en els business angels, com a factors decisius en el fet que aquests business angels aportin molt més que diners, també experiència, contactes i coneixements a les seves inversions.

Centrant-nos únicament en els criteris financers, hem de tenir en compte que els business angels a diferència del capital risc institucional pot escollir en que vol invertir. Com apunten Mason i Harrison (2000a) els business angels inverteixen els seus propis diners i per tant els poden invertir en el què vulguin, no només en empreses, sinó per exemple també en art o antiguitats. Això en canvi no passa amb els fons de capital risc que si que estan obligats per llei a invertir els seus recursos en empreses. En aquest sentit Mason i Harrison (2000a) mostren els resultats d'una enquesta realitzada a 127 business angels del Regne Unit el 1997 en la qual mostren 9 possibles alternatives d'inversió, entre les quals destaquen; la inversió en els mercats de valors, incloent els fons d'inversió, seleccionada per un (97%) dels inversors de la mostra, la compra d'immobles seleccionada per un (58%), la creació d'una empresa (42%), el deute públic (34%), els bons (27%) i l'art i les antiguitats amb un 20%. Altres inversions amb menys demanda eren les monedes i segells i fins i tot els cavalls de carreres.

De fet, si els fons de capital risc només poden invertir en empreses i en canvi els business angels tenen un ventall d'inversió molt més ampli és lògic pensar que l'oferta de capital risc informal pot estar influenciada per factors força diferents dels que afecten a l'oferta de capital risc institucional. Concretament Mason i Harrison (2000a) van considerar que els factors que influeixen en l'activitat d'inversió dels business angels es podien englobar en tres categories: els impostos, la situació econòmica i la situació del mercat de valors. Així van considerar els següents 16 factors:

- Desgravacions en l'impost sobre la renda pels imports invertits en empreses no cotitzades.
- Altes taxes d'impostos als rendiments de capital.
- Baixes taxes d'impostos als rendiment de capital.
- Altes taxes d'impostos sobre els dividendes.
- Baixes taxes d'impostos sobre els dividendes.
- Un sistema de garantia del capital.
- L'augment del creixement econòmic.

- Estabilitat o disminució del creixement econòmic.
- Increment de les taxes d'interès.
- Estabilitat o disminució de les taxes d'interès.
- Alta inflació.
- Baixa inflació.
- Increments a la borsa.
- Estabilitat o disminucions a la borsa.
- L'existència del mercat AIM*
- L'absència del mercat AIM*

*L'AIM és el mercat per les petites empreses en creixement de la borsa de Londres.

L'estudi de Mason i Harrison (2000a) conclou identificant quina és la influència que té cada un dels factors enumerats anteriorment a l'hora de decantar al business angel cap a una inversió en empreses no cotitzades, enlloc de canalitzar-la cap a qualsevol altre tipus d'inversió substitutiva. Així el factor més influent té a veure amb la fiscalitat, o sigui amb els impostos que graven aquestes operacions. Les desgravacions fiscals i les reduccions en l'impost sobre els guanys de capital tenen un impacte molt important en el foment de l'activitat d'inversió en capital risc informal. En aquest sentit un aspecte important que destaquen els autors de l'estudi és que l'eficàcia d'aquests incentius fiscals destinats a fomentar l'oferta de capital risc informal es reduirà si les normes que els regulen són excessivament complexes i/o si es canvien amb freqüència.

Mason i Harrison (2000a) mostren que també poden tenir efectes positius en la inversió informal, encara que menys significatius, la reducció dels impostos que graven als dividendes i la creació de sistemes de garantia de capitals (sistemes en els quals el govern assumeix un percentatge de les pèrdues de la inversió). Per contra, altes taxes impositives que graven tant als guanys de capital com als dividendes desincentiven la inversió dels business angels en les empreses no cotitzades.

Pel que fa l'entorn econòmic, sembla que aquest no té massa influència a l'hora de dirigir les inversions dels business angels. Amb tot, unes bones taxes de creixement econòmic, baixes taxes d'interès i, en menor mesura, una baixa inflació, fomentarien aquesta activitat d'inversió i per contra pujades en els tipus d'interès acompanyats d'una elevada inflació descoratjarien aquest tipus d'inversions.

Per últim notar que un altre factor molt ben percebut pels business angels del Regne Unit és l'existència del mercat AIM, que és un mercat internacional de petites empreses en creixement de la London Stock Exchange. Aquí, a Catalunya i a Espanya de moment no disposem de cap mercat tant potent com l'anglès, tot i que hem de dir que el passat mes de juliol el MAB (Mercat Alternatiu Borsari) va celebrar el primer aniversari amb 8 empreses cotitzant-hi (Rosique, 2010). Evidentment un mercat amb 8 empreses gairebé fa riure, esperem però que en el futur aquest mercat pugui realment representar una nova via de finançament per a les petites empreses i en el seu cas una possible via de desinversió pels business angels catalans i espanyols.

6.2.4 Les contribucions dels business angels a les empreses on inverteixen.

Els business angels contribueixen a crear valor afegit a l'empresa on inverteixen gràcies a les seves habilitats comercials, experiència empresarial, "*know-how*" o coneixements del negoci i sobretot a una àmplia gamma de contactes en tota mena d'àmbits.

Segons Harrison i Mason (1992b) la contribució dels business angels més valorada pels emprenedors, és la funció coneguda com a caixa de ressonància "*sounding-board*". En aquest punt volem indicar que en anglès s'utilitza el terme "*hands-on*" per expressar la participació activa i la involucració dels business angels en l'empresa on inverteixen.

Aquesta oportunitat de participar activament en el negoci que tenen els business angels és a la vegada un important factor de motivació per la majoria d'ells, a més aquesta participació constitueix també un important mitjà de protecció de la seva inversió. Però malgrat aquesta participació activa, els business angels gairebé mai prenen una participació majoritària en les seves empreses participades.

Així doncs, els business angels proporcionen tot un seguit de serveis de valor afegit als emprenedors, però com indica Ibrahim (2008) es tracta de serveis no financers diferents dels que proporciona el capital risc formal. Així mentre que el capital risc institucional pren un paper més formal i ofereix avantatges com connexions a administradors professionals, els business angels proporcionen consell informal i assessorament. Com s'ha indicat repetidament, la majoria dels business angels són antics emprenedors, la qual cosa els permet oferir assessorament experimentat, a l'hora que mantenen una gran empatia amb els nous emprenedors sobretot en el moment d'enfrontar-se a les dificultats pròpies d'engegar

una nova empresa. Precisament per la necessitat d'oferir aquest assessorament, en la majoria de casos, els business angels inverteixen en empreses properes al seu domicili, ja que així els és fàcil mantenir una interacció regular amb l'emprenedor i desenvolupar una participació activa en el creixement. De fet com indiquen Sohl i Rosenberg (2003) molts emprenedors consideren que el consell dels business angel és tan important com la seva aportació financera.

Pel que fa a les diferents tasques o contribucions que els business angels proporcionen a les empreses on inverteixen, un estudi de Brettel (2003) en mostra les següents:

- Coaching (Entrenament) a l'emprenedor.
- Xarxa de contactes.
- Coneixements i experiència financera.
- Coneixements i experiència en màrqueting.
- Estratègia.
- Capital financer.
- Coneixements i experiència en gestió.
- Gestió del personal.
- Coneixement de la indústria.
- Altres.

Molt probablement aquesta llista no sigui completa, sinó que simplement és indicativa, per tant, si volem tenir una visió més àmplia de les aportacions dels business angels en els diferents països caldria recórrer a un major nombre d'estudis. El que farem tot seguit, però, no és treballar tots aquests estudis individualment, sinó recórrer a un estudi de Politis (2008) que ja recull informació sobre un bon nombre d'estudis realitzats arreu del món.

Concretament el treball de Politis (2008) va revisar els 14 estudis publicats entre 1992 i el 2005 que tractaven sobre el valor afegit que els business angels proporcionaven a les empreses on invertien. A partir d'aquests estudis Politis va resumir les contribucions al valor afegit dels business angels en 4 categories o rols que són:

- Rol estratègic (caixa de ressonància).
- Rol de supervisió i control.
- Rol de proveïdor de recursos.
- Rol de mentor o conseller.

Rol estratègic (caixa de ressonància o “*sounding board*”).

El rol estratègic, on el business angel actua com una caixa de ressonància proporcionant consell estratègic a l'emprenedor gràcies al seu extens know-how i la seva habilitat en la gestió és el rol de valor afegit realitzat amb més freqüència pels business angels, de fet és citat en 10 dels 14 estudis estudiats.

Els business angels actuen com caixa de ressonància desenvolupant un rol estratègic a través de diferents opcions com ara: ajudant a formular l'estratègia de negoci, aprofitant al màxim els recursos de direcció disponibles a l'empresa, i donant consell sobre la forma i el moment de liquidar o vendre la inversió.

Cal tenir en compte que les empreses on inverteixen els business angels són empreses petites i com indiquen Brush, Greene i Hart (2001) generalment es caracteritzen per una manca de recursos interns, i sovint també per una manca de coneixement en àrees crítiques de gestió com les finances i el màrqueting. És per això que el know-how i les habilitats directives proporcionades pels business angels experimentats poden ser considerades recursos estratègics claus per l'empresa que fins i tot es poden veure com a potencials font d'avantatge competitiu que poden millorar la posició competitiva d'una empresa.

Rol de supervisió i control.

El paper o rol de supervisió i control consisteix en protegir les inversions dels principals proveïdors de recursos de l'empresa o sigui els accionistes, els creditors i els empleats, de la potencial mala conducta directiva. Aquesta implicació dels business angels en el rol de supervisió i control ha estat tractat només en 3 dels 14 articles estudiats per Politis i té molt a veure amb el problema d'agència i l'asimetria d'informació que tractarem amb més detall més endavant.

Tot i que de moment no volem entrar en més detalls, si que podem dir que basant-nos en la teoria d'agència, és convenient que els business angels proporcionin un valor afegit gràcies a la seva implicació en les tasques de supervisió i control i que aquestes tasques ajudin a minimitzar la potencial informació asimètrica i per tant a reduir els costos d'agència.

Rol de proveïdor de recursos.

En 10 dels 14 estudis estudiats s'indica que els business angels proveeixen a les empreses on inverteixen dels recursos oportuns a través de les seves xarxes de contactes personals. El valor afegit que proporciona aquest rol de proveïment de recursos pot ser relacionat amb activitats com la interrelació amb grups d'inversors, proporcionant importants contactes a tots nivells i facilitant l'aixecament de fons addicionals.

En relació a aquest darrer aspecte, Sørheim (2005) indica que els emprenedors haurien de tenir molt en compte el grau d'experiència acumulada per un business angel, ja que aquest pot jugar un paper clau a l'hora de proporcionar finançament addicional al projecte, en conseqüència tots els emprenedors, però especialment aquells que no tenen experiència empresarial prèvia, sortiran molt beneficiats si incorporen en el seu projecte business angels que tinguin experiència com a facilitadors de finançament addicional.

Aquest finançament addicional sovint s'obté a través d'una de les principals aportacions dels business angels a l'empresa, la seva xarxa de contactes. En molts casos la xarxa de contactes del business angel tindrà un paper clau a l'hora de garantir el finançament addicional a l'empresa. Per això, des del punt de vista de l'emprenedor, és molt important que el business angel tingui una bona reputació, trajectòria, experiència, o com se li vulgui dir, en la regió on viu i treballa. En relació a la reputació, tal i com indica Granovetter (1985) val més tenir un coneixement detallat d'algun dels tractes que hagi realitzat una persona en el passat, que no l'afirmació que se sap que aquesta persona és fiable.

Una de les conclusions interessants de l'estudi de Sørheim (2005) és que els business angels que operen a nivell regional tenen accés directe a molts directors d'entitats financeres (bancs i caixes) de la regió i això els permet desenvolupar un paper clau a l'hora d'aconseguir finançament d'aquestes entitats. Com que les entitats financeres ja coneixen la bona reputació d'aquests business angels gràcies als tractes realitzats en negocis anteriors, els seus responsables els hi atorguen una elevada fiabilitat.

En aquesta mateixa línia s'expressa un treball de Paul, Whittam i Johnston (2003) que indica que gairebé la meitat dels business angels escocesos inclosos en la mostra analitzada van indicar que havien ajudat a l'empresa a aconseguir finançament addicional. A més la gran majoria creien que la seva aportació a l'empresa invertida havia anat molt més enllà d'una simple aportació financera i consideraven que havien ajudat al desenvolupament del negoci amb les seves habilitats directives i els seus contactes.

Rol de mentor o conseller.

L'últim rol de valor afegit és la implicació dels business angels en activitats de conselleria i és tractat en 5 dels 14 estudis. Els business angels, en tant que inversors i sovint també emprenedors experimentats poden fàcilment realitzar la tasca d'aconsellar als emprenedors menys experimentats. L'objectiu d'aquest rol és construir una relació estable i compromesa amb l'emprenedor mostrant-se com un soci útil, obert i confiat.

Segons Politis (2008) les activitats que es poden relacionar amb aquest paper de conselleria inclouen la proporció de suport moral i d'ànims, el compartiment de les càrregues pròpies d'engegar un negoci i la provisió d'una visió més amplia, entre d'altres, sempre buscant una relació de solidaritat i confiança. Sembla que aquest rol de mentor que realitzen els business angels té molt més a veure amb la seva experiència emprenedora que no amb la seva activitat inversora.

Com es pot observar en la taula 16, Politis (2008) ha associat cada un dels quatre rols d'addició de valor amb una perspectiva teòrica que expliqui com els business angels poden afegir valor a les empreses on inverteixen.

Taula 16. Perspectives teòriques sobre com afegixen valor els business angels.

Rol d'addició de valor	Com afegixen valor els business angels?	Apuntaments Teòrics
Rol estratègic (caixa de ressonància)	Construint i protegint el farcell de recursos valuosos dins l'empresa	Teoria basada en el recurs
Rol de supervisió i control	Minimitzant conflictes d'interessos per mitjà de mecanismes de control formals	Teoria d'agència
Rol de proveïdor de recursos	Creant i mantenint un flux estable de recursos crítics	Teoria de dependència de recurs
Rol de mentor o conseller	Minimitzant conflictes d'interessos per mitjà de mecanismes de control informals	Teories de govern relacional

Font: Adaptada de Politis, D. 2008. Business angels and value added: what do we know and where do we go? Venture Capital Vol 10 (2) pàgina 137.

Un altre aspecte que tracta el treball de Politis (2008) té a veure amb associar els diferents rols d'addició de valor en dues dimensions:

La primera dimensió es centra en determinar si l'addició de valor afegit es relaciona amb la construcció d'un recurs competitiu a l'empresa (Brush, Greene i Hart, 2001) o amb el govern de les relacions laborals entre el business angel i l'emprenedor (Cable i Shane, 1997). Aquesta distinció es relaciona amb els dos sistemes de qualsevol negoci: el sistema de producció i el sistema de govern (Huse i Gabrielsson, 2004). El sistema de producció se centra en els recursos de la direcció de l'empresa, concretament en atreure i mantenir recursos i canalitzar-los eficaçment cap als productes i/o serveis, els quals en el fons determinaran l'actuació de l'empresa. El sistema de govern, en canvi, se centra en les relacions i interaccions que assignen drets i responsabilitats entre els diversos proveïdors de recursos d'una empresa. Entre altres coses, el sistema se centra en el disseny de mecanismes de govern particulars per determinar com es desplegaran els recursos organitzatius i com tractar la resolució de conflictes entre actors organitzatius que tenen objectius potencialment divergents.

Segons Politis (2008) les contribucions de valor afegit centrades en la necessitat d'assegurar recursos a l'empresa són el rol estratègic (caixa de ressonància) i el rol de proveïment de recursos i per tant les centrades a governar la relació entre el business angel i l'emprenedor són el rol de supervisió i control i el rol de mentor o conseller.

La segona dimensió té a veure amb determinar si els diferents rols d'addició de valor es basen en el capital humà dels business angels o el capital social. En aquest sentit, com indiquen Politis i Landström (2002) tant l'una com l'altra es poden veure com les capacitats i els actius personals que els business angels han desenvolupat al llarg de la seva carrera professional.

El capital humà té a veure amb les habilitats i el conjunt de coneixements productius que els business angels han adquirit a través de les diferents feines i càrrecs que han desenvolupat, en canvi seguint a Adler i Kwon (2002) el capital social, pot ser definit com l'avantatge creat per la localització d'un individu dins un estructura de relacions.

Segons Politis (2008) les contribucions de valor afegit basades en el capital humà dels business angels són el rol estratègic i el rol de supervisió i control i en canvi les contribucions de valor afegit basades en el capital social dels business angels són el rol de proveïdor de recursos i el rol de mentor.

En la figura 12 és pot veure aquesta doble classificació dels diferents rols o contribucions de valor afegit que els business angels realitzen en les empreses on inverteixen.

Figura 12. Business angels i valor afegit: una ordenació lògica.

	Valor afegit basat en el capital humà	Valor afegit basat en el capital social
Proveïment de recursos	Rol estratègic (caixa de ressonància)	Rol de proveïdor de recursos
Govern	Rol de supervisió i control	Rol de mentor o conseller

Font: Politis, D. 2008. Business angels and value added: what do we know and where do we go? Venture Capital Vol 10 (2) pàgina 139.

Per concloure aquest apartat simplement indicar que malgrat que els quatre rols d'addició de valor que s'han identificat es puguin veure diferents, per Politis (2008) també haurien de ser vistos com complementaris i connectats l'un amb l'altre.

6.2.5 La distància, la durada, el rendiment i les vies de sortida de les inversions dels business angels.

En aquest apartat farem algunes referències a 4 aspectes molt característics de les inversions dels business angels són:

- La distància entre l'empresa on inverteixen i el seu domicili.
- La durada o termini que desitgen mantenir la seva inversió.
- El rendiment que esperen obtenir i el que en el seu cas han obtingut de les seves inversions.
- La via de sortida o mecanisme a través del qual pensen vendre les accions de l'empresa.

La distància.

Un tret característic de la inversió dels business angels és que inverteixen prop de casa, no hi ha una distància universal, alguns estudis indiquen que ho fan a 100 Km (Clos Nogueras,

2005), altres en canvi a 100 milles (Paul, Whittam i Johnston, 2003), però quilòmetre amunt quilòmetre avall podem concloure que generalment són inversions properes.

Així per exemple un estudi de Harrison, Mason i Robson (2003) mostra que un 54% de les inversions realitzades per una mostra de 127 business angels del Regne Unit eren locals (es feien dins del mateix comtat), el 17% es van fer en comtats adjacents, el 24% van ser de llarga distància i el 5,1% van ser inversions a l'estranger. En la mateixa línia un estudi de Paul, Whittam i Johnston (2003) mostrava que el 62,1% dels business angels escocesos de la mostra expressaven una clara preferència per invertir en una empresa que no estigues més lluny de 100 milles (161 Km) de casa seva.

A pesar d'aquesta preferència general per invertir prop de casa, Harrison, Mason i Robson (2003) aporten algunes consideracions interessants a la relació entre el tipus d'inversió i la distància, així:

- Les inversions en empreses de base tecnològica solen fer-se a nivell local, això vol dir que és difícil que un inversor inverteixi en una empresa molt allunyada del seu domicili si aquesta és tecnològica.
- Hi ha una certa relació entre la coinversió i el fet d'invertir prop de casa, la qual cosa implica que les relacions creades en les xarxes locals són importants en el procés d'inversió informal.
- El potencial econòmic local juga un paper important en la relació entre la localització dels inversors i la distància. Així els business angels tendeixen a invertir prop de casa quan aquests viuen en les zones més densament poblades, amb elevats índex d'activitat econòmica i amb la presència d'un elevat nombre d'empreses de base tecnològica. En aquest sentit, Catalunya sens dubte és una zona privilegiada en tots els sentits, per tant podíem dir que la gran majoria dels business angels catalans no tindran gaire o cap interès en invertir fora del seu territori.
- Els business angels que tendeixen a invertir prop de casa, tenen també tendència a fer les inversions en les primeres etapes de l'empresa, en canvi aquells que prefereixen fer inversions a major distancia prefereixen fer-les en empreses que ja es troben en etapes més avançades.
- Els business angels que tendeixen a fer inversions d'importants petits tendeixen a invertir prop de casa, pel contrari els que inverteixen grans quantitats de diners tendiran a invertir en empreses més allunyades del seu domicili.
- Els business angels amb més experiència (els que fan més inversions) sembla que estan més disposats a invertir lluny de casa, probablement pel fet que ja hagin esgotat les oportunitats més properes i per continuar invertint hagin d'anar més lluny.

- Els business angels que inverteixen sols, de forma individual i pel seu compte, tendeixen a invertir prop de casa, en canvi aquells inversors que inverteixen amb un sindicat a través d'un inversor líder tendeixen a invertir lluny de casa. En aquest sentit cal estar atent a l'evolució del sector, ja que si la tendència general passa a ser la d'invertir de forma sindicada, això podria suposar un fre al desenvolupament d'algunes regions. Afortunadament creiem que no seria el cas de Catalunya, sinó de regions menys desenvolupades, ja que els business angels tendrien a invertir en aquelles regions més potents econòmicament com de fet ja està fent el capital risc institucional.

En relació a aquest darrer aspecte, val la pena indicar que més endavant dedicarem un apartat a analitzar les diferències entre els business angels tradicionals i les noves formes d'operar dels business angels més moderns.

La durada de la inversió.

Segons un estudi de Mason i Harrison (2002a) el període de tinença mig dels business angels del Regne Unit era de 4 anys. Tanmateix, aquest període variava en funció del resultat de la inversió, així les inversions que van generar uns beneficis satisfactoris, ja fossin correctes o excepcionals, si que efectivament van estar en mans dels business angels durant un període mig de 4 anys. En canvi aquelles inversions deficitàries, les que van generar pèrdues van tenir una durada mitjana de 2 anys. D'altra banda aquelles inversions que van generar una rendibilitat positiva però molt baixa, van estar en mans dels seus propietaris durant 6 anys.

A la llum dels resultats de l'estudi de Mason i Harrison (2002a), podríem dir doncs que és molt difícil que les inversions dels business angels puguin generar beneficis abans de dos anys, i també que si als quatre anys no ha generat uns bons beneficis ja és força difícil que els generin més endavant. En tot cas però, això només són dades d'un estudi i no precisament del nostre entorn, per tant creiem que ens les hem de prendre com un simple indicador. Cal això si, que aquests resultats no són gaire diferents de la majoria d'estudis consultats, ja que els terminis mitjos d'inversió solen estar més o menys entre 3 i 5 anys.

Pel que fa al temps que els inversors estan disposats a mantenir les seves inversions, si que en tenim més dades, ja que això és una preferència que el business angel indica abans d'invertir. En aquest sentit un estudi de Brettel (2003) indicava que més de la meitat dels business angels alemanys de la mostra estaven disposats a mantenir les seves inversions

durant més de tres anys. També un estudi de Reitan i Sørheim (2000) mostrava que un 43% dels business angels enquestats esperaven mantenir les seves inversions entre 3 i 5 anys.

En tot cas però entenem que aquestes dades no són gaire interessants, ja que el que volen els business angels és obtenir beneficis i per tant s'hauran d'acomodar a aquells terminis que siguin més rendibles i que segons l'estudi de Mason i Harrison (2002a) són 4 anys.

A casa nostra de moment no disposem de dades fiables sobre la durada de les inversions dels business angels, ja que són molt poques les inversions que han completat tot el cicle i per tant que s'hagin tancat. En tot cas creiem que d'aquí a un parell d'anys ja podrem començar a disposar d'un volum suficient de dades en aquest sentit i per tant estarem molt pendents per tal d'extreure'n les primeres conclusions.

El rendiment.

Quan parlem de rendiment, sempre, però en el cas de la inversió angel més encara, hem de distingir entre rendiment esperat i rendiment realment obtingut. Evidentment no hi ha cap business angel que esperi perdre diners en la seva inversió, en aquest sentit el business angel és molt més exigent que no aquells altres inversors informals que són familiars directes de l'emprenedor. Però malgrat que cap business angel esperi obtenir pèrdues això és el que malauradament els hi passa molt sovint, ja que aquest tipus d'inversions són molt arriscades.

Cal dir que la informació sobre els rendiments obtinguts en les inversions realitzades pels business angels són, a diferència de les realitzades pels fons de capital risc, molt escasses. Un dels primers treballs que van intentar aportar llum sobre aquest tema és el de Mason i Harrison (2002a) realitzat a partir de dades de 128 inversions efectuades per 127 inversors informals del Regne Unit. Indicar que en aquest treball Mason i Harrison utilitzen indistintament la terminologia d'inversors informals i la de business angels, a pesar que com s'ha indicat anteriorment, per a ells aquestes dues figures no són exactament el mateix.

Tal i com indiquen Mason i Harrison (2002a) la distribució dels rendiments és molt esbiaixada, això vol dir que mentre uns obtenen unes rendibilitats molt bones, altres les obtenen molt dolentes i d'alguna forma no hi ha un terme mig. Concretament indiquen que un 34% de les inversions van acabar en ruïna, van perdre tots els diners invertits, un 13% van tenir pèrdues o rendiments pràcticament nuls i en canvi un 23% de les inversions de la

mostra van obtenir una TIR igual o superior al 50%, entre les quals, un 10% van obtenir rendibilitats superiors al 100%.

A la vista dels resultats d'aquest estudi podríem dir doncs que és més fàcil que els inversors informals ho perdin tot que no pas que obtinguin una rendibilitat igual o superior al 50%, podríem dir també que els inversors informals pràcticament tenen la mateixa probabilitat de tenir beneficis que de tenir pèrdues. En tot cas però, com ja s'ha dit, això només són dades de 128 inversions, i per tant no considerem que es puguin generalitzar als milers d'inversions d'aquests tipus que es fan arreu del món.

Mirant a la taula 17 i fent una ràpida comparativa entre els rendiments obtinguts pels inversors informals i els fons de capital risc que inverteixen en empreses en fases inicials podem observar que el percentatge dels primers que obtenen pèrdues és molt inferior (38,9%, contra 64,2%). Com indiquen Mason i Harrison (2002a) això d'alguna manera es podria interpretar com que els inversors informals estan molt més preocupats en no obtenir pèrdues que els fons de capital risc, ja que tenen més dificultats per diversificar, una teoria ja defensada anteriorment per Benjamin i Margulis (1996).

Taula 17. Comparativa entre els rendiments dels inversors informals i els fons de capital risc que inverteixen en empreses en fases inicials.

TIR	% d'inversions de fons de capital risc	% d'inversions d'inversors informals
Negativa	64,2	39,8
0 – 24 %	7,1	23,8
25 -49 %	7,1	12,7
50 – 99 %	9,5	13,3
100 % o més	12,0	10,2

Font: Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2002. Is it Worth it? the Rates of Return from Informal Venture Capital Investments. Journal of Business Venturing Vol 17 (3) pàgina 224.

D'altra banda també s'observa que els business angels són capaços de generar més inversions amb rendiments superiors als 25% que no els fons de capital risc (36,2% contra 28,6%). Segons Mason i Harrison (2002a) això es pot deure a dues raons: a que sàpiguen seleccionar i avaluar les ofertes d'inversió millor que els administradors dels fons de capital

risc o bé que siguin capaços de fer millors contribucions de valor afegit a les empreses en que participen.

En relació a aquestes diferències de rendiment només indicar que Wiltbank i Sarasvathy (2002) sostenen que són degudes al fet que els processos de decisió utilitzats pels business angels i els administradors dels fons de capital risc difereixen en el seu contingut cognitiu i en la lògica global. Mentre que els administradors dels fons de capital risc tendeixen a utilitzar un enfocament basat en la racionalitat causal predictiva, els business angels són més eficaços i prenen les seves decisions basant-se en la lògica de control no predictiu.

Amb anterioritat al treball de Mason i Harrison (2002a), un treball de Lumme, Mason i Suomi (1996) ja havia intentat indagar sobre els rendiments dels business angels finlandesos. El seu treball concretament es basava en 49 inversions realitzades per 39 business angels. L'estudi mostra que un 20% de les inversions van obtenir rendiments superiors al 20%, un 13% de les inversions van obtenir rendiments positius però inferiors al 20%, un altre 13% no va obtenir ni guanys ni pèrdues i el 54% restant va tenir pèrdues, un 16% només parcials i l'altre 38% van perdre tots els diners invertits.

Un estudi posterior que també treballa sobre el rendiment dels business angels és el de Lindsay (2004), concretament aquest treball es basa en la premissa que els business angels necessiten ser uns experts empresaris per tenir èxit. Una de les diferències que trobem entre l'estudi de Lindsay (2004) i el de Mason i Harrison (2002b) citat anteriorment és que en el primer els percentatge de business angels de la mostra que havia declarat haver participat en la creació d'una empresa era només del 10%, una xifra força inferior al del segon.

Sigui o no per aquesta manca d'experiència com a emprenedors que tenien els business angels de la mostra de l'estudi de Lindsay (2004) els resultats mostren que només un 8% d'aquests business angels van declarar haver obtingut una TIR superior al 20%, un rendiment molt inferior al mostrat per l'estudi de Mason i Harrison (2002a) on un 23% dels enquestats declarava haver obtingut una TIR superior al 50%.

D'altra banda segons Mason i Harrison (2002a) sembla que les grans inversions, aquelles que suposen la coinversió de molts agents inversors, són les que tendeixen a generar majors rendiments, TIRs iguals o superiors al 50%, tot i que no totes les inversions que van generar un alt rendiment van complir aquestes característiques.

Pel que fa als rendiments que esperen obtenir els business angels, cal dir que disposem de molta més informació, ja que no cal haver venut la inversió per saber-ho, de fet aquesta dada els business angels ja se la plantegen abans d'invertir. De fet però com que entenem que aquest aspecte no és tant interessant com el rendiment real, tants sols direm que segons Tingchi i Po Chang (2007) en la creixent economia Xinesa el rendiment anual esperat pels business angels és del 32,5% mentre que segons Jeng i Wells (2000) el capital risc formal espera rendiments del 40%.

Si alguna conclusió podem extreure de totes aquestes dades és que la inversió en empreses de recent creació que no cotitzen en cap mercat és força arriscada, tant que sovint comporta pèrdues. En qualsevol cas, creiem que el més interessant és aprofundir en esbrinar quines són les conductes o tipologies d'inversió que tenen més èxit per poder-les fomentar i generalitzar. A més, el realment interessant és saber quines són aquestes conductes a casa nostra, no al Regne Unit ni a Suècia ni a la Xina, per tant creiem que una important línia de recerca a seguir és esbrinar quines són les conductes que poden proporcionar un bon rendiment als business angels catalans. És la nostra intenció fer alguna aportació en aquesta línia en un futur no gaire llunyà.

La via de sortida.

Un estudi de Brettel (2003) mostra que les estratègies de sortida (desinversió) previstes pels business angels són:

- Sortida a borsa de la companyia.
- La venda a una altra societat.
- La venda als accionistes existents.
- La venda a inversors institucionals.
- La venda d'accions a l'empresa.
- No tenen clara l'estratègia de sortida
- No es pot generalitzar, depèn de cada cas concret.
- No tenen planejada la venda de les seves accions.
- Altres

Amb tot, segons Brettel (2003) les vies de sortida previstes més citades pels business angels alemanys són la sortida a borsa i la venda a una altra companyia.

D'altra banda com indica Liechtenstein (2004) els business angels que han tingut èxit en les seves inversions coincideixen a assenyalar que no existeixen receptes de desinversió. El que si existeix segons aquests business angels, són escenaris, opcions o oportunitats de desinversió. Concretament remarquen que *«el que és veritablement rellevant és tractar de determinar, estructurar i acordar com rebrà el business angel els seus diners i com, per tant, realitzarà els seus guanys»*. Liechtenstein (2004) pàg. 89

Segons Liechtenstein (2004) els business angels utilitzen bàsicament 4 tipus o vies de desinversió: la liquidació, la sortida a borsa, la venda de l'empresa a un tercer i la retirada de beneficis.

- La liquidació, que és la clàssica via de tancament del negoci i per tant de sortida per aquelles inversions que han fracassat. És evidentment una via no desitjada, però com indica Liechtenstein (2004) en determinades circumstàncies pot no ser tant negativa com es pugui pensar, ja que si es decideix en el moment oportú i no massa tard pot estalviar molts costos i preocupacions.
- La sortida a borsa, que és un procés molt comú als EUA, però en canvi menys habitual i més complex a Europa i especialment a Catalunya i Espanya. En aquest sentit tant sols recordar que als EUA, només a Silicon Valley, entre el 1983 i el 2002, van sortir a borsa més de 600 empreses i que en canvi a Espanya, en el mercat continu hi cotitzen menys de 200 empreses i al MAB (Mercat Alternatiu Borsari) tant sols 8.
- La venda a un tercer, normalment a una altra empresa "*trade sale*" és una de les vies de desinversió més adoptades pels business angels, sobretot a casa nostra. És més fàcil que l'empresa aconseguixi cridar l'atenció d'una empresa que vulgui accedir a aquell sector i que per tant desitgi comprar-la que no pas aconseguir que l'empresa creixi tant com per sortir a borsa i despertar l'interès de milers de petits i grans inversors.
- La retirada de beneficis, que de fet no és una via de sortida, ja que el business angel continua mantenint la seva participació en l'empresa, consisteix per tant en anar cobrant dividendes cada any enlloc de vendre l'empresa.

També Mason i Harrison (2002a) indiquen que la venda comercial, o sigui la venda de l'empresa a un tercer, generalment una altra empresa, és la principal via de sortida o recollida de beneficis per part dels business angels. Aquestes vendes comercials s'utilitzen tant per les inversions que han proporcionat un alt rendiment, com per aquelles que han tingut un rendiment més moderat o fins i tot aquelles que simplement no han tingut pèrdues. En canvi les oficines de la propietat intel·lectual s'utilitzen només en aquelles inversions d'alt rendiment i són per tant molt menys comuns.

6.2.6 Les xarxes relacionals dels business angels. Un exemple.

Com ja hem indicat anteriorment els business angels poden aconseguir diferents recursos gràcies a les xarxes relacionals que mantenen amb altres persones. Concretament Tichy (1981) en distingeix quatre:

- Informació. Aquí dins hi trobaríem per exemple els coneixements de gestió empresarial i el consell professional proporcionat per advocats, comptables i altres assessors.
- Béns i serveis com ara recursos financers o bé actius com ara maquinària i instal·lacions.
- Expressions d'afecte o suport emocional. Aquests recursos no han estat gaire estudiats, però com assenyalen Steier i Greenwood (1995) poden tenir una gran importància en les empreses de recent creació o *start-ups*.
- Influència política. Segons Steier i Greenwood (1995) les xarxes també es poden utilitzar per a propòsits polítics, tot i que normalment no seran mai aquests els propòsits dels business angels.

Un dels treballs que aprofundeix en aquestes xarxes relacionals és el de Steier i Greenwood (1999), l'objectiu del qual no era altre que entendre millor com es desenvolupen les xarxes financeres de les noves empreses. Per dur a terme la seva recerca Steier i Greenwood van analitzar els esdeveniments més essencials d'una empresa fundada el 1987 a Calgary al Canadà, dedicada al sector del petroli, durant un període de 7 anys, període en el qual aquesta organització va passar de ser una petita empresa de recent creació fins a comptar amb 40 empleats i amb una xifra de vendes de 4 milions de dòlars canadencs.

A partir d'aquesta recerca Steier i Greenwood (1999) proposen un model de quatre etapes en el desenvolupament de les xarxes de business angels en l'empresa. Dit d'una altra forma, la creació d'una xarxa d'inversors informals o business angels passa per quatre etapes, cadascuna d'elles caracteritzada per un desafiament directiu diferent i per unes característiques definitòries particulars:

- En la primera etapa, la "Navegació Inicial" o "*Kissing Frogs*" a l'emprenedor i als primers inversors se'ls hi planteja el desafiament de localitzar les fonts de recursos financers necessaris i intentar construir una xarxa amb el major nombre possible de contactes. A banda de desenvolupar contactes nous, aquest procés implica l'explotació de vincles ja prèviament establerts, cosa que sovint es fa reactivant relacions inactives.

- En la segona etapa, la de “Consolidació”, l'empresari o emprenedor i els business angels s'encaren amb el desafiament de mobilitzar els recursos necessaris. Una xarxa es crea reforçant aquelles relacions que faciliten una intenció estratègica.
- En la tercera etapa, anomenada “d'Enriquiment”, els propietaris de l'empresa s'encaren amb el desafiament d'optimitzar els recursos disponibles dins de la xarxa. El contingut transaccional de la relació es torna multidimensional, ja que els propietaris accedeixen a partir dels seus vincles a molt més que recursos financers com ara consell, informació crítica, suport emocional, legitimitat, i nous contactes.
- En la quarta etapa, la de “Reconfiguració”, a l'equip directiu se li planteja el desafiament de gestionar una xarxa més gran i més complexa al mateix temps que intenta establir nous vincles que permetin el creixement futur de l'empresa. Els trets característics d'aquesta fase inclouen el creixement continuat de la xarxa, que implica: que altres persones de l'empresa assumiran la responsabilitat de gestionar algunes de les relacions; que la comunicació esdevingui més formalitzada, que els models de relació es reconfigurin i que alguns contactes de la xarxa siguin eliminats.

Amb l'única intenció de proporcionar al lector un exemple gràfic d'aquestes 4 etapes per les quals ha de passar la creació d'una xarxa de business angels a l'entorn d'una empresa creiem que serà oportú mostrar de forma molt resumida la història dels primers anys de vida de l'empresa petrolera canadenc ZIP fundada el 1987 a Calgary.

Seguint el relat de Steier i Greenwood (1999), l'empresa ZIP havia nascut de la idea de dos cunyats que amb prou feines es coneixien i que havien quantificat els costos de posada en marxa en 600.000 dòlars canadencs. Donat que el patrimoni dels dos socis no podia finançar aquesta xifra un dels socis es va dedicar en cos i ànima a buscar un nou soci. Després d'uns mesos de recerca, durant els quals, entre altres coses, va presentar el projecte a uns quants fons de capital risc, finalment va trobar el suport financer, però també d'altre tipus, d'un business angel jubilat coneixedor del sector i amb qui el pare del fundador havia tingut contactes anteriorment. Aquest nou soci va aportar 100.000 dòlars canadencs, una quantitat considerable, però no suficient. Gràcies però a la xarxa de contactes d'aquest nou soci va arribar un segon business angel que unes setmanes més tard portava al negoci a un tercer business angel i així fins a aconseguir-ne un total de 13, que globalment van aportar 200.000 dòlars canadencs, que si bé no cobrien totes les necessitats, sí que permetien engegar l'empresa.

Com destaquen Steier i Greenwood (1999) un dels fundadors havia creat una xarxa de business angels que constava de 13 inversors. Malgrat que inicialment el fundador veia a

aquests inversors bàsicament com a simples proveïdors de recursos financers, els recursos que aquests aportaven anaven molt més enllà, tenien múltiples dimensions. Així el primer soci o business angel amb qui va contactar era una important font de legitimitat per els altres inversors, gràcies a la seva dilatada experiència i reputació en el sector, però no només això, també proporcionava un valuós encoratjament a banda de consell i suport. D'altra banda el segon business angel era també un actiu promotor del producte de la nova empresa dins de la indústria petrolera. El tercer inversor era un amic de confiança del fundador i li proporcionava entre altres coses un valuós suport emocional. El quart inversor era un experimentat home de negocis que ja havia invertit en altres empreses de recent creació i que els proporcionava solidesa interna i assessorament jurídic. En definitiva la xarxa que havia anat teixint un dels fundadors aportava 3 dels quatre recursos citats anteriorment, ja que en aquest exemple no hi ha evidències d'influència política.

Prosseguint amb l'evolució de ZIP, Steier i Greenwood (1999) indiquen que l'empresa va haver de recórrer a dues rondes addicionals de finançament. La primera va tenir lloc el 1988 (un any després de la creació) i va córrer a càrrec dels 13 inversors originals i en ella es van duplicar els 200.000 dòlars canadencs inicials. La segona, realitzada el 1989, va ser motivada pels seriosos problemes de tresoreria deguts al mal servei prestat per part dels proveïdors de l'empresa. Aquesta segona ronda es va completar en part amb aportacions dels antics accionistes, però també gràcies a la incorporació a l'empresa de dos business angels nous, entre tots van aportar 200.000 dòlars canadencs més i així obtingueren els 600.000 dòlars canadencs previstos inicialment.

A pesar d'aquestes dues rondes addicionals l'empresa continuava necessitant recursos, i com indiquen Steier i Greenwood (1999) això la va portar a contactar de nou amb el capital risc formal, però una vegada més aquest va desestimar invertir-hi. Finalment a finals de 1989 l'empresa havia aconseguit la mida i el potencial suficient per atreure l'interès i el suport de les agències governamentals i va aconseguir un préstec lliure d'interessos de 500.000 dòlars canadencs.

Evidentment la història de ZIP no acaba aquí, però creiem que aquests quatre paràgrafs són suficients per exemplificar, si més no les primeres etapes, per les quals tota empresa passa a l'hora d'establir una xarxa de business angels al seu entorn.

6.2.7 Els contractes d'inversió dels business angels.

Si després de les corresponents trobades entre l'emprenedor i els business angels, després d'haver efectuat la deguda diligència i d'arribar a un acord sobre la valoració de l'empresa, finalment el business angel vol prendre una participació en l'empresa, és el moment de redactar el contracte d'inversió.

Com s'ha indicat anteriorment, els contractes d'inversió que redacten els business angels tenen poc a veure amb els contractes que utilitzen els fons o les societats de capital risc. Cal dir però, que com apunten Prowse (1998) i Ibrahim (2008), entre els business angels es poden observar diferències pel que fa al seu grau de sofisticació financera, més concretament en l'apartat següent distingirem entre la forma d'operar del business angel tradicional i els nous business angels molt més sofisticats. Per Prowse (1998) aquests darrers àngels més sofisticats tendeixen a insistir en formalitzar contractes d'inversió semblants als formalitzats en el mercat organitzat de capital privat, uns contractes que contenen una gran quantitat de mecanismes per superar els problemes de risc moral i protegir-los en cas de mals resultats, en canvi els business angels tradicionals, menys o gens sofisticats ometen qualsevol tipus de protecció, fins i tot les més bàsiques.

Per analitzar els contractes que realitzen els business angels tradicionals recorrerem al treball de Wong (2002), ja que ofereix un dels millors estudis de disseny dels contractes realitzats pels business angels. Concretament es basa en 215 rondes d'inversió realitzades en 143 empreses dels EUA entre 1994 i el 2001. Ja podem apuntar que segons Wong (2002) tots aquests contractes revelen que els àngels tradicionals utilitzen contractes simples que són entesos en termes molts més amistosos pels emprenedors que els que els hi ofereix el capital risc institucional.

Segons Wong (2002) en la majoria dels casos, els contractes dels business angels tradicionals no utilitzen cap dels cinc mètodes, –descrits anteriorment a la pàgina 63– dissenyats pel capital risc per mitigar la incertesa, l'asimetria de la informació, i els costos d'agència en l'inici de les inversions. Això implica per exemple, que els business angels tradicionals rebin accions ordinàries i no preferents a canvi de la seva aportació financera, que normalment es produirà en les primeres fases de posada en marxa, que no incrementin la seva participació en el consell de direcció en les successives rondes de finançament, que tampoc utilitzin els pactes negatius, –en aquest sentit Wong va trobar que només un 5,1% dels business angels tradicionals els havia utilitzat– i finalment que tampoc sigui gaire

freqüent l'ús dels drets de sortida. En relació a aquests darrer punt l'estudi de Wong va mostrar que no s'havia redactat cap contracte que permetés als business angels vendre les seves accions a l'emprenedor, però en canvi, en 38 contractes l'emprenedor es reservava una opció de compra sobre les accions del business angel.

La raó per la qual els business angels recorren a uns contractes tant senzills, si més no en relació als que utilitza el capital risc formal, probablement per una part de l'opinió pública es degui al fet que els business angels són menys sofisticats des d'un punt de vista financer que el capital risc institucional, no obstant, com defensa Ibrahim (2008) aquesta creença és completament falsa, ja que les principals raons que s'argumenten en aquest sentit es poden desmuntar una a una com tot seguit evidenciem:

- Un dels motius més utilitzats és el d'indicar que els business angels no tenen prou poder de negociació respecte als emprenedors per poder imposar els mateixos contractes que el capital risc formal. Aquest argument probablement és el més fàcil de desmuntar, ja que tothom és conscient que hi ha moltes més empreses primerenques necessitades de finançament que business angels disposats a finançar-les. Igualment es pot desmuntar l'argument que la manca de poder de negociació és deu a una suposada competència entre business angels; primer perquè com ja s'ha apuntat no hi ha un excés de business angels, sinó tot el contrari en caldrien molts més i segon perquè si existís aquesta competència, com indica Ibrahim (2008) aquesta incidiria en la valoració de la companyia més que en les clàusules del contracte.
- Una altre explicació que sovint es fa servir es basa en el fet que els business angels no necessiten contractes sofisticats perquè redueixen el risc de la seva cartera gràcies a la diversificació. En contra d'aquest argument es poden esgrimir dues grans raons: la primera és que el capital risc formal tot i que diversifica també utilitza aquests contractes sofisticats i la segona és que els business angels tradicionals precisament diversifiquen poc. Com s'ha dit anteriorment, és molt fàcil diversificar quan un inverteix a la borsa, però molt més difícil quan volem invertir en empreses de recent creació que no cotitzen en cap mercat.
- Sovint es comenta també que els business angels són inversors poc sofisticats, que es conformen amb contractes simples perquè no saben fer-ne de millors. Potser si que alguns business angels són poc sofisticats i aquesta manca de sofisticació, pot explicar una part del disseny d'aquests contractes, però com indica Ibrahim (2008) aquest no és el principal factor causant de la simplicitat contractual. Hi ha dos motius que ho demostren, el primer és que els business angels són individus amb grans

patrimonis, en definitiva inversors acreditats, i el segon és que molts d'aquests business angels han estat també emprenedors i per tant coneixen bé la problemàtica de crear una empresa.

Per tant sembla clar que no és cap de les raons citades anteriorment la causa per la qual els business angels utilitzen contractes molt més simples que no el capital risc formal. Més aviat, com defensa Ibrahim (2008) els business angels són inversors sofisticats que prenen decisions d'inversió intel·ligents i per tant cal buscar explicacions racionals al seu comportament.

Seguint a Ibrahim (2008) aquestes explicacions racionals es poden classificar en dos grans grups, la racionalitat financera del disseny dels contractes i les motivacions no financeres que tenen els business angels.

Pel que fa a la primera categoria, la de la racionalitat financera del disseny dels contractes, Ibrahim (2008) la justifica a partir de 3 raons, tot i que es pregunta si també en pot existir una quarta:

1- La necessitat d'un posterior finançament per part del capital risc formal.

El primer que entenen els business angels racionals és que ells proporcionen la primera font de recursos externs a l'empresa, però no l'última. Dit d'una altra forma, si volen guanyar diners amb la seva inversió, probablement els caldrà que posteriorment a la seva inversió, l'empresa també compti amb el finançament del capital risc formal i per tant no els convé imposar a l'empresa determinades clàusules que puguin posar en perill la participació del capital risc.

2- Substitució del contracte per elements informals.

La segona raó per la qual el disseny simple dels contractes dels business angels és financerament racional té a veure amb el tipus de relació que s'estableix entre el business angel i l'emprenedor. Els business angels substitueixen la complexitat dels contractes del capital risc a través de mètodes més informals de detecció i seguiment dels emprenedors a través de la participació activa en el desenvolupament del risc.

3- La teoria dels costos de transacció.

Una altra explicació de la racionalitat financera dels contractes dels business angels tradicionals prové de la teoria dels costos de transacció "*Costly Contracting Theory*". Aquesta teoria que té el seu origen en els costos de transacció, prediu que el nivell de complexitat del contracte dependrà dels costos de determinació, negociació, seguiment, execució, i fins i tot de redacció de les disposicions del contracte i, per descomptat, de la quantia dels fons negociats.

Com indiquen Gompers i Lerner (2004) pàg. 66 «*la teoria dels costos de transacció prediu que la negociació i aplicació de disposicions explícites són costoses, per això els pactes s'inclouen només quan els beneficis de la restricció de l'activitat són més grans que els costos.*» Aquesta és per tant la raó per la qual als business angels no els és rendible dissenyar, redactar, supervisar i fer complir uns contractes molt sofisticats quan només inverteixen petites quantitats de diners –molt petites si les comparem amb el capital risc formal– i quan la durada d'aquests contractes serà probablement breu.

4- La reputació i les sancions judicials?

Aquest possible quart factor figura acompanyat d'un interrogant, ja que hi ha diversitat d'opinions sobre el fet que els inversors (business angels o capital risc) puguin utilitzar la por que l'emprenedor pugui tenir a adquirir una mala reputació, com a mesura de poder.

Sembla clar que si un business angel es queixés d'un emprenedor això dissuadiria a qualsevol altre inversor, inclòs el capital risc formal a invertir en aquella empresa. Però la possibilitat de queixar-se és evidentment una arma de doble tall, ja que si el capital risc institucional no inverteix en l'empresa és obvi que l'emprenedor en sortirà clarament perjudicat, però això també perjudicarà al propi business angel. En definitiva la possibilitat que un business angel té de queixar-se d'un emprenedor no tindrà altre efecte que tirar-se pedres a la seva teulada i per tant com s'ha exposat a l'inici, no queda gens clar que la reputació pugui ser utilitzada com a mesura per justificar aquests tipus de contractes.

Una altra qüestió interessant relacionada amb aquest aspecte seria saber si un contracte simple podria reforçar les possibles sancions legals. En aquest sentit sabem que quan els empleats d'una empresa són també accionistes minoritaris de la mateixa poden exercir determinades accions legals contra els accionistes majoritaris, per tal de protegir els seus drets, i normalment els tribunals de justícia els emparen. No està gens clar però que els

tribunals apliquin la mateixa doctrina als treballadors que als business angels, ja que el seu grau de sofisticació i poder de negociació és molt diferent.

En definitiva doncs, sembla que ni la reputació ni les possibles sancions dels tribunals puguin ser realment utilitzades com a motius racionals per tal de justificar que els business angels renunciïn a una major protecció en els seus contractes d'inversió. En tot cas, entenem que no fa falta aquest quart factor, ja que els altres tres creiem que són més que suficients per provar la racionalitat d'aquesta forma d'actuar dels business angels.

En quant al segon grup d'explicacions per justificar la racionalitat financera dels contractes dels business angels, les que Ibrahim (2008) anomena motivacions no financeres, en podem destacar bàsicament dos aspectes, un relacionat amb el fet que el business angel inverteix per compte propi i l'altre relacionat amb la confiança.

1- El business angel inverteix per compte propi.

Mentre que el capital risc institucional realitza una tasca estrictament financera, que obliga als gestors d'aquests fons a generar beneficis als seus inversors en un termini relativament curt, els business angels, pel fet que inverteixen els seus propis diners no han de donar compte ni respondre a ningú del resultat de la inversió. En definitiva el fet que els business angels inverteixin els seus propis diners els proporciona una flexibilitat total a l'hora d'invertir, buscant tant raons econòmiques i financeres com altres no financeres i més personals. En aquest sentit cal tenir en compte que la majoria dels business angels han estat emprenedors d'èxit i com a tals, a banda d'intentar aconseguir un benefici econòmic de les seves inversions, també volen mantenir l'entusiasme de desenvolupar noves empreses. Així doncs aquestes motivacions no financeres tenen també molt a veure amb el fet que els business angels utilitzin uns contractes molt més simples que el capital risc formal.

2- Contracte, confiança i assoliment d'objectius no financers.

La literatura sobre la relació entre el contracte i la confiança ens indica que aquests actuen com a substituïts, en altres paraules, el contracte és necessari quan la confiança és absent i innecessari quan la confiança és present. En definitiva podríem dir que el business angel es pot acostar a l'emprenedor de dues maneres, amb el seu advocat i un contracte d'innombrables pàgines de lletra petita, o bé sol i amb un paper en blanc. Probablement si ho fa de la primera forma l'emprenedor es prendrà el business angel com un enemic i en canvi si ho fa de la segona se'l prendrà com un soci o col·laborador. En definitiva el business angel transmetrà més o menys confiança a l'emprenedor en funció del contracte que vulgui

signar. Si el business angel vol participar activament en el bon desenvolupament de l'empresa serà necessari que es guanyi la confiança de l'emprenedor i això difícilment sigui possible a través d'un contracte que intenti assegurar els beneficis de la inversió.

També Mason i Harrison han dedicat bona part dels seus treballs a justificar perquè els business angels són molt més ràpids i àgils que el capital risc en tot el procés d'inversió. En aquest sentit estudis com els de Mason i Harrison (2000a i 1996c), apunten a que hi ha diversos motius pels quals els business angels tenen una gran capacitat i flexibilitat per poder realitzar inversions d'importants petits, molt més petits dels que són capaços de fer els fons de capital risc professionals:

- Un primer motiu és que els business angels no dediquen tot el seu temps a les seves inversions, cosa que sí fan els executius dels fons professionals de capital risc i per tant no estan subjectes a les mateixes restriccions de costos fixes en l'avaluació de propostes d'inversió.
- Un segon motiu és que els business angels són capaços de recórrer a la seva pròpia experiència a l'hora de valorar la conveniència o no de realitzar una determinada inversió i per tant gairebé mai necessiten cap comissió d'investigació independent a l'hora de realitzar la deguda diligència.
- Un tercer motiu és que és poc probable que els business angels requereixin la participació de comptables i advocats a l'hora de fer la deguda diligència i en les posteriors etapes de negociació, amb la qual cosa el contracte d'inversió sol ser molt més simple per tal d'evitar costos en molts casos innecessaris.

Aquests tres motius són deguts bàsicament al fet que els business angels inverteixen els seus propis diners i per tant no han de donar explicacions a ningú dels passos seguits ni dels resultats obtinguts. Això, en canvi, com ja s'ha dit, no passa en les societats i fons de capital risc, ja que aquests inverteixen en nom d'institucions financeres (bancs, companyies d'assegurances, fons de pensions, etc.) i tenen una responsabilitat fiduciària.

En definitiva doncs podem dir que hi ha un seguit de característiques que fan que els business angels siguin menys exhaustius en les seves avaluacions que els fons de capital risc, però sense que això en cap cas impliqui que els business angels actuïn de forma irracional.

Cal dir també, tal i com assenyalen Baty (1991) i Timmons (1990) que com que els business angels realitzen unes avaluacions menys exhaustives de les seves oportunitats d'inversió

que els fons de capital risc, també són molt més ràpids a l'hora de prendre la decisió d'invertir o de rebutjar la inversió. En definitiva tot el que hem exposat fa que el procés d'inversió sigui molt més ràpid i informal quan és realitzat per un business angel que quan actua el capital risc institucional.

6.2.8 Algunes recomanacions pels business angels.

Després de veure com és el procés d'inversió que segueixen els business angels, dedicarem un parell de paràgrafs a oferir unes breus recomanacions que alguns experts fan als business angels. En aquesta línia Sudek (2006) indica que probablement als business angels els seria útil la utilització de noves tècniques i no fiar-se tant del seu instint a l'hora d'avaluar aspectes com la fiabilitat, la confiança i la passió que tant l'emprenedor com l'equip directiu tenen en el projecte.

També una anàlisi discriminant realitzada per Haar, Starr i MacMillan (1988) revela algunes indicacions útils per ajudar a l'inversor informal a seleccionar negocis d'èxit. En primer lloc és fonamental seleccionar només aquells negocis en els que l'emprenedor està capacitat per avaluar els riscos del negoci i gestionar-los correctament ja que els business angels no necessiten ni els convenen emprenedors que juguin o apostin amb els seus diners. Igualment important és evitar posar excessiva confiança en les elevades xifres de vendes proposades per l'equip directiu, o massa confiança en els negocis en els quals el principal èmfasi està en els productes i la protecció de la propietat. Més aviat insisteixen que hi hagi proves clares que el producte o servei tindrà acceptació en el mercat i en el canal. També és important pels àngels dirigir les seves inversions en aquelles indústries que coneixen bé, i finançar equips d'empresa amb una sòlida reputació i una propensió a involucrar-se en els detalls més que en qüestions de lluïment.

6.3 Els business angels tradicionals versus les noves formes d'operar.

A pesar de tot el que s'ha dit anteriorment, sembla que darrerament la forma d'operar dels business angels està canviant i cada vegada més tendeixen a invertir de forma agrupada o sindicada. Això no vol dir necessàriament que desaparegui la figura del business angel tradicional que invertia en solitari i sota els criteris definits en l'apartat anterior, però en tot cas si que hi ha constància que alguna cosa està canviant.

Creiem que s'ha d'estar molt atent a aquestes noves formes d'operar, ja que poden suposar importants canvis en molts àmbit, entre ells el que pot tenir en el paper de desenvolupament regional que tradicionalment venien exercint els business angels. En aquest sentit, estudis com el de Harrison, Mason i Robson (2003) indiquen que els business angels que inverteixen individualment ho solen fer prop de casa, a la seva regió o província, en canvi aquells inversors que inverteixen de forma sindicada tenen una major tendència a invertir fora de les seves províncies o regions i per tant un increment d'aquest fenomen comportarà que les inversions dels business angels que fins ara eren un magnífic suport al desenvolupament d'aquelles regions més allunyades dels grans centres econòmics, ara es desplacin cap a les regions econòmicament més potents com de fet ja ho està fent el capital risc formal. De totes maneres en aquest apartat no volem centrar-nos en els efectes econòmics que això pugui tenir, sinó simplement en les qüestions relacionades amb aquesta forma d'invertir.

Així doncs, com indica Ibrahim (2008) en els darrers anys s'observa que la forma d'actuar dels business angels està canviant, s'està transformant, cada dia més s'abandona aquesta forma d'actuar més informal per passar a actuar com a una organització professional. Tot i que els business angels continuen invertint els seus propis fons, cada vegada més s'ajunten en grups de business angels per realitzar les tasques de detecció i sovint també les d'inversió en comú. Evidentment no tots els business angels ho fan això, i de fet, si ja és difícil disposar de dades dels business angels, més difícil és encara poder estimar quin percentatge de la inversió àngel s'ajusta a aquests nous paràmetres, tot i que les poques dades disponibles fins al moment, encara que contradictòries i poc fiables, apunten a que de moment és un percentatge petit.

Aquesta sofisticació dels business angels, i la seva agrupació en grups o sindicats que en alguns casos ja disposen de serveis de "*matching*" o casament té molt a veure com indica

De Noble (2001) amb els avenços tecnològics i sobretot amb Internet, que ha permès posar molta informació molt més ràpidament en mans dels diferents actors involucrats en el procés.

En la mesura que els business angels operin en grup, cada grup pot establir la seva pròpia forma d'actuar, però malgrat que els diferents grups difereixen en la seva forma de funcionament, si que segons Ibrahim (2008) més o menys presenten un seguit de trets comuns com ara:

- A diferència dels àngels tradicionals, la majoria dels grups de business angels són molt fàcils de trobar, ja que compten amb una pàgina web on proporcionen informació sobre l'organització tants als potencials membres com als emprenedors.
- Aquests grups exerceixen un elevat control sobre els seus membres, alguns grups només accepten inversors acreditats, altres exigeixen que els seus membres tinguin coneixements tècnics. Fins i tot hi ha alguns grups que només inverteixen en uns pocs sectors molt concrets que exigeixen que els seus membres tinguin un bon coneixement d'aquests sectors.

El que està clar, és que la forma d'actuar d'aquests grups d'àngels és molt més formal o professional que la dels business angels tradicionals. Aquests grups sovint reben les diferents propostes d'inversió a través de la seva pàgina web, llavors algun membre del grup en realitza una preselecció per tal de determinar quins projectes convé avaluar i quins descartar. En el cas que un projecte superi aquesta primera selecció, llavors es convida a l'emprenedor a fer una presentació del seu projecte d'uns 30 o 40 minuts, després de la qual els diferents membres li podran formular preguntes. A partir d'aquí, si algun dels membres està interessat en el projecte el procés continuarà avançant, amb més sessions, més diligència, i, finalment, si s'escau amb la corresponent inversió.

La majoria dels grups de business angels deixa que la decisió d'invertir la prengui lliure i individualment cada un dels seus membres, així cada membre invertirà en nom propi o bé de forma conjunta amb d'altres, en aquest cas, sovint a través d'una societat de responsabilitat limitada. Per tant, la majoria dels grups de business angels no inverteixen com a entitat pròpia, sinó que ho fan els seus membres individualment. Això no treu però que alguns grups si que puguin fer petites inversions conjuntes a partir de petites aportacions de tots els seus membres.

Aquesta professionalització de la inversió dels business angels a través de la formació de grups de business angels ha comportat un canvi en el model d'inversió. No hem d'oblidar

però que aquests grups són un producte de l'última dècada i que per tant només representen una petita part de la recerca realitzada al voltant dels business angels. Segons Ibrahim (2008) aquesta tendència cap a la professionalització de la inversió dels business angels porta a que els contractes d'inversió que realitzen aquests grups de business angels s'assemblin molt als contractes realitzats pel capital risc.

Anteriorment s'ha argumentat que la utilització de contractes simples per part dels business angels tradicionals obeïa a una racionalitat financera. Per tant si ara canvien les formes d'operar, si els nous grups de business angels s'assemblen més al capital risc formal que no pas als business angels tradicionals, també hem d'esperar que els business angels canviïn els antics contractes simples per contractes més sofisticats i complexos en la línia dels que utilitza el capital risc formal. Segons Ibrahim (2008) les principals raons que justifiquen aquest canvi són:

- El fet que aquests grups de business angels actuïn més professionalment, invertint majors quantitats de diners i en empreses més desenvolupades, els acostava molt més al capital risc formal que no als business angels tradicionals, en definitiva els permet ser molt més agressius que els business angels tradicionals, sense tenir por d'espantar la futura entrada del capital risc formal.
- El fet d'actuar en grup i no individualment dificulta el fet de poder efectuar una detecció i seguiment de manera informal, ja que ara hi haurà molta més distància en la relació entre l'emprenedor i el grup i aquesta major distància evidentment incrementa la incertesa, l'asimetria de la informació, i els potencials costos d'agència que ara hauran de ser mitigats per contracte.
- Els majors costos de transacció en que incorreran aquests grup d'angels en relació a un business angel individual podran ser assumits per un major volum d'inversió i per una major durada de la vigència del contracte.
- El fet que la utilització d'aquests contractes més sofisticats no hauria de ser cap obstacle per l'obtenció d'uns beneficis privats no financers per a cada un dels business angels del grup. En tot cas però, en relació a les motivacions no financeres, si que hem de tenir en compte que cal diferenciar els objectius altruistes que pugui tenir cada business angel individualment dels objectius globals del grup. Precisament pel fet d'actuar en grup, la motivació no financera d'alguns business angels individuals ara pugui ser la d'interactuar amb altres membres del grup. Les

motivacions no financeres dels grups de business angels poden ser molt variades, així mentre alguns grups es converteixen en filantrops fent donacions a organitzacions sense ànim de lucre, altres poden promoure objectius socials, com ara aconseguir que hi hagi més dones business angels

6.4 El risc d'agència i el risc de mercat en els business angels.

Com apunten Fiet (1991) i Hart (1995) els principals riscos als quals s'ha d'enfrontar un inversor, en aquest cas un business angel, a l'hora d'invertir en una nova empresa, són principalment el risc de mercat i el risc d'agència, uns riscos als quals ja ens hem referit anteriorment quan hem parlat del capital risc en el seu conjunt. En aquest sentit cal indicar que la recerca al voltant de la relació entre l'emprenedor i l'inversor informal, és evidentment força més limitada que la que existeix en el tractament de les relacions entre els emprenedors o empresaris i el capital risc formal.

Per analitzar aquestes relacions, com indiquen Harrison, Dibben i Mason (1997) a mitjans de la dècada dels 90 van aparèixer els primers estudis que giraven sobre diferents enfocaments o teories. Així tenim treballs basats en la teoria de la decisió Riding, Duxbury i Haines (1995) i Landström (1995) altres com el de Sullivan i Miller (1996) es basen en la teoria de l'altruisme i un tercer grup, probablement el més nombrós centrat en la teoria d'agència del qual en són bons exemples els treballs de Fiet (1995a i 1995b) i Landström (1993b).

En aquest apartat el que pretenem és simplement aprofundir en el risc d'agència i el risc de mercat, però ara aplicats estrictament a la figura del business angel i extreure'n algunes conclusions.

Segons Jensen i Meckling (1976) el risc d'agència es deu a la possibilitat que existeixin interessos divergents entre els business angels i l'empresari o emprenedor que dirigeix l'empresa. Quan els interessos i els incentius que tenen els empresaris difereixen dels que tenen els business angels, llavors es pot generar la creença per part del business angel que les decisions de l'empresari potser no es prenen en interès mutu, sinó en interès propi. D'altra banda aquests problemes d'agència apareixen típicament en les petites empreses on els nivells d'asimetria de la informació, –diferència entre el coneixement a disposició de l'empresari i els business angels– són molt grans (Jensen i Meckling, 1976 i Landström, 1992).

Per tal de combatre aquest risc d'agència Harrison, Dibben i Mason (1997) centren el seu interès en la confiança. Per aquests autors la barrera més important per al desenvolupament de la confiança i la cooperació, especialment en la primera trobada que mantenen l'emprenedor i l'inversor té molt a veure amb la competència que pugui mostrar l'emprenedor i aquesta competència l'inversor l'avaluarà bàsicament a partir de la documentació que li mostri. També afectarà a aquesta confiança la percepció que pugui tenir l'inversor sobre la proposta –si és arriscada o no, si és interessant o no–, però aquesta percepció no dependrà tant de la documentació presentada per l'emprenedor, sinó de les idees preconcebudes que tingui l'emprenedor basades en el coneixement previ del mercat, la seva experiència i els seus prejudicis. Un altre element que condiciona la confiança, i que creiem que fora convenient d'explorar en l'entorn català, és la forma o l'origen d'obtenció d'informació relacionada amb l'oportunitat d'inversió. En altres paraules, l'inversor disposarà més o menys confiança en una oportunitat d'inversió segons el canal o la persona que li ofereixi. Tant és així que algunes fonts d'informació generen tant poca confiança que les oportunitats obtingudes a través d'aquestes fonts pràcticament no tenen cap possibilitat de prosperar.

En aquest sentit, treballs com el de Mason i Harrison (1994) ja havien advertit que la majoria dels business angels obtenien informació sobre noves oportunitats d'inversió a través de contactes personals amb amics i associats, això és degut a que són aquests contactes els que més confiança els hi generen i de fet això no fa més que posar en evidència tant les xarxes de business angels, com els serveis de presentació de negocis.

Per Van Osnabrugge (1998a) en canvi, per fer front, o si més no per reduir el risc d'agència, que com ja hem indicat depèn en gran mesura les opinions divergents entre el business angel i l'empresari o emprenedor, es pot recórrer principalment a dos enfocaments:

- La formulació d'acords contractuals que alineïn els incentius dels business angels amb els dels empresaris.
- El control per part dels business angels de les activitats i despeses de l'empresari.

Aquests contractes, que poden figurar per escrit o no, tal com indica el premi Nobel d'economia Eugene F. Fama solen especificar els drets de l'empresari, els criteris d'acompliment sobre els quals l'empresari serà avaluat, i els sistemes que determinaran els diferents rendiments (Fama i Jensen, 1983a). Serà precisament la minuciositat d'aquests acords contractuals el que determinarà el nivell de control efectuat pel business angel. En tot cas però, tal i com indica Hart (1995) no hem d'oblidar que els contractes mai són perfectes,

o dit d'una altre forma que els contractes mai poden contemplar totes les contingències futures i per tant sempre hi haurà cert grau de control.

A més d'aquestes dues maneres de reduir el risc d'agència, la majoria dels estudis publicats suggereixen que els business angels també poden reduir aquest risc limitant les seves inversions a aquells projectes on tenen un coneixement personal dels empresaris.

Arribats a aquest punt semblaria lògic suposar que aquells business angels més actius, amb més experiència hagin après a superar o reduir millor els riscos d'agència, que els inversors inexperts. Als business angels més actius, la seva experiència els pot proporcionar una millor relació amb l'empresari, sobretot pel fet que tindran més experiència en la formulació i redacció d'acords d'inversió que permetin una millor alineació dels seus incentius amb els de l'empresari. D'aquesta forma no els caldrà estar tant pendents del dia a dia de l'empresa per tenir un bon control de la mateixa. De fet no hem d'oblidar que és exactament això el que fa el capital risc formal, que limita molt el risc d'agència a través de l'ús repetitiu d'unes determinades condicions contractuals. Així doncs quanta més experiència tingui el business angel menys temps haurà de dedicar a controlar a l'empresari i per tant més temps i esforços podrà dedicar a controlar el risc de mercat (Van Osnabrugge, 1998a).

De la conclusió anterior se'n poden obtenir un parell de conseqüències:

- La primera d'elles és que com mostra un estudi de Van Osnabrugge (1998a), donat que els business angels més experimentats dedicaran poc temps a controlar les seves inversions, probablement estaran més interessats que no els inversors novells en realitzar inversions sindicades (coinversions).
- La segona conseqüència, també confirmada pel treball de Van Osnabrugge (1998a), és que si els business angels més experimentats no necessiten controlar tant les seves inversions, probablement no els serà tant important realitzar aquestes inversions a prop de casa.

Hem de tenir en compte que les empreses que obtenen finançament dels business angels són normalment empreses que es troben en les seves primeres etapes de vida i per tant, estan relativament poc desenvolupades. En conseqüència els seus inversors estaran també subjectes a altres tipus de risc, en especial al risc tecnològic i al risc de mercat. El primer el podríem descriure com la incertesa sobre si l'empresa té la capacitat per desenvolupar i vendre productes viables i rendibles. El segon té a veure amb la incertesa sobre aspectes com la demanda futura, la naturalesa de la competència real i potencial, etc.

Centrant-nos en el risc de mercat, Van Osnabrugge (1998a) el descriu com el grau d'incertesa associat a les imprevistes condicions de competència, que poden dependre, entre d'altres factors, de la grandària, del creixement, i de l'accessibilitat al mercat. Malgrat que aquest risc de mercat no sempre és directament observable, segons Fiet (1995b) i Porter (1980) es poden utilitzar alguns factors com a indicadors d'aquests risc com ara: l'obsolescència tècnica, el nombre de competidors, el nombre de competidors potencials, el nombre de nous productes o serveis substitutius, la debilitat de la demanda de la clientela del producte o servei i l'atractiu del mercat. Podem concloure doncs que les variables indicatives del risc de mercat són similars a les presentades per Michael Porter en el seu model d'avantatge competitiu basat en cinc forces (Porter, 1980).

Tot i que normalment s'aplica a la gestió dels inversors institucionals en relació a les seves inversions en empreses cotitzades, la teoria de la cartera també és rellevant en aquest context i com indiquen Erikson i Sørheim (2005) es pot aplicar a les inversions en empreses no cotitzades dels business angels. La teoria de cartera es basa en dos paràmetres principals: el risc sistemàtic, que és una funció de les condicions del mercat, i el risc no sistemàtic, que és el risc específic dels diferents títols que conformen la cartera. Per mesurar el risc sistemàtic o de mercat es poden utilitzar diferents eines, però en el cas de la inversió en empreses no cotitzades algunes d'aquestes eines o mesures de risc podrien ser per exemple:

- El nombre de propostes d'inversió rebudes per unitat de temps, d'aquesta forma a major volum de propostes menor risc de mercat.
- Una altre mesura podria estar relacionada amb l'etapa del cicle de vida en que es troba l'empresa. En aquest sentit Fiet (1995a) entén el risc de mercat com el grau d'incertesa associat a obtenir un avantatge competitiu. Donat que les empreses ja establertes, pel simple fet d'estar ja en el mercat, disposen de més avantatges competitius que les empreses novelles, aquestes darreres tindran un risc de mercat més elevat que les primeres.

D'altra banda i continuant amb la teoria de cartera, és un concepte provat i conegut que la diversificació redueix i fins i tot pot eliminar el risc no sistemàtic o específic d'una cartera. De fet la diversificació és una recomanació típica que sempre s'ha de prendre a l'hora d'invertir i que en aquest cas ajuda a reduir el risc de mercat. La diversificació, juntament amb la disponibilitat i durada forma part de les "3 D", tres característiques que se solen recomanar a l'hora d'invertir, especialment a borsa. Per tant la diversificació que significa en

paraules catalanes de tota la vida, “no posar tots els ous a la mateixa cistella” seria el més recomanable per reduir el risc de mercat dels inversors.

Cal dir però, que si bé és veritat que la diversificació és molt senzilla i barata d'aplicar en la inversió a borsa, no ho és tant quan parlem d'invertir en empreses no cotitzades. En aquest sentit indicar que si bé el model del risc d'agència de Jensen i Meckling (1976) és útil per a les empreses que cotitzen a borsa, no ho és tant quan tractem amb empreses que es troben en les primeres fases de vida i que per tant encara no cotitzen en cap mercat organitzat tal i com el mateix Jensen (1993) reconeix.

Així doncs, precisament perquè no és senzill diversificar en aquest tipus d'inversions, gairebé tots els estudis realitzats mostren que els business angels no tenen una cartera d'inversions diversificada i que per tant han de combatre aquest risc a partir d'altres mètodes.

En aquest sentit Erikson i Sørheim (2005) recomanen una participació activa dels business angels en les empreses on han invertit per tal de contribuir a reduir els riscos específics de l'empresa i per tant de la cartera. Com indiquen Erikson i Sørheim (2005) la participació activa no està contemplada en la teoria de la cartera, i per tant representa una addició a aquest marc teòric. Així doncs el grau de participació activa dels inversors en les empreses invertides pot ser utilitzat com a mesura de reducció de riscos, ja que la participació activa dels inversors té importants funcions; com la de contribuir a reduir els problemes d'agència, i sobretot la d'afegir valor a l'empresa aportant-hi totes les seves habilitats i coneixements.

Hi ha encara altres vies per reduir el risc de la cartera, per exemple Van Osnabrugge (1998a) destaca les dues següents:

- La primera, tal com mostren nombrosos estudis com els de Mason, Harrison i Chaloner (1991), Landström (1993a) i Postma i Sullivan (1990) consisteix en invertir en aquells sectors de mercat en els quals el business angel ja tingui experiència.
- La segona consisteix en fer una major avaluació prèvia, és a dir una major recerca sobre els factors relacionats amb el mercat, a l'hora d'analitzar les noves inversions.

En base a tot el que s'ha exposat, treballs com els de Wright i Robbie (1998) i Fiet (1995a) sostenen que el capital risc institucional manté un enfocament sobre la gestió del risc de les seves inversions diferent del que mantenen els business angels. Concretament indiquen que el capital risc formal es preocupa més pel risc de mercat que pel risc d'agència. Per mitigar

el risc de mercat, aquests inversors s'especialitzen en certes indústries o etapes de desenvolupament empresarial i porten a terme una extensa auditoria abans de comprometre's a una inversió. El capital risc formal està menys preocupat pel risc d'agència, ja que disposen d'un gran poder de negociació en relació a les empreses participades, aquest poder els permet imposar clàusules de contractació com les exposades en la pàgina 63, així com mecanismes de supervisió constant per tal d'influir en la gestió. Els inversors formals també gestionen el seu risc tutoritzant a l'emprenedor o equip directiu i participant activament en l'establiment de l'estratègia de l'empresa i qualsevol altre decisió important. Per aquest motiu els inversors formals prefereixen invertir amb emprenedors que posseeixin fortes habilitats tecnològiques, encara que tinguin mancances en aspectes relacionats amb la gestió o el màrqueting, confiant que amb la seva participació ajudaran a l'empresa a desenvolupar aquestes habilitats internament o a través de la contractació de directius amb experiència quan l'empresa maduri.

En canvi, els business angels es preocupen més pel risc d'agència que pel risc de mercat. Donat que els business angels tenen menys poder de negociació i menys possibilitats d'establir acords de control, han de confiar més en la seva xarxa de relacions informals per aconseguir informació sobre oportunitats d'inversió i per poder tenir algun control sobre els administradors de l'empresa. Els business angels estan per tant més disposats a invertir en una empresa o emprenedor amb una menor sofisticació tecnològica, si creuen que disposa de bones habilitats en la gestió.

6.5 Els business angels catalans.

Actualment hi ha molt poca informació –almenys pública– sobre els business angels catalans. Probablement la més valuosa que hi ha disponible s'ha obtingut a partir d'estudis elaborats per l'escola de negocis IESE i més concretament a partir de la primera escola de business angels organitzada per aquest centre.

Creiem que no podem tancar aquest treball sense fer una mínima referència als business angels de casa nostra, per tant tot seguit mostrarem algunes de les dades més significatives d'aquests inversors catalans.

En el treball de San José i Segurado (2004) és mostren els resultats d'un estudi elaborat a partir de 47 business angels catalans. Molt probablement aquests 47 inversors que van participar en aquest estudi no siguin gaire representatius dels centenars de business angels

que anònimament actuen per tot Catalunya, sinó que més aviat creiem que són la punta visible d'aquest fenomen i per això creiem que cal prendre's les dades d'aquest estudi com una simple orientació, en aquest sentit, l'estudi ve a corroborar que els business angels catalans s'assemblen força als de la resta d'Europa.

Segons San José, Roure i Aernoudt (2005) i San José i Segurado (2004) la gran majoria dels business angels catalans analitzats disposen d'entre 60.000 i 300.000 euros per invertir. De fet però, com que també hi ha un petit percentatge d'inversors que disposaria de fins a 2 milions d'euros, això fa pujar la mitjana fins als 470.000 euros. D'altra banda la quantitat que els business angels preferirien invertir en un sol projecte es situa al voltant dels 100.000 euros.

En relació al risc que estan disposats a assumir, segons San José, Roure i Aernoudt (2005) i San José i Segurado (2004) la majoria dels business angels catalans de la mostra (65%) van declarar que estarien disposats a assumir la pèrdua total de les seves inversions. En aquesta mateixa línia, només un 5% dels àngels van manifestar que el seu patrimoni familiar es veuria afectat si patissin una pèrdua de 50.000 euros, aquesta xifra puja ja fins al 36% si la pèrdua fos de 150.000 euros i s'incrementa fins al 77% en el cas que la pèrdua fos d'un milió d'euros. D'altre banda aquestes mateixes dades es poden llegir com que hi ha un 23% dels business angels catalans que no es veurien afectats per una pèrdua d'un milió d'euros, per tant estem parlant d'inversors amb un gran patrimoni.

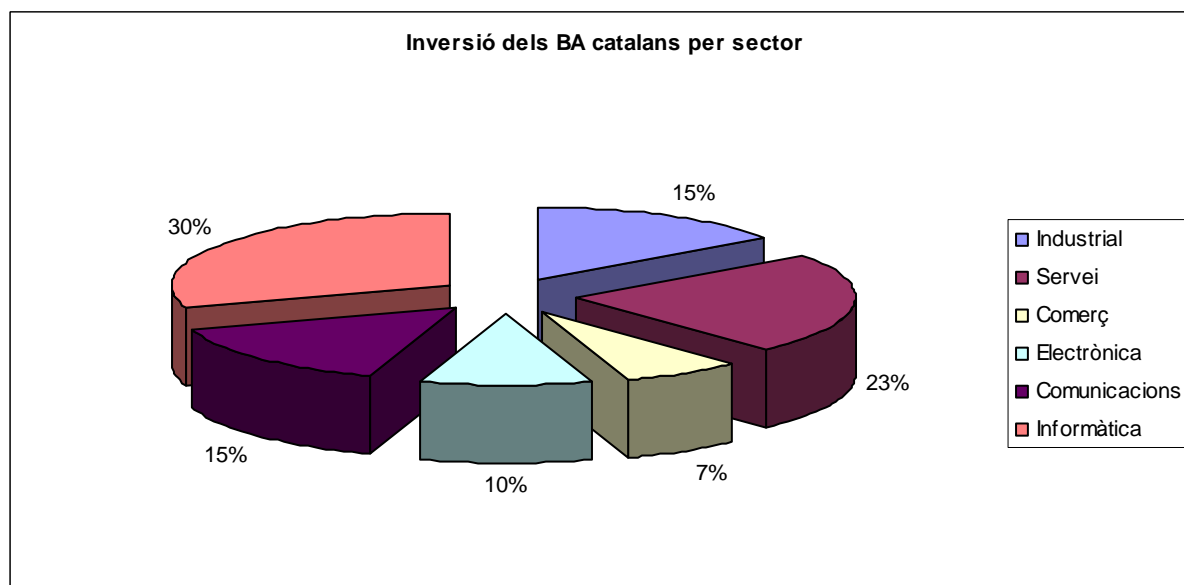
San José i Segurado (2004) indiquen també que només un 11% dels business angels catalans no contribueix de forma habitual en la gestió de les empreses on inverteix, la qual cosa ens indica que realment els angels catalans s'impliquen força en la gestió de les empreses que tenen en cartera. L'opció preferida per implicar-se i aportar valor a l'empresa és la d' assessor o "coach" amb un 50%, seguida de la de conseller amb un 35%, cal dir també que per poder realitzar aquestes tasques aquests inversors dediquen a les empreses de la seva cartera una mitjana de 26 hores mensuals.

Una altre dada que aporta el treball de San José i Segurado (2004) és que els business angels catalans de la mostra, com els de resta del món, tenen experiència com a emprenedors, en el cas català aquest percentatge és del 69%. En canvi un aspecte diferencial té a veure amb l'aversion d'aquests angels a invertir en projectes relacionats amb l'alta tecnologia, amb això contrasten clarament amb els business angels dels EUA, però fins i tot també amb els d'altres països europeus com Alemanya i fins i tot el Regne Unit, que tot i no arribar als nivells dels americans no mostren una aversió tant clara a aquest tipus

d'inversions. Una altra dada que també contrasta amb les que es disposen dels business angels d'Alemanya i el Regne Unit és la clara preferència del business angels catalans a invertir en empreses que tot just es troben a l'etapa llavor, sorprenentment a Catalunya aquesta xifra arriba ni més ni menys que al 61%.

En relació als sectors preferits per invertir, el treball de Clos Nogueras (2005) fa referència a un estudi realitzat per la xarxa BANC (Business Angels Network Catalunya) que tal i com es veu en la figura 13 està dominat pel sector informàtic i de les comunicacions.

Figura 13 Sectors preferits pels business angels catalans a l'hora d'invertir.



Font: Elaborat a partir de les dades d'un estudi de BANC citat a Clos, J. Els business angels, innovant en la cultura del finançament de les empreses.

Segons San José, Roure i Aernoudt (2005) i San José i Segurado (2004) els inversors catalans de la mostra inverteixen entre 30.000 i 120.000 euros, o sigui xifres força semblants o en tot cas lleugerament inferiors a les mostrades per altres inversors europeus. Per últim destacar també que els business angels d'aquesta mostra han realitzat dues inversions de mitjana i que el 90% d'ells han coinvertit amb altres business angels, la qual cosa ens fa pensar, com ja hem argumentat anteriorment, que els angels d'aquesta mostra s'allunyen una mica de l'àngel tradicional i probablement actuen de forma més sofisticada que altres inversors que tendeixen a invertir en solitari.

Volem afegir que la nostra intenció és, en un futur no gaire llunyà, poder enriquir totes aquestes dades. De moment però el poc que hi ha ve en gran part a confirmar dades i tendències ja mostrades per altres estudis arreu del món i evidentment també a presentar

alguns trets particulars propis de cada país o àrea geogràfica i que en el cas de Catalunya podríem resumir com una certa aversió a les inversions tecnològiques i una clara preferència per les empreses que es troben en l'etapa llavor.

Per acabar indicar que després de forces anys d'intens treball, la xarxa d'inversors privats ESBAN, i la xarxa BANC (Business Angels Network Catalunya), han aconseguit que el Govern de Catalunya posi en marxa els primers incentius fiscals amb l'objectiu de promocionar les inversions dels business angels catalans.

Aquest incentiu consta d'una deducció a l'IRPF, concretament preveu que els petits inversors que subscriuguin participacions en la constitució d'empreses catalanes o en operacions d'ampliació de capital, dins dels primers tres anys de vida de l'empresa, gaudeixin d'una deducció de fins al 20% en la quota de la renda. Aquesta deducció al pagament per IRPF en el tram autonòmic tindrà un límit de 4.000 euros. Confiam que aquesta mesura llargament demanada, (veure per exemple San José (2002)) incentivi a molts catalans a esdevenir business angels i els que ja ho són a incrementar la seva activitat d'inversió informal.

7 El que ens queda.

Com ja s'ha indicat en la presentació, entenem que a aquest treball encara li faltarien alguns capítols. Tot i que no ens ha estat possible completar-lo fins al moment, si que considerem important destacar els principals punts que properament intentarem afegir a aquest treball, sobre els business angels, concretament és tracta dels següents capítols:

7.1 Tipus de Business Angels.

En aquests apartat ens haurem de referir als diferents tipus de business angels detectats i per tant recorrerem a diferents treballs com els de Freear, Sohl i Wetzel (1994); Lumme, Mason i Suomi (1996); Sullivan i Miller (1996); Coveney i Moore (1998); Kelly i Hay (1996); Hindle i Wenban (1999); Sørheim i Landström (2001) i també a treballs més recents com els de Paul, Whittam i Johnston (2003); Erikson i Sørheim (2005); San José, Roure i Aernoudt (2005) i Avdeitchikova (2008).

Tots aquests i altres estudis ens aporten diferents tipologies de business angels amb noms tant curiosos com ara: angels en sèrie, angels actius, angels passius, serafins, querubins, arcàngels, inversors loteria i molts d'altres que creiem que convé analitzar i sobretot mirar d'adaptar a l'entorn català.

7.2 La Mida de la Inversió Informal.

En aquest apartat caldrà tractar tots aquells estudis que al llarg dels darrers 25 anys han intentat mesurar la mida del mercat informal començant pels treballs dels estudiosos nord-americans (Wetzel, 1986a, 1986b i 1987; Gaston, 1989a i 1989b; Gaston i Bell, 1988 i Aram, 1987), passant pels treballs dels professors del Regne Unit (Mason i Harrison, 2000b) i acabant a Suècia amb el treball de Avdeitchikova (2008).

En aquest sentit creiem que fora bo poder realitzar un estudi similar al realitzat per Avdeitchikova (2008) per tal de mesurar la grandària de la inversió informal a Catalunya i poder-ne fer un seguiment al llarg dels anys per entre d'altres coses mesurar l'eficàcia de les

mesures governamentals que es puguin desenvolupar per tal d'incentivar aquest tipus d'inversió entre els catalans.

7.3 Com atreure un Business Angel.

En aquest apartat voldríem proporcionar uns quants consells als diferents emprenedors que busquen un business angel que inverteixi en el seu negoci. Els consells passen per aspectes com ara l'elaboració del pla de negoci, la forma en la que ha de plantejar la seva proposta o fins i tot quins aspectes cal que l'emprenedor tingui molt presents en la primera trobada que mantingui amb un business angel.

7.4 Ineficiència del Mercat Informal de Capital Risc.

En aquest apartat haurem de parlar de les moltes proves que evidencien que el mercat de capital risc dista molt de ser un mercat eficient i per tant s'estan perdent moltes oportunitats de proporcionar finançament a moltes petites empreses acabades de crear, i que potser, si disposessin d'aquest capital d'arrencada algun dia podrien esdevenir gran corporacions que ajudarien a millorar la qualitat de vida de milions de persones a tot el món.

Evidenciés d'aquesta ineficiència en trobarem moltes, des del treball seminal de Wetzel (1983) passant pels treballs de Mason i Harrison (1995 i 2003) i Harding (2002) entre molts d'altres.

7.5 Mesures Governamentals.

Donat que el mercat de capital risc no funciona prou bé, calen mesures polítiques que corregeixin o eliminin les seves mancances. En aquesta línia treballs com els de Mason i Harrison (1995, 1996a, 1996b i 2002b); Murray (1995) i Aernoudt (2005) entre molts d'altres proposen diferents camins a seguir, que caldria analitzar a fons i veure quins es podrien seguir per part del govern de la Generalitat de Catalunya per tal d'incentivar la inversió informal a casa nostra.

7.6 Xarxes, Sindicats i Grups de Business Angels.

Actualment una bona part –tot i que no sabem exactament quina– dels business angels formen part d'una o varies xarxes de business angels i/o d'un o varis grups o sindicats de business angels.

Cal per tant analitzar quines implicacions tenen aquestes xarxes o grups en el desenvolupament de la inversió informal i quin grau de suport real ofereixen a aquesta activitat, així com determinar-ne el seu nivell d'eficiència, sovint qüestionada com per exemple en l'estudi de Knyphausen-Aufseb i Westphal (2008).

8 Conclusions i línies de recerca a seguir.

Conclusions.

La conclusió més clara que es pot extreure d'aquests treball és que a Catalunya patim un important endarreriment en l'estudi i la promoció de la figura del business angel en relació a molts països del nostre entorn. Avui amb prou feines podem arribar a llegir 5 documents escrits en català que parlin a fons sobre els business angels.

Tot això fa, que a hores d'ara, sapiguem forces coses sobre la figura del business angel, però no sobre els business angels catalans, que són els que en realitat ens interessen, ja que són aquests els que invertiran en les joves empreses catalanes i per tant els que contribuiran al desenvolupament de la nostra economia i a la creació de llocs de treball pel conjunt de catalans. No hem d'oblidar que una de les característiques típiques dels business angels és que inverteixen prop de casa, per tant, aquest tipus d'inversió no es pot importar, s'ha de crear en el territori, s'ha de fomentar i potenciar internament.

Una altre de les conclusions a les que arriba aquest estudi és que els business angels no només aporten diners a les empreses on inverteixen, sinó que també hi aporten tot tipus de recursos com coneixements, experiència, contactes etc., la qual cosa els permet contribuir en aspectes tant essencials com la formulació de l'estratègia, el control del funcionament, la creació de xarxes i en definitiva al compte de resultats. Totes aquestes aportacions fan que les empreses que aconseguixin atreure un business angel tinguin moltes més possibilitat de sobreviure i de poder optar a un fort creixement en el futur.

En aquest treball també s'evidencia que els business angels d'arreu del món tenen un seguit de trets comuns, però també s'ha mostrat que els business angels de cada zona o país presenten algunes característiques diferencials, així els business angels japonesos no són iguals que els de Suècia, ni els dels EUA, ni els del Regne Unit, ni probablement tampoc són iguals que els catalans. En definitiva els business angels de cada país o zona tenen les seves peculiaritats que cal saber detectar i explotar per tal de treure el màxim profit d'aquests individus a l'hora de fomentar el desenvolupament econòmic de cada territori.

Ens cal per tant descobrir com són els business angels catalans, que els motiva a invertir, que esperen de les seves inversions, com podem fer que inverteixin més, ... en definitiva

ens cal obrir línies de recerca que permetin conèixer els business angels catalans, que ens permetin saber quin volum d'inversió mou aquest fenomen anualment a Catalunya, quants inversors informals i/o business angels tenim i com any a any evolucionen totes aquestes magnituds.

Sincerament creiem que Catalunya mereix disposar, com a mínim, de la mateixa informació que en aquest camp actualment disposen països com Suècia, d'aquesta forma, realment podrem avaluar el cost i el rendiment d'aplicar polítiques que afavoreixin la inversió informal.

Les línies de recerca a seguir.

Pel que fa a les línies de recerca a seguir, algunes ja les hem avançat. En tot cas creiem que el primer que cal és un estudi de primera generació sobre un nombre realment ampli de business angels catalans. A partir d'aquí podrem anar aprofundint en la recerca sobre molts altres aspectes, alguns dels quals els exposem a continuació:

- Esbrinar quines són les conductes o tipologies d'inversió que tenen més èxit entre els business angels catalans. No tots els business angels guanyen diners, per tant es tracta d'analitzar que fan i que no fan els business angels que si que en guanyen, i d'aquesta forma poder detectar pautes de comportament que contribueixen a l'èxit en el nostre entorn empresarial.
- També seria interessant analitzar quins són els diferents tipus de business angels que operen a Catalunya. No sabem si seran els mateixos que a Suècia o al Canadà, potser aquí tenim una tipologia de business angels única. Per exemple aquí podríem tenir el business angel familiar, aquell business angel que inverteix en parella, les decisions les prenen conjuntament la parella, normalment marit i muller. De fet, personalment en més d'una ocasió en algun fòrum de business angels he detectat aquest tipus d'inversors. Evidentment però caldrien estudis seriosos per detectar si aquesta forma d'actuar és residual o pel contrari té un pes important dins de la inversió informal a Catalunya. D'altra banda conèixer les diferents tipologies de business angels pot ajudar als responsables polítics a prendre les decisions oportunes per tal de fomentar aquest mercat de capital risc informal, aplicant si cal mesures concretes per cada tipologia de business angels.
- Seria també molt interessant poder saber quants business angels hi ha operant a Catalunya. És relativament senzill saber quants n'hi ha de registrats en les diferents

xarxes de business angels (BANs) però aquests només són una part del total. És conegut que molts business angels actuen sols i de forma anònima sense estar registrats en cap organització, de fet l'autor d'aquests estudi té constància personal que a casa nostra hi ha molts business angels que no estan adherits a cap d'aquestes xarxes.

- Tant o més interessant que el nombre de business angels, seria disposar de l'import total de diners que el conjunt de business angels estaria disposat a invertir en empreses no cotitzades al llarg d'un any. També seria bo conèixer quins són els sectors preferits i les etapes (llavor, posada en marxa, expansió) preferides i a quin volum de recursos podria aspirar cada una.
- Una altra interessant línia de recerca passaria per veure com els business angels catalans reben les diferents oportunitats d'inversió i com els emprenedors contacten amb els business angels. En definitiva cal veure si el mercat de capital risc informal català és prou eficient i en tot cas si no ho és poder mostrar als responsables polítics quines són les vies que caldria impulsar per dotar-lo d'una major eficiència. A banda d'esbrinar com els business angels reben les diferents oportunitats d'inversió també caldria veure com aquests decideixen en quines inverteixen i quines rebutgen. Cal veure quins mecanismes funcionen millor, quins ofereixen més confiança tant al business angel com al propi emprenedor en tot aquest procés.
- En relació a les diferents variables descrites anteriorment creiem que seria molt interessant poder-les tenir desagregades en diferents aspectes. Probablement un dels més interessants seria separar-les en funció del gènere de l'inversor. Fins ara hi ha poca informació sobre les dones business angels, seria per tant interessant poder analitzar si a Catalunya, les dones i els homes es mouen a través dels mateixos paràmetres a l'hora de realitzar aquestes inversions informals. D'altra banda les dones business angels són minoria arreu del món, en aquest sentit seria interessant que Catalunya fes un esforç per involucrar a les dones en igualtat de nombre i condicions que als homes en aquest camp d'actuació. Disposar de dades desagregades per tant podria contribuir a aconseguir aquest objectiu.
- Fins ara hem parlat de business angels, creiem però que també caldria parlar i per tant investigar sobre com podem aconseguir que molts ciutadans de casa nostra que encara no han sentit a parlar mai dels business angels algun dia poguessin ser un d'ells i d'aquesta forma aportessin el seu gra de sorra al desenvolupament del teixit

productiu català. Entenem que això sens dubte ha de passar per difondre, fomentar i incentivar la figura del business angel a través d'un ampli ventall de polítiques. En aquest sentit, esperem que aquest treball també hi pugui aportar el seu petit gra de sorra.

9 Referències bibliogràfiques.

- Acs, Z. J.; O'Gorman, C.; Szerb, L. i Terjesen, S. 2007. Could the Irish Miracle be Repeated in Hungary? *Small Business Economics* Vol 28 (2) pp 123-142.
- Adler, P. S. i Kwon, S. 2002. Social Capital: Prospects for a New Concept. *Academy of Management Review* Vol 27 (1) pp 17-40.
- Aernoudt, R. 2005. Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (4) pp 359-371.
- Ajzen, I. 1988 Attitudes, Personality and Behaviour. Dorsey Press; Chicago, IL.
- Ajzen, I. 1991. The Theory of Planned Behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* Vol 50 (2) pp 179-211.
- Ajzen, I. 2002. Perceived Behavioral Control, Self-Efficacy, Locus of Control and the Theory of Planned Behaviour. *Journal of Applied Social Psychology* Vol 32 pp 1-20.
- Aldrich, H. i Zimmer, C. 1986. Entrepreneurship through Social Networks. Dins: Sexton, D. L. i Smilor, R. W. (Eds.), *The Art and Science of Entrepreneurship*. pp 3-24 Ballinger; Cambridge, MA.
- Aldrich, H. 1989. Networking among Women Entrepreneurs. Dins: Hagan, O.; Rivchun, C. i Sexton, D. L. (Eds.), *Women-Owned Businesses*. pp 103-132 Praeger Publishers; New York, NY.
- Alemany, L. 2003. Forum NEOTEC. *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar* Vol 38 pp 95-106.
- Amatucci, F. M. i Sohl, J. E. 2004. Women Entrepreneurs Securing Business Angel Financing: Tales from the Field. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 6 (2) pp 181-196.
- Amill, J. 2003. Programas Públicos de Apoyo a la Creación de empresas. *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar* Vol 38 pp 83-93.
- Aram, J. D. 1987 Informal Risk Capital in the Eastern Great Lakes Region. *Small Business Administration, Office of Advocacy*; Washington DC.
- Aram, J. D. 1989a. Attitudes and Behaviors of Informal Investors Toward Early-Stage Investments, Technology-Based Ventures, and Coinvestors. *Journal of Business Venturing* Vol 4 (5) pp 333-347.
- Aram, J. D. 1989b. The Paradox of Interdependent Relations in the Field of Social Issues in Management. *Academy of Management Review* Vol 14 (2) pp 266-283.
- ASCRI. 2010. Informe Capital Riesgo & Private Equity en España.
- Avdeitchikova, S. 2008. On the Structure of the Informal Venture Capital Market in Sweden: Developing Investment Roles. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (1) pp 55-85.
- Avdeitchikova, S.; Landström, H. i Månsson, N. 2008. What do we Mean when we Talk about Business Angels? some Reflections on Definitions and Sampling. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 371-394.
- Bank of England. 1994. Finance for Small Firms, Mimeo.
- Banks, J. i Smith, S. 2000. UK Household Portfolios. IFS Working Papers (W00/14). Institute for Fiscal Studies, London, UK.
- Banks, J.; Blundell, R. i Smith, J. P. 2002. Wealth Portfolios in the UK and the US. Working Paper 9128, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Barry, C. B. 1994. New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management* Vol 23 (3) pp 3-15.
- Batchelor, C. 1988a. Trend in Venture Capital 'Against Mid-Sized Funds. *Financial Times* pp 5.
- Batchelor, C. 1988b. Money and Times to Offer. *Financial Times* pp 19.

- Batchelor, C. 1990. Angels Form the Majority in US. *Financial Times* pp 17.
- Batchelor, C. 1993. From Lender to Investor. *Financial Times* pp 15.
- Baty, G. B. 1964. Initial Financing of the New Research-Based Enterprise in New England. *Federal Reserve Bank of Boston*. Boston, MA.
- Baty, G. B. 1991 *Entrepreneurship for the 1990s*. Prentice-Hall; Englewood Cliffs, NJ.
- Benjamin, G. A. i Margulis, J. B. 1996 *Finding Your Wings: How to Locate Private Investors to Fund Your Venture*. John Wiley; New York.
- Benjamin, G. A. i Margulis, J. B. 2000 *Angel Financing: How to Find and Invest Private Equity*. Wiley; New York.
- Benjamin, G. A. i Margulis, J. B. 2001 *The Angel investor's Handbook: How to Profit from Early-Stage Investing*. Bloomberg Press; Princeton, NJ.
- Bhidé, A. V. 1992. Bootstrap Finance: The Art of Start-Ups. *Harvard Business Review* Vol 70 (6) pp 109-117.
- Bhidé, A. V. 2000 *The Origin and Evolution of New Businesses*. Oxford University Press; New York, NY.
- Bosma, N.; Acs, Z. J.; Autio, E.; Coduras Martínez, A. i Levie, J. 2009. *Global Entrepreneurship Monitor 2008 Executive Report*.
- Bosma, N. i Levie, J. 2010. *Global Entrepreneurship Monitor 2009 Executive Report*.
- Boylan, M. G. 1981. What we Know and don't Know about Venture Capital. *Proceedings of the American Economic Association Annual Meeting*.
- Brettel, M. 2003. Business Angels in Germany: A Research Note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (3) pp 251-268.
- Brophy, D. J. 1974 *Finance, Entrepreneurship, and Economic Development*. Industrial Development Division, Institute of Science and Technology, University of Michigan; Ann Arbor.
- Brush, C. G.; Greene, P. G. i Hart, M. M. 2001. From Initial Idea to Unique Advantage: The Entrepreneurial Challenge of Constructing a Resource Base. *Academy of Management Executive* Vol 15 (1) pp 64-78.
- Burns, P. 2001 *Entrepreneurship and Small Business*. Palgrave Macmillan; Basingstoke.
- BVCA. 1993. *Report on Investment Activity 1992*.
- BVCA. 2000. *Sources of Business Angel Capital, 1999–2000*.
- BVCA. 2004. *A Guide to Private Equity*.
- Bygrave, W. D. i Timmons, J. A. 1992 *Venture Capital at the Crossroads*. Harvard Business School Press; Boston, MA.
- Bygrave, W. D.; Hay, M. G.; Ng, E. i Reynolds, P. D. 2003. Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (2) pp 101-116.
- Bygrave, W. D. i Hunt, S. A. 2005. *Global Entrepreneurship Monitor. 2004 Financing Report*.
- Cable, D. i Shane, S. A. 1997. A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *Academy of Management Review* Vol 22 (1) pp 142-176.
- Cassar, G. 2004. The Financing of Business Start-Ups. *Journal of Business Venturing* Vol 19 (2) pp 261-283.
- Charles River Associates Inc. 1976. *An Analysis of Capital Market Imperfections*. NTIS Report PB- 254996. Washington, DC: National Bureau of Standards.
- Clos Noguerras, J. 2005 *Els Business Angels, Innovant en la Cultura de Finançament de les Empreses*. Business Angels Network Catalunya; Terrassa.
- Coduras Martínez, A. 2004. La Situación del Business Angel en España desde la Óptica del Proyecto GEM. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 93-103.

- Copeland, M. V. 2006. How to Find Your Angel Investor. *Business 2.0 Magazine* Disponible a: <http://money.cnn.com/2006/02/28/magazines/business2/angelinvestor/>
- Coveney, P. i Moore, K. 1998 *Business Angels: Securing Start Up Finance*. John Wiley; Chichester; New York.
- De Noble, A. F. 2001. Raising Finance from Business Angels. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 3 (4) pp 359-367.
- Deakins, D. i Hussain, G. 1994. Risk Assessment with Asymmetric Information. *International Journal of Bank Marketing* Vol 12 (1) pp 24-31.
- Delmar, F. i Gunnarsson, J. 2000. How do Self-Employed Parents of Nascent Entrepreneurs Contribute? Dins: Reynolds, P. D.; Autio, E.; Brush, C. G.; Bygrave, W. D.; Manigart, S.; Sapienza, H. J. i Shaver, K. G. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*. pp 150-162 Babson College; Babson Park, MA.
- Dibben, M. R. 2000 *Exploring Interpersonal Trust in the Entrepreneurial Venture*. Macmillan; London.
- Dobrev, S. D. i Barnett, W. P. 2005. Organizational Roles and Transition to Entrepreneurship. *Academy of Management Journal* Vol 48 (3) pp 433-449.
- Dubini, P. i Aldrich, H. 1991. Personal and Extended Networks are Central to the Entrepreneurial Process. *Journal of Business Venturing* Vol 6 (5) pp 305-313.
- Duxbury, L.; Haines, G. H. i Riding, A. L. 1996. A Personality Profile of Canadian Informal Investors. *Journal of Small Business Management* Vol 34 (2) pp 44-55.
- Ehrlich, S. B.; De Noble, A. F.; Moore, T. i Weaver, R. R. 1994. After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing* Vol 9 (1) pp 67-82.
- Elitzur, R. i Gavius, A. 2003. Contracting, Signaling, and Moral Hazard: A Model of Entrepreneurs, Angels, and Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing* Vol 18 (6) pp 709-725.
- Erikson, T. i Sørheim, R. 2005. 'Technology Angels' and Other Informal Investors. *Technovation* Vol 25 (5) pp 489-496.
- Fama, E. F. i Jensen, M. C. 1983a. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics* Vol 26 pp 301-325.
- Fama, E. F. i Jensen, M. C. 1983b. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics* Vol 26 (2) pp 327-350.
- Farrell, E. A.; Howorth, C. i Wright, M. 2008. A Review of Sampling and Definitional Issues in Informal Venture Capital Research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 331-353.
- Fenn, G. W.; Liang, N. i Prowse, S. 1995. *The Economics of the Private Equity Market*. Board of Governors of the Federal Reserve System: Washington, DC.
- Fenn, G. W.; Liang, N. i Prowse, S. 1997. *The Private Equity Market: An Overview. Financial Markets, Institutions, and Instruments* Vol 6 (4) pp 1-106.
- Ferraro, F. 2004. Business Angels en el Silicon Valley. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 55-67.
- Fiet, J. O. 1991. Network Reliance by Venture Capital Firms: An Empirical and Theoretical Test. Dins: Churchill, N. C.; Bygrave, W. D.; Covin, J. G.; Sexton, D. L.; Slevin, D. P.; Vesper, K. H. i Wetzal, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1991*. pp 445-455 Babson College; Wellesley, MA.
- Fiet, J. O. 1995a. Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets. *Journal of Management Studies* Vol 32 (4) pp 551-574.
- Fiet, J. O. 1995b. Reliance upon Informants in the Venture Capital Industry. *Journal of Business Venturing* Vol 10 (3) pp 195-223.
- Florida, R. L. i Kenney, M. 1988a. Venture Capital and High Technology Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing* Vol 3 (4) pp 301-319.
- Florida, R. L. i Kenney, M. 1988b. Venture Capital, High Technology and Regional Development. *Regional Studies* Vol 22 (1) pp 33-48.

- Florida, R. L. i Smith, D. F., Jr. 1990. Venture Capital, Innovation, and Economic Development. *Economic Development Quarterly* Vol 4 (4) pp 345-360.
- Florin, J.; Lubatkin, M. i Schulze, W. 2003. A Social Capital Model of High-Growth Ventures. *Academy of Management Journal* Vol 46 (3) pp 374-384.
- Freear, J.; Sohl, J. E. i Wetzel, W. E. 1994. Angels and Non-Angels: Are there Differences? *Journal of Business Venturing* Vol 9 (2) pp 109-123.
- Freear, J.; Sohl, J. E. i Wetzel, W. E. 1995. Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 7 (1) pp 85-94.
- Fried, V. H. i Hisrich, R. D. 1994. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management* Vol 23 pp 28-37.
- Gaston, R. J. i Bell, S. E. 1986 Informal Risk Capital in the Sunbelt Region. Small Business Administration, Office of Advocacy; Washington DC.
- Gaston, R. J. i Bell, S. E. 1988 The Informal Supply of Capital. Small Business Administration, Office of Advocacy; Washington DC.
- Gaston, R. J. 1989a. The Scale of Informal Capital Markets. *Small Business Economics* Vol 1 (3) pp 223-230.
- Gaston, R. J. 1989b Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide. Wiley; New York.
- GEM. 2009a. Informe Executiu Catalunya 2009.
- GEM. 2009b. Informe Ejecutivo España 2009.
- Gifford, S. 1997. Limited Attention and the Role of the Venture Capitalist. *Journal of Business Venturing* Vol 12 (6) pp 459-482.
- Gollier, C. 2002. What does the Classical Theory have to Say about Household Portfolios? Dins: Guiso, L.; Haliassos, M. i Japelli, T. (Eds.), Household Portfolios. pp 27-54 MIT Press; Cambridge, MA.
- Gompers, P. A. 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance* Vol 50 (5) pp 1461-1489.
- Gompers, P. A. i Lerner, J. 2001 The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth. Harvard Business School Press; Boston, MA.
- Gompers, P. A. i Lerner, J. 2004 The Venture Capital Cycle. MIT Press. Cambridge, MA.
- Granovetter, M. 1985. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology* Vol 91 (3) pp 481-510.
- Guiso, L., Haliassos, M. i Japelli, T. 2002 Household Portfolios. MIT Press; Cambridge, MA.
- Haar, N. E.; Starr, J. i MacMillan, I. C. 1988. Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the U.S.A. *Journal of Business Venturing* Vol 3 (1) pp 11-29.
- Haines, G. H.; Madill, J. J. i Riding, A. L. 2003. Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* Vol 16 (3/4) pp 13-40.
- Hardin, G. J. 1968. The Tragedy of the Commons. *Science* Vol 162 (3859) pp 1243-1248.
- Harding, R. 2000. Venture Capital and Regional Development: Towards a Venture Capital 'System'. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (4) pp 287-311.
- Harding, R. 2002. Plugging the Knowledge Gap: An International Comparison of the Role for Policy in the Venture Capital Market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (1) pp 59-76.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1991. Informal Investment Networks: A Case Study from the United Kingdom. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 3 (3) pp 269-279.

- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1992a. International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital. *Journal of Business Venturing* Vol 7 (6) pp 459-475.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1992b. The Roles of Investors in Entrepreneurial Companies: A Comparison of Informal Investors and Venture Capitalists. Dins: Churchill, N. C.; Birley, S.; Bygrave, W. D.; Muzika, D. E.; Whalbin, C. i Wetzel, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1992*. pp 388-404 Babson College; Babson Park, MA.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1996a. Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects. *Regional Studies* Vol 30 (8) pp 765-771.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1996b. Developments in the Promotion of Informal Venture Capital in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* Vol 2 (2) pp 6-33.
- Harrison, R. T.; Dibben, M. R. i Mason, C. M. 1997. The Role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory Analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 21 (4) pp 63-81.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 1999. An Overview of Informal Venture Capital Research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 95-100.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 2000. Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (3) pp 223-242.
- Harrison, R. T. i Mason, C. M. 2002. Backing the Horse Or the Jockey? Agency Costs, Information and the Evaluation of Risk by Business Angels. Dins: Bygrave, W. D.; Brush, C. G.; Davidsson, P.; Fiet, J. O.; Greene, P. G.; Harrison, R. T.; Lerner, M.; Meyer, G. D.; Sohl, J. E. i Zacharakis, A. L. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2002*. pp 393-403 Babson College; Babson Park, MA.
- Harrison, R. T.; Mason, C. M. i Robson, P. J. A. 2003. Determinants of Long-Distance Investing by Business Angels. Dins: Bygrave, W. D.; Brush, C. G.; Lerner, M.; Davidsson, P.; Meyer, G. D.; Fiet, J. O.; Sohl, J. E.; Greene, P. G.; Zacharakis, A. L. i Harrison, R. T. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2003*. pp 116-129 Babson College; Babson Park, MA.
- Hart, O. 1995 *Firms, Contracts, and Financial Structures*. Oxford University Press; Oxford.
- Hindle, K. i Wenban, R. 1999. Australia's Informal Venture Capitalists: An Exploratory Profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 169-186.
- Hindle, K. i Lee, L. 2002. An Exploratory Investigation of Informal Venture Capitalists in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (2) pp 169-177.
- Hoffman, C. A. 1972. *The Venture Capital Investment Process: A Particular Aspect of Regional Economic Development*. PhD thesis, University of Texas at Austin.
- Huggins, R. 2000. The Success and Failure of Policy-Implanted Inter-Firm Network Initiatives: Motivations, Processes, and Structure. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 12 (2) pp 111-135.
- Huse, M. i Gabrielsson, J. 2004. Preface: Perspectives from Europe on Boards and Governance: Contingency, Behavioural and Evolutionary. *International Studies of Management and Organization* Vol 34 (2) pp 3-10.
- Ibrahim, D. M. 2008. The (Not so) Puzzling Behavior of Angel Investors. *Vanderbilt Law Review* Vol 61 (5) pp 1405-1452.
- Innovation Business. 1994. *Business Angels: NatWest to Launch Service for Private Investors*.

- Ireland, D. R.; Hitt, M. A. i Sirmon, D. G. 2003. A Model of Strategic Entrepreneurship: The Construct and its Dimensions. *Journal of Management* Vol 29 (6) pp 963-989.
- Ireland, D. R.; Reutzel, C. R. i Webb, J. W. 2005. From the Editors: Entrepreneurship Research in AMJ: What has been Published, and what might the Future Hold? *Academy of Management Review* Vol 48 pp 556-564.
- Ireland, D. R. i Webb, J. W. 2007. A Cross-Disciplinary Exploration of Entrepreneurship Research. *Journal of Management* Vol 33 (6) pp 891-927.
- Jeng, L. A. i Wells, P. C. 2000. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance* Vol 6 (3) pp 241-289.
- Jensen, M. C. i Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* Vol 3 (4) pp 305-360.
- Jensen, M. C. 1993. The Modern Industrial Revolution: Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* Vol 48 (3) pp 831-880.
- Jorion, P. i Goetzmann, W. N. 1999. Global Stock Markets in the Twentieth Century. *Journal of Finance* Vol 54 (3) pp 953-980.
- Kelly, P. i Hay, M. G. 1996. Serial Investors and Early Stage Finance. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance* Vol 5 (2) pp 159-174.
- Kelly, P. 2007. Business Angel Research: The Road Travelled and the Journey Ahead. Dins: Landström, H. (Eds.), *Handbook of Research in Venture Capital*. pp 315-331 Edward Elgar; Cheltenham.
- Khanin, D.; Baum, R. J.; Mahto, R. V. i Héller, C. 2008. Venture Capitalists' Investment Criteria: A Literature Review and Assessment. *Silicon Valley Review of Global Entrepreneurship Research* Vol 4 (1) pp 5-30.
- Klein, B. 1983. Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics* Vol 26 (2) pp 367-374.
- Knyphausen-Aufse, D. Z. i Westphal, R. 2008. Do Business Angel Networks Deliver Value to Business Angels? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (2) pp 149-169.
- KPMG Management Consulting. 1992. *Investment Networking*. Glasgow: Scottish Enterprise.
- Krueger, N. F.; Reilly, M. D. i Carsrud, A. L. 2000. Competing Models of Entrepreneurial Intentions. *Journal of Business Venturing* Vol 15 (5-6) pp 411-432.
- Landström, H. 1992. The Relationship between Private Investors and Small Firms: An Agency Theory Approach. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 4 (3) pp 199-223.
- Landström, H. 1993a. Informal Risk Capital in Sweden and some International Comparisons. *Journal of Business Venturing* Vol 8 (6) pp 525-540.
- Landström, H. 1993b. Agency Theory and its Application to Small Firms: Evidence from the Swedish Venture Capital Market. *Journal of Small Business Finance* Vol 2 pp 203-218.
- Landström, H. 1995. A Pilot Study on the Investment Decision-Making of Informal Investors in Sweden. *Journal of Small Business Management* Vol 33 (3) pp 67-76.
- Landström, H. 2007. Pioneers in Venture Capital Research. Dins: Landström, H. (Eds.), *Handbook of research in venture capital*. pp 3-65 Edward Elgar; Cheltenham.
- Leleux, B.; Schwass, J. i Diversé, A. A. 2007. Europe's Family Offices, Private Equity and Venture Capital. Research report, European Venture Capital Association:
- Lerner, J. 1994. The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management* Vol 23 (3) pp 16-27.
- Lerner, J. 1995. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance* Vol 50 (1) pp 301-318.
- Lerner, J. 1998. "Angel" Financing and Public Policy: An Overview. *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 773-783.

- Lerner, J. 2000 A Brief Review of Venture Capital and Private Equity: A Casebook. John Wiley & Sons, Inc; Toronto.
- Liechtenstein, H. 2004. El Proceso de Inversión Visto por Angeles Ganadores. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 81-91.
- Lindsay, N. J. 2004. Do Business Angels have an Entrepreneurial Orientation? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 6 (2) pp 197-210.
- Lumme, A.; Mason, C. M. i Suomi, M. 1996. The Returns from Informal Venture Capital Investments: An Exploratory Study. *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance* Vol 5 (2) pp 139.
- Lumme, A., Mason, C. M. i Suomi, M. 1998 Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland. Kluwer Academic Publishers; Boston, MA.
- Lumpkin, G. T. i Dess, G. G. 1996. Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking it to Performance. *Academy of Management Review* Vol 21 (1) pp 135-172.
- Macmillan, I. C.; Siegel, R. i Narasimha, P. N. S. 1985. Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing* Vol 1 (1) pp 119-128.
- Macmillan, I. C.; Zemann, L. i Subbanarasimha, P. N. 1987. Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process. *Journal of Business Venturing* Vol 2 (2) pp 123-137.
- Madill, J. J.; Haines, G. H. i Riding, A. L. 2005. The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (2) pp 107-129.
- Manigart, S. i Sapienza, H. J. 2000. Venture Capital and Growth. Dins: Sexton, D. L. i Landström, H. (Eds.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. pp 240-258 Blackwell; Oxford.
- Månsson, N. i Landström, H. 2006. Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 8 (4) pp 281-301.
- Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance* Vol 7 (1) pp 77-91.
- Martí Pellón, J.; Salas, M. i Barthel, D. 2010. Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España 2010.
- Mason, C. M. 1985. The Geography of 'Successful' Small Firms in the United Kingdom. *Environment and Planning A* Vol 17 (11) pp 1499-1513.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1991. Venture Capital, the Equity Gap and the North-South Divide in the UK. Dins: Green, M. (Eds.), *Venture Capital: International Comparisons*. Routledge; London.
- Mason, C. M.; Harrison, R. T. i Chaloner, J. 1991. Informal Risk Capital in the UK: A Study of Investor Characteristics, Investment Preferences and Investment Decision-Making. Venture Finance Research Project, Working Paper nº 2: University of Shouthampton (UK) and University of Ulster at Jordanstown (Northern Ireland).
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1992. The Supply of Equity Finance in the UK: A Strategy for Closing the Equity Gap. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 4 (4) pp 357-380.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1993a. Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market. *International Small Business Journal* Vol 11 (4) pp 23-38.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1993b. Promoting Informal Venture Capital: An Evaluation of a British Initiative. Dins: Churchill, N. C.; Birley, S.; Doutriaux, J.; Gatewood, E. J.; Hoy, F. S. i Wetzels, W. E. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993*. pp 525-537 Babson College; Wellesley, MA.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1994. The Informal Venture Capital Market in the UK. Dins: Hughes, A. i Storey, D. J. (Eds.), *Financing small firms*. pp 64-111 Routledge; London.

- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1995. Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital. *Small Business Economics* Vol 7 (2) pp 153-172.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1996a. Why 'Business Angels' Say no: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. *International Small Business Journal* Vol 14 (2) pp 35-51.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1996b. The UK Clearing Banks and the Informal Venture Capital Market. *International Journal of Bank Marketing* Vol 14 (1) pp 5-14.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 1996c. Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, the Post-Investment Experience and Investment Performance. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 8 (2) pp 105-126.
- Mason, C. M. 1999. Editorial. Venture Capital: Rationale, Aims and Scope. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (1) pp 1-46.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2000a. Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. *International Small Business Journal* Vol 18 (4) pp 11-28.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2000b. The Size of Informal Venture Capital Market in United Kingdom. *Small Business Economics* Vol 15 pp 137-148.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2000c. Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Businesses. Dins: Sexton, D. L. i Landström, H. (Eds.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. pp 221-239 Blackwell; Oxford.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2002a. Is it Worth it? the Rates of Return from Informal Venture Capital Investments. *Journal of Business Venturing* Vol 17 (3) pp 211-236.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2002b. Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 14 (3) pp 271-287.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2003. Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative. *Regional Studies* Vol 37 (8) pp 855-868.
- Mason, C. M. i Stark, M. 2004. What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal* Vol 22 (3) pp 227-248.
- Mason, C. M. 2006. Informal Sources of Venture Finance. Dins: Parker, S. C. (Eds.), *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*. pp 259-299 Springer; New York.
- Mason, C. M. i Harrison, R. T. 2008. Measuring Business Angel Investment Activity in the United Kingdom: A Review of Potential Data Sources. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 309-330.
- Maula, M. V. J.; Autio, E. i Arenius, P. 2005. What Drives Micro-Angel Investments? *Small Business Economics* Vol 25 (5) pp 459-475.
- Maula, M. V. J.; Autio, E. i Murray, G. 2005. Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What do they Know, Who do they Know, and should Entrepreneurs Care? Dins: Elfring, T. (Eds.), *Corporate Entrepreneurship and Venturing*. pp 101-126 Springer; New York.
- McCarthy, D. 2004. Household Portfolio Allocation: A Review of the Literature. Presented at the International Collaborative Forum, ESRI, Tokyo, February 2004.
- Merton, R. C. 1971. Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous-Time Model. *Journal of Economic Theory* Vol 3 pp 373-413.
- Morris, M. H. 1998 *Entrepreneurial Intensity: Sustainable Advantages for Individuals, Organizations, and Societies*. Quorum; Westport, Conn.
- Murray, G. 1994. The Second 'Equity Gap': Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies. *International Small Business Journal* Vol 12 (4) pp 59-76.

- Murray, G. 1995. Third Party Equity - the Role of the UK Venture Capital Industry. Dins: Davies, E. W. i Buckland, R. (Eds.), *Finance in Growing Firms*. Routledge; London.
- Murray, G. i Marriott, R. 1998. Modelling the Economic Viability of an Early Stage Technology-Focused Venture Capital Fund. Dins: Oakey, R. i Durning, W. (Eds.), *New Technology-Based Firms in the 1990s Vol 5*. pp 97-121 Paul Chapman Publishing; London.
- Nahapiet, J. i Ghoshal, S. 1998. Social Capital, Intellectual Capital, and the Organisational Advantage. *Academy of Management Review* Vol 23 pp 242-266.
- Neiswander, K. D. 1985. Informal Seed Stage Investors. Dins: Hornaday, J. A. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1985*. Babson College; Wellesley MA.
- Olson, M. 1965 *The Logic of Collective Action*. Harvard University Press; Cambridge, MA.
- Patton, M. Q. 2002 *Qualitative Research and Evaluation Methods*. Sage Publications; Thousand Oaks, CA.
- Paul, S.; Whittam, G. i Johnston, J. B. 2003. The Operation of the Informal Venture Capital Market in Scotland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (4) pp 313-335.
- Paul, S.; Whittam, G. i Wyper, J. 2007. Towards a Model of the Business Angel Investment Process. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (2) pp 107-125.
- Perez, R. C. 1986 *Inside Venture Capital: Past, Present, and Future*. Praeger Publishers;
- PIMEC. 2010. *Anuari De La PIME Catalana 2010*.
- Pintado, T. R.; García Pérez, D. i Auken, H. V. 2007. Venture Capital in Spain by Stage of Development. *Journal of Small Business Management* Vol 45 (1) pp 68-88.
- Politis, D. i Landström, H. 2002. Informal Investors as Entrepreneurs - the Development of an Entrepreneurial Career. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (2) pp 78-101.
- Politis, D. 2008. Business Angels and Value Added: What do we Know and Where do we Go? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (2) pp 127-147.
- Porter, M. E. 1980 *Competitive Strategy*. The Free Press; New York, NY.
- Postma, P. D. i Sullivan, M. K. 1990. *Informal Risk Capital in the Knoxville Region*. College of Business Administration, University of Tennessee. Knoxville, TN.
- Pratt, S. E. 1983. Overview and Introduction to the Venture Capital Industry. Dins: Pratt, S. E. (Eds.), *Guide to venture capital sources*. pp 7-9 Capital Publishing; Wellesley Hills, MA.
- Prowse, S. 1998. Angel Investors and the Market for Angel Investments. *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 785-792.
- Reitan, B. i Sørheim, R. 2000. The Informal Venture Capital Market in Norway ? Investor Characteristics, Behaviour and Investment Preferences. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (2) pp 129-141.
- Reynolds, P. D.; Bygrave, W. D. i Autio, E. 2004. *Global Entrepreneurship Monitor. 2003 Executive Report*.
- Riding, A. L. i Short, D. M. 1987. On the Estimation of the Investment Potential of Informal Investors: A Capture-Recapture Approach. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* Vol 5 (4) pp 26-40.
- Riding, A. L.; Dal Chin, P.; Duxbury, L.; Haines, G. H. i Safrata, R. 1993. *Informal Investors in Canada: Identification of Silent Characteristics*. Working Paper, Ottawa, Carleton University, Canada.
- Riding, A. L.; Duxbury, L. and Haines, G. H. 1995. *Financing Enterprise Development: Decision-Making by Canadian Angels*. Unpublished Paper. Carleton University; Ottawa.

- Riding, A. L. 2005. On the Size and Structure of the Informal Market. Working Paper, School of Business, Carleton University, Canada.
- Roberts, E. B. 1991. High Stakes for High-Tech Entrepreneurs: Understanding Venture Capital Decision Making. *Sloan Management Review* Vol 32 (2) pp 9-20.
- Robinson, M. J. i Cottrell, T. J. 2007. Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. *Journal of Small Business Management* Vol 45 (1) pp 47-67.
- Rosique, C. 2010. El MAB Cumple un Año con Siete Empresas en sus Filas. *Expansión* Disp: <http://www.expansion.com/2010/07/11/mercados/1278869608.html>
- Rubenstein, A. H. 1958. Problems of Financing and Managing New Research-Based Enterprises in New England. *Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.*
- Sahlman, W. A. 1990. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics* Vol 27 (2) pp 473-521.
- Samuelson, P. 1969. Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming. *Review of Economics and Statistics* Vol 51 (3) pp 239-246.
- San José, A. 2002. Tratamiento Fiscal de los Business Angels en España. *Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar* Vol 37 pp 75-76.
- San José, A. i Segurado, J. L. 2004. Business Angels en Cataluña. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 69-79.
- San José, A.; Roure, J. i Aernoudt, R. 2005. Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (2) pp 149-165.
- Sapienza, H. J. 1989. Variations in Venture-Capitalist-Entrepreneur Relations: Antecedents and Consequences. Unpublished doctoral dissertation. University of Maryland;
- Sapienza, H. J. i Gupta, A. K. 1994. Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist - Ceo Interaction. *Academy of Management Journal* Vol 37 (6) pp 1618-1632.
- Sapienza, H. J. i Korsgaard, M. A. 1996. Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations. *Academy of Management Journal* Vol 39 (3) pp 544-574.
- Schumpeter, J. A. 1982 *Capitalismo, Socialismo y Democracia.* Editorial Claridad; Buenos Aires.
- Shane, S. A. i Venkataraman, S. 2000. The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research. *Academy of Management Review* Vol 25 (1) pp 217-236.
- Shane, S. A. i Cable, D. 2002. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science* Vol 48 (3) pp 364-381.
- Sharma, P. i Chrisman, J. J. 1999. Toward a Reconciliation of the Definitional Issues in the Field of Corporate Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 23 (3) pp 11-27.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance* pp 425-442.
- Short, D. M. i Riding, A. L. 1989. Informal Investors in the Ottawa-Carleton Region: Experiences and Expectations. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 1 pp 99-112.
- Smith, R. L. i Smith, J. K. 2000 *Entrepreneurial Finance.* Wiley; New York, NY.
- Sohl, J. E. 1999. The Early-Stage Equity Market in the USA. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 101-120.
- Sohl, J. E. 2003. The Private Equity Market in the USA: Lessons from Volatility. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (1) pp 29-46.
- Sohl, J. E. i Rosenberg, W. 2003. The U.S. Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. *Journal of Private Equity* Vol 6 (2) pp 7-17.

- Sørheim, R. i Landström, H. 2001. Informal Investors - A Categorization, with Policy Implications. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 13 (4) pp 351-370.
- Sørheim, R. 2003. The Pre-Investment Behaviour of Business Angels: A Social Capital Approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (4) pp 337-364.
- Sørheim, R. 2005. Business Angels as Facilitators for further Finance: An Exploratory Study. *Journal of Small Business and Enterprise Development* Vol 12 (2) pp 178-191.
- Stedler, H. i Peters, H. H. 2003. Business Angels in Germany: An Empirical Study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (3) pp 269-276.
- Steier, L. i Greenwood, R. 1995. Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation. *Journal of Management Studies* Vol 32 (3) pp 337-357.
- Steier, L. i Greenwood, R. 1999. Newly Created Firms and Informal Angel Investors: A Four-Stage Model of Network Development. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 147-167.
- Sudek, R. 2006. Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy* Vol 17 (2) pp 89-103.
- Sullivan, M. K. i Miller, A. 1996. Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic, and Altruistic Investors. *Journal of Business Research* Vol 36 (1) pp 25-35.
- Sweeting, R. C. 1991. Uk Venture Capital Funds and the Funding of New Technology-Based Businesses: Process and Relationships. *Journal of Management Studies* Vol 28 (6) pp 601-622.
- Szerb, L.; Rappai, G.; Makra, Z. i Terjesen, S. 2007. Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. *Small Business Economics* Vol 28 (2) pp 257-271.
- Tashiro, Y. 1999. Business Angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (3) pp 259-273.
- Tejada, R. 2003. Venture Capital Policy Issues: Spain. OECD Science, Technology and Industry Working Paper 2003/18, OECD Directorate for Science, Technology and Industry:
- Thornton, P. H. 1999. The Sociology of Entrepreneurship. *Annual Review of Sociology* Vol 25 (1) pp 19-46.
- Tichy, N. M. 1981. Networks in Organizations. Dins: Nystrom, P. C. i Starbuck, W. H. (Eds.), *Handbook of Organizational Design* Vol 2. Oxford University Press; Oxford.
- Timmons, J. A. 1990 *Planning and Financing the New Venture*. Brick House Publishing Co.; Acton, MA.
- Timmons, J. A. i Spinelli, S. 2003 *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. Irwin / McGraw-Hill; Boston, MA.
- Tingchi, M. L. i Po Chang, B. C. 2007. Business Angel Investment in the China Market. (RESEARCH NOTE). *Singapore Management Review* Vol 29 (2) pp 89-101.
- Tobin, J. 1958. Liquidity Preference as Behavior Toward Risk. *Review of Economic Studies* Vol 25 (2) pp 65-86.
- Tyebjee, T. T. i Bruno, A. V. 1984. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science* Vol 30 (9) pp 1051-1066.
- Tymes, E. B. i Krasner, O. J. 1983. Informal Risk Capital in California. Dins: Hornaday, J. A. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1983*. Babson College; Wellesley MA.
- Van de Ven, A. H. i Poole, M. S. 2002. Field Research Methods. Dins: Baum, J. A. C. (Eds.), *The Blackwell Companion to Organizations*. pp 867-888 Blackwell; Oxford.

- Van Osnabrugge, M. 1998a. Do Serial and Non-Serial Investors Behave Differently?: An Empirical and Theoretical Analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 22 (4) pp 23-42.
- Van Osnabrugge, M. 1998b. The Financing of Entrepreneurial Firms in the UK. Unpublished doctoral dissertation: Univeristy of Oxford.
- Van Osnabrugge, M. 2000. A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (2) pp 91-109.
- Van Osnabrugge, M. i Robinson, R. J. 2000 Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists. Jossey-Bass; San Francisco.
- von Hippel, E. 1983. Increasing Innovators' Returns from Innovation. Dins: Rosenbloom, R. S. (Eds.), *Research on Technological Innovation, Management and Policy: A Research Annual*. pp 35-53 JAI Press; Greenwich, CT.
- Wall, L. D. 2007. On Investing in the Equity of Small Firms. *Journal of Small Business Management* Vol 45 (1) pp 89-93.
- Wetzel, W. E. 1981. Informal Risk Capital in New England. Dins: Vesper, K. H. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*. pp 217-245 Babson College; Wellesley MA.
- Wetzel, W. E. 1983. Angels and Informal Risc Capital. *Sloan Management Review* Vol 24 (4) pp 23-34.
- Wetzel, W. E. 1986a. Informal Risk Capital: Knowns and Unknowns. Dins: Sexton, D. L. i Smilor, R. W. (Eds.), *The Art and Science of Entrepreneurship*. pp 85-108 Ballinguer; Cambridge, MA.
- Wetzel, W. E. 1986b. Entrepreneurs, Angels and Economic Renaissance. Dins: Hisrich, R. D. (Eds.), *Entrepreneurship, Intrapreneurship and Venture Capital*. pp 119-139 Lexington Books; Lexington, MA.
- Wetzel, W. E. 1987. The Informal Venture Capital Market: Aspects of Scale and Market Efficiency. *Journal of Business Venturing* Vol 2 (4) pp 299-313.
- Wilson, H. I. M. 1995. Are the Business Angels of Today the Venture Capitalists of Yesterday? *Journal of High Technology Management Research* Vol 6 (1) pp 145-156.
- Wilson, J. W. 1985 *The New Venturers: Inside the High-Stakes World of Venture Capital*. Addison-Wesley Publishing Company; Reading, MA.
- Wiltbank, R. i Sarasvathy, S. D. 2002. Selection and Return in Angel Investment (Summary). Dins: Bygrave, W. D.; Brush, C. G.; Davidsson, P.; Fiet, J. O.; Greene, P. G.; Harrison, R. T.; Lerner, M.; Meyer, G. D.; Sohl, J. E. i Zacharakis, A. L. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2002*. Babson College; Babson Park, MA.
- Wong, A. Y. 2002. Angel Finance: The Other Venture Capital. Analysis Group, Inc.
- Wong, P. K. i Ho, Y. P. 2003. Business Angels in Singapore. Dins: Anonymous (Eds.), *Singapore Venture Capital and Private Equity Directory 2004*. pp 36-42 Singapore Venture Capital Association (SVCA); Singapore.
- Wong, P. K.; Ho, Y. P. i Autio, E. 2004. Determinants of Angel Investing Propensity: Evidence from the Global Entrepreneurship Monitor Dataset. Dins: Zahra, S. A.; Brush, C. G.; Davidsson, P., et al. (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2004*. pp 48-62 Babson College; Wellesley, MA.
- Wong, P. K. i Ho, Y. P. 2007. Characteristics and Determinants of Informal Investment in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (1) pp 43-70.
- Wright, M. i Robbie, K. 1998. Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting* Vol 25 (5) pp 521-570.