

Análisis exploratorio de la distribución de los fondos de capital privado y emprendedor en México: El caso del perfil del emprendedor

Área de investigación: Administración de la micro, pequeña y mediana empresa

Eduardo Gaona-Domínguez

EGADE Business School

Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey
México

eduardo.gaona@itesm.mx

Roberto Santillán Salgado

EGADE Business School

Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey
México

roberto.santillan@itesm.mx

Norma Alicia Hernández Perales

EGADE Business School

Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey
México

normahernandez@itesm.mx



Octubre 3, 4 y 5 de 2012
Ciudad Universitaria
México, D.F.

XVII
CONGRESO
INTERNACIONAL
DE
CONTADURÍA
ADMINISTRACIÓN
E
INFORMÁTICA

Quinto FCA, México, Andrea Pascual Martínez | Fotografía: Bruno López Chavez

<http://congreso.investiga.fca.unam.mx>
informacongreso@fca.unam.mx

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08



ANFECA
Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración

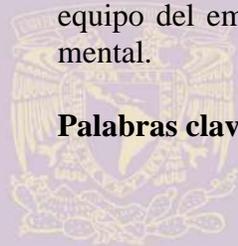
División de Investigación, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM
Circuito Exterior s/n, Ciudad Universitaria, México, D.F., C.P. 04510

Análisis exploratorio de la distribución de los fondos de capital privado y emprendedor en México: El caso del perfil del emprendedor

Resumen

Los Fondos de Capital Privado y Emprendedor continuamente están en la búsqueda de proyectos de inversión con características particulares. Una de ellas es el perfil del emprendedor. En otros países se han realizado estudios sobre el tema (Bruton *et al.*, 2009), pero en México todavía no se había realizado un estudio con esa orientación. El presente estudio responde a la pregunta: ¿cuáles son las características del perfil del emprendedor que resultan más importantes para los FCP en el contexto mexicano? Para comprender mejor la relación entre FCP y el perfil del emprendedor levantamos una encuesta. La muestra se elaboró con información de la Asociación Mexicana de Capital Privado A.C (AMEXCAP) e incluyó 52 Fondos de Capital, con una tasa de respuesta por encima del 81%. Con base en la técnica de K-medias se realizó un *Cluster Analysis*. Los 43 fondos se distribuyeron en 4 grupos. Los resultados muestran que los fondos están interesados, principalmente, en 4 características del emprendedor: (a) atención al detalle, (b) la independencia, (c) trayectoria y, (d) la experiencia del administrador. Las características del emprendedor para las cuáles se detecta menor interés por parte de los fondos son: (1) el equipo del emprendedor, 2) honestidad, 3) conocimiento del sector y 4) la salud física y mental.

Palabras clave: Fondos de Capital, Emprendimiento, Financiamiento.



Octubre 3, 4 y 5 de 2012
Ciudad Universitaria
México, D.F.

<http://congreso.investiga.fca.unam.mx>

informacongreso@fca.unam.mx

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08



ANFECA
Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración

División de Investigación, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM
Circuito Exterior s/n, Ciudad Universitaria, México, D.F., C.P. 04510

Análisis exploratorio de la distribución de los fondos de capital privado y emprendedor en México: El caso del perfil del emprendedor

Introducción

Los Fondos de Capital Privado (FCP)¹ han tenido un desarrollo importante en las últimas tres décadas alrededor del mundo, de hecho, han crecido a una tasa superior a la registrada por cualquier otro producto financiero (Lerner, 2010). Los FCP invierten en empresas con alto potencial de crecimiento con el objetivo primordial de incrementar significativamente su valor y el propio patrimonio en consecuencia. En un país como México, donde 52 millones de mexicanos viven en pobreza (Coneval, 2011), las inversiones potenciales de estos fondos podrían significar un impulso al progreso en muchas regiones del país. Ya que, de acuerdo con estudios recientes (e. g., Martí-Pellón, 2007) la presencia de un inversionista de capital emprendedor en la empresa genera un efecto positivo en la misma, en términos de empleo, ventas, resultados, inversión en activos y recaudación fiscal, entre otros.

Un tema intrínsecamente asociado a los FCP es el del emprendimiento y sus principales actores: los emprendedores. Por un lado, el emprendimiento en un país contribuye a la disminución de la pobreza a través del empleo, generación de ingresos y al incremento del nivel económico y el bienestar de sus ciudadanos (Hernández, 2011). Por otro lado, las actividades del emprendedor tienen un impacto positivo en la economía (Naffziger, 1994) ya que cerca del 80 por ciento de los puestos laborales provienen de micro, pequeñas y medianas empresas.

Los FCP, de acuerdo a sus objetivos particulares, buscan proyectos de inversión que cumplan con determinadas características, y una de las características más importantes que ponderan al momento de decidir sobre una nueva inversión es el perfil del emprendedor (Bruton *et al.*, 2009). Por esta razón, el emprendedor debe estar atento a las ideas, las prioridades y los fundamentos básicos que existen en la mente de los inversionistas. Estudios recientes analizan las necesidades de un grupo específico de inversionistas: los inversionistas ángel, estos los describen como inversionistas que comprometen su dinero en un negocio cuando está en sus primeras etapas de su ciclo de vida. Los inversionistas ángel ponen especial atención al equipo con el que cuenta el emprendedor (Sudek, 2006). Así mismo, existen estudios que demuestran que el compromiso del emprendedor, su experiencia y su trayectoria son factores igualmente preponderantes para este tipo de inversionistas (Macmillan *et al.*, 1985 y Dixon, 1991).

Mientras investigaciones anteriores sobre el perfil del emprendedor se basan en criterios que conllevan a reacciones positivas entre los inversionistas, Petty y Gruber (2009) toman una postura opuesta y exploran qué es lo que determina que una propuesta sea rechazada. Utilizan para ello una metodología longitudinal con observaciones para nueve años. En este caso los resultados descubren que el producto, el mercado y las finanzas frecuentemente se

¹ A menos que se especifique lo contrario, a lo largo de este artículo se utilizará el término “capital privado” para definir a todo fondo que tenga operaciones de este tipo, lo cual engloba tanto al capital emprendedor (inversión en etapas tempranas: crecimiento y desarrollo) como al capital privado (inversión en etapas tardías: expansión, madurez, consolidación).

utilizan como argumentos para rechazar una propuesta. Adicionalmente, se precisa en este caso que rechazar una propuesta es más fácil al decir ‘no creemos en tus predicciones de mercado’ en lugar de decir ‘no creemos en ti como persona’.

Un común denominador en la investigación del emprendimiento es el enfoque frecuente en las características de los emprendedores v.g.: compromiso, dinamismo, experiencia y liderazgo. Tales características se consideran como mecanismos para hacer frente a las adversidades del entorno al momento de fundarse, administrar e internacionalizarse. Los resultados de Kiss *et al.*, (2012) sugieren que las características en un nivel individual de empresa son más importantes que las características a nivel industria al momento de enfrentar determinados límites de recursos y adversidades del mercado cuando se busca v.g.: financiamiento o una mejor administración de la empresa.

La mayoría de los estudios que analizan la relación FCP-Emprendedor se enfocan en las características profesionales, emocionales y personales (e. g., Kiss, 2012) que debe poseer el emprendedor para que su proyecto económico tenga mayor posibilidad de ser financiado. Generalmente utilizan un cuestionario con el cual se les pregunta a los inversionistas qué es lo que esperan que un emprendedor demuestre antes de otorgarle financiamiento.

Alternativamente, existen estudios que tienen por finalidad conocer y analizar que es lo que fue mal tras un negocio en el que un FCP participó y fracasó (Meyer *et al.*, 1993). Este tipo de entrevistas son conducidas post-inversión y post-fracaso y por lo tanto incluyen lo que ‘de hecho pasó’ y no solamente un aspecto teórico que puede ser objeto de crítica en las pre-inversiones.

A pesar de que ya en otros países se cuenta con resultados concluyentes acerca de la relación entre fondos y emprendedor, la variedad mexicana cuenta con características culturales, políticas, sociales y económicas muy diversas. En tal sentido, la misma relación debe explorarse a través de un marco de referencia propio. Con lo anterior se buscaría conocer, ¿cuáles son las características del perfil del emprendedor que resultan más importantes para los FCP en el contexto mexicano? Responder lo anterior resulta de especial importancia porque si se logra conocer qué tipo de fondos se orientan hacia cierto perfil de emprendedor, entonces los emprendedores podrían estar en posición de afinar ciertas características de su propio perfil con el fin de ‘cumplir’ con las expectativas de los fondos y, de esta forma, aumentar las posibilidades de obtener el financiamiento que se busca.

Para comprender mejor la relación entre FCP y emprendedores levantamos una encuesta. La muestra se elaboró con información de la Asociación Mexicana de Capital Privado A.C. (AMEXCAP) y una búsqueda en medios electrónicos de fondos que no pertenecían a esta asociación, con el propósito de cubrir el mayor segmento posible dentro de la industria. La muestra final fue de 52 fondos de capital, de los cuales se obtuvo respuesta positiva de 42, situando la tasa de respuesta por encima del 81%. En particular en este estudio se busca segmentar el número total de fondos que se tienen en nuestra muestra con el fin de conocer la preferencia que tienen estos hacia ciertas características del perfil del emprendedor.

Con la siguiente relación se lleva a cabo una relación de la literatura de el tema para identificar el marco teórico sobre el cual se fundamenta lo más representativo del

<http://compras.investigacion.unam.mx/informacion/infocap.htm>

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08

conocimiento generado al momento. Después, se discute la metodología y el origen de los datos utilizados en la presente investigación. En tercer lugar, se muestran los resultados del análisis exploratorio. Finalmente, se presentan las conclusiones haciendo un recuento de los puntos fuertes y restricciones de la investigación, así como recomendaciones para futuras líneas de investigación.

Los Inversionistas de Capital de Riesgo y los Empresarios a quienes Financian

Los obstáculos al flujo de información entre el inversionista de capital de riesgo y el empresario afectan a las negociaciones y la inversión misma. En tal virtud, varios enfoques alternativos, como la asimetría de información y la teoría de la agencia, se han utilizado para entender el papel de la información como determinante en las decisiones de inversión.

El trabajo de Akerlof (1970) se considera generalmente como el punto de partida para un análisis formal de la asimetría de información. Akerlof describe una situación donde vendedores de autos usados tienen información privada sobre la calidad de sus coches, pero los compradores no pueden discernir las diferencias en la calidad de los mismos antes de la compra. En ese contexto, los coches de baja calidad o “limones” dominan el mercado porque sin importar que un buen número de coches sean de buena calidad el mercado hará una “selección” de forma negativa. Esto es, los “malos” productos o clientes serán probablemente los seleccionados.

Los primeros trabajos de influencia en el tema de riesgo moral incluyen a Arrow (1973) y Pauly (1974), quienes concluyeron que el riesgo moral causa el fracaso del mercado porque los compradores aprenderán a suponer que todos o casi todos los automóviles usados son “limones”. Aunque se tenga un coche de alta calidad, cuando se pone en venta, las personas no van a estar dispuestas a pagar por él como un coche de alta calidad, porque se piensa que si lo venden es porque tiene algún defecto. Así, se presupone que todos los coches que se venden son de baja calidad. Los problemas de riesgo moral son particularmente importantes en muchas situaciones en que una de las partes actúa como un agente para otra parte, por ejemplo cuando un cliente contrata a un abogado, o el vendedor de una casa contrata a un agente de ventas. En estas situaciones, el ‘principal’ no puede observar de forma perfecta el esfuerzo (u otras acciones) del agente.

Al respecto, Jensen y Meckling (1976) sostienen que las relaciones de agencia son la clave para entender la empresa moderna: un contrato explícito en el que una parte, el *agente*, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el *principal*. El contrato generalmente incorpora delegación de autoridad, de forma que el agente toma ciertas decisiones en nombre del principal. Así, por ejemplo, los gerentes de la empresa son los agentes de los propietarios, quienes podrían, a su vez, ser vistos como los agentes de otros inversionistas en la empresa. Los problemas de agencia pueden ocurrir como resultado de metas incongruentes y diferencias en cuanto a las preferencias de riesgo entre un propietario y un inversionista (Arthurs y Busenitz 2003). Los empresarios pueden, por ejemplo, exagerar la viabilidad de la empresa para obtener condiciones de financiamiento favorables (Amit, Brander, y Zott, 1998). Land y Strom (1992) utilizaron la teoría de la agencia para demostrar que la asimetría de dificultad que las pequeñas empresas obtengan mejores condiciones de financiamiento, debido a los altos costos de monitoreo y al

potencial de pérdida residual, en comparación con las grandes empresas.

Existen dos formas principales en que se puede presentar la asimetría de información. Una forma se refiere a la “información oculta”, la cual se presenta cuando una parte de una de las partes conoce información relevante que no es conocida por la otra parte. Por ejemplo, un empresario que desarrolla un nuevo producto puede tener una idea mucho mejor fundamentada acerca de si el producto realmente funciona que la que puede tener un inversionista candidato a financiar la empresa. El problema surge porque la parte que sí está informada típicamente tiene un incentivo para tergiversar la información. Este fenómeno se denomina “selección adversa”. Los inversionistas potenciales entienden que existe una selección adversa y por lo tanto se vuelven cuidadosos de la financiación de dichas actividades empresariales.

El segundo tipo de asimetría de información se describe frecuentemente como ‘acción oculta.’ En esta situación una de las partes de la transacción no puede observar las acciones relevantes emprendidas por la otra parte. Por ejemplo, un inversionista pudiera no estar en posición de observar si el emprendedor trabaja duro y toma decisiones adecuadas, o si el emprendedor está planeando tomar su dinero e irse. Este problema conlleva a lo que se denomina “riesgo moral”. La parte que sí está informada tiene entonces un incentivo para actuar por interés propio, aún si dichas acciones representan altos costos para la otra parte. Amit *et al.*, (1993) y MacIntosh (1994) afirman que la asimetría de información es fundamental en el sector de capital de riesgo. Otros trabajos reconocen implícitamente la importancia de la asimetría de información, como por ejemplo, MacMillan, Zemann y Narashima (1987) quienes proporcionan una valiosa discusión de cómo los fondos analizan detalladamente los nuevos proyectos.

Con base en lo expuesto se puede argumentar que esperar el intercambio de todo el conocimiento en una negociación entre un fondo y un emprendedor no es realista, particularmente desde la óptica del conocimiento específico que se encuentra incorporado en las habilidades y capacidades de los fundadores. Incluso, contando con un concepto superior de negocio y un equipo competente, es probable que las nuevas empresas no obtengan los fondos suficientes a menos que efectivamente se pueda comunicar la información adecuada a los posibles inversionistas (Busenitz, Fiet y Moesel, 2005).

Variables

Nuestro análisis se centra en el perfil del emprendedor que buscan los fondos de capital debido a que es uno de los aspectos más importantes que se ponderan al momento de analizar la viabilidad de una inversión (Bruton, Ahlstrom, y Puky, 2009). Goslin y Barge (1986) llevaron a cabo un estudio para describir y determinar el perfil del emprendedor. Los autores se enfocaron en identificar posibles similitudes o diferencias geográficas enviando cuestionarios a inversionistas de tres diferentes regiones de Estados Unidos. Los resultados muestran que en todas las regiones estudiadas (Portland, Seattle y San Francisco, California), el emprendedor es el factor principal para atraer fondos externos.

En una entrevista levantada entre 46 fondos Tyebjee y Bruno (1984) encontraron que la *experiencia y las habilidades administrativas* son los dos elementos más importantes al

evaluar a los emprendedores. Por su parte, después de realizar un estudio donde se obtuvieron 102 respuestas de FCP, Macmillan *et al* (1985), concluyen que los fondos categorizan y evalúan el perfil del emprendedor bajo dos dimensiones: *la personalidad del emprendedor y su experiencia*. En cuanto a la personalidad del emprendedor, el inversionista espera que el emprendedor tenga la capacidad constante de trabajar intensamente, de reaccionar frente a los riesgos de forma apropiada y de atender a los detalles. La experiencia del emprendedor puede ser medida utilizando las siguientes variables: habilidad probada de *liderazgo, conocimiento del sector, experiencia, curriculum* (trayectoria), *honestidad e integridad* (reputación). Estas cinco variables son utilizadas como un criterio de *screening* antes de que el trato se consolide.

En un trabajo realizado por Dixon (1991) se obtuvo como resultado que aquellos emprendedores quienes no tienen *experiencia para administrar en un sector particular*, tienen una mínima probabilidad de que sus propuestas de negocios sean examinadas de forma profunda y, por lo tanto, de recibir financiamiento.

Un estudio que resulta importante para este trabajo, por generarse fuera del contexto estadounidense, es el realizado por Muzyka, *et al* (1996). La muestra de este estudio incluye 73 FCP principalmente de Europa Occidental; aunque el estudio se realizó en una región geográfica distinta, la mayoría de los resultados fueron muy parecidos a los encontrados en trabajos mencionados antes. Quienes respondieron clasificaron al *liderazgo potencial del emprendedor* como el elemento más importante para encontrar en un emprendedor. Este elemento es seguido del *liderazgo potencial del equipo de administración, conocimiento del sector, trayectoria del emprendedor y trayectoria del equipo de administración*. Estos cinco criterios se apuntaron de un total de 34 elementos (e. g., características del mercado, cuestiones financieras, industria, etc).

Octubre
Ciudad de México
Existente otro estudio que resulta relevante, el cual se enfoca en identificar cuáles factores han influido las inversiones exitosas y también de fracaso en sectores de alta tecnología. A pesar de que una vez más el factor geográfico se toma en cuenta en este estudio los resultados que previamente sean mostrados no varían, es decir, la capacidad de *liderazgo* del emprendedor su habilidad para conformar *equipos de administración* resultan fundamentales (Kakati, 2003).

Existen estudios más recientes que analizan las necesidades de un grupo específico de inversionistas: los inversionistas ángel. Estos inversionistas comprometen su dinero en un negocio que está en sus primeras etapas de su ciclo de vida. Con lo anterior, se podría esperar que los resultados que hasta ahora se han mostrado pudieran cambiar, sin embargo, este no es precisamente el caso. Consistente con trabajos previos, los inversionistas ángel ponen especial atención *al equipo con el que cuenta el emprendedor* (Sudek, 2006). Así mismo, los resultados muestran que el *compromiso del emprendedor, su experiencia y su trayectoria* son factores igualmente preponderantes para este tipo de inversionistas.

El trabajo de Valliere y Peterson (2007) cambió el enfoque de los sujetos de estudio en este tema. En lugar de ver las expectativas de los fondos antes de realizar inversiones, el estudio investiga que es lo que 59 emprendedores buscan en un inversionista. La valuación es un área obvia de atención y lo mismo ocurre con la estructura legal que el negocio necesita. Lo

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax 52 (55) 5616.03.08

que es interesante en relación a esta revisión de la literatura es el incremento en la búsqueda de *compatibilidad personal*. El estudio argumenta que entre más experimentado el emprendedor mayor será su atención hacia la compatibilidad entre él y el fondo.

Existe otro estudio cuya metodología resulta interesante para este trabajo. Mientras investigaciones anteriores sobre el perfil del emprendedor se basan en criterios que conllevan a reacciones positivas entre los inversionistas, Petty y Gruber (2009) toman una postura opuesta y exploran otros criterios para encontrar qué es lo que determina que una propuesta sea rechazada con una metodología longitudinal (nueve años). En este caso los resultados son distintos a los que previamente aquí se han mostrado: el producto, el mercado y las finanzas son frecuentemente utilizados como argumentos para rechazar una propuesta. No obstante, bajo esta metodología, se argumenta que rechazar una propuesta es más fácil al decir ‘no creemos en tus predicciones de mercado’ en lugar de decir ‘no creemos en ti como persona’.

Al volver a la metodología tradicional, existe un estudio que fue realizado para investigar, entre otras cosas, el rol de la confianza en la fase de pre-inversión (Payne *et al.*, 2009). Los autores plantearon la siguiente hipótesis: la confianza inicial de los de los FCP hacia el emprendedor antes de la inversión está positivamente relacionada a la cantidad del fondeo. Para medir la confianza los autores se dirigen hacia variables ya conocidas: 1) *habilidades analíticas y trayectoria*, 2) *personalidad* del emprendedor, 3) *habilidad de liderazgo* y 4) *respeto de otras partes interesadas*.

La mayoría de los trabajos que se han presentado hasta este punto se basan en investigaciones que utilizaron encuestas antes de que la inversión se haya realizado o que están basadas en una visión general del proceso de evaluación/screening. No obstante, existen estudios que tienen por finalidad conocer y analizar qué es lo que se hizo mal tras un negocio en el que participó un FCP y que fracasó. Este tipo de entrevistas son conducidas post-inversión y post-fracaso y por lo tanto incluyen lo que ‘de hecho pasó’ y no solamente un aspecto teórico que puede criticarse en las pre-inversiones (Ostrup, 2011). Al respecto, Meyer *et al.*, (1993) en su estudio plantearon una hipótesis en donde se esperaba que los fracasos post-inversión fueran causados por factores externos. Los resultados confirmaron esta hipótesis (típicamente las malas condiciones de mercado son las culpables), sin embargo, al mismo tiempo cuestiones como la administración estratégica, personal clave, *habilidades de administración*, visión, diseño de productos, implementación y capacidades técnicas fueron nombradas como razones en cuanto a la falta de éxito. Así mismo se les pidió a los participantes de este estudio que nombraran los determinantes clave del fracaso que consideraban más comunes. Esto condujo a respuestas más abiertas que enfatizaron en la importancia del perfil del emprendedor y la administración. *Habilidad analítica*, estrategia y *esfuerzo sostenido del emprendedor* conformaron las principales respuestas provenientes tanto de emprendedores como de inversionistas.

El supuesto de que los individuos inician empresas como una manera de aumentar sus riquezas personales subyace en gran parte de la investigación sobre emprendimiento. Campbell (1992), por ejemplo, propuso un modelo de toma de decisiones económicas con base en los actos de emprendimiento, como la puesta en marcha de decisiones, en las que la

importante para los fondos por asociarse esta condición a un mejor desempeño del negocio donde se invierte.

Metodología

Este trabajo realiza un análisis exploratorio de conglomerados (clusters) con veintidós variables de las cuales quince de ellas están en función del perfil del emprendedor y las siete restantes arrojan información importante sobre las características de los fondos. Así mismo, un análisis de este tipo tiene como finalidad que “los objetos dentro de un grupo sean similares (o relacionados) unos a otros y diferentes de (o no relacionados) a los objetos de otros grupos” (Tan *et. al*, 2006). En el presente trabajo los “objetos” están representados por los fondos de capital privado y emprendedor.

La muestra fue levantada con información de la Asociación Mexicana de Capital Privado A.C. (AMEXCAP) y una búsqueda en medios electrónicos de fondos que no pertenecían a esta asociación, con el propósito de cubrir el mayor segmento posible dentro de la industria. La muestra final fue de 52 fondos de capital, de los cuales se obtuvo respuesta positiva de 42, situando la tasa de respuesta por encima del 81%. Esto es significativo dado que estudios similares no alcanzan tales tasas de respuesta y presentan muestras más pequeñas. Se considera que la muestra es representativa de la industria mexicana² debido, entre otras cosas, a que los fondos encuestados representan la mayoría de las transacciones que se realizan en el país.

La encuesta fue respondida electrónicamente a través del programa *Qualtrics* por los administradores generales de los fondos (*general managers*) en un tiempo promedio de 30 minutos. La primera parte del cuestionario consta de 14 preguntas de opción múltiple y fue revisada por administradores de fondos locales y expertos en finanzas.

Octubre 3, 4 y 5 de 2012

Ciudad

La finalidad de esta investigación es la segmentación, esto porque se busca dividir los fondos, los cuales son, o no, atraídos por el perfil del emprendedor, en grupos con características relativamente homogéneas como precondición para analizar el grado de atracción. También, se busca encontrar una tendencia de correspondencia de los objetos hacia cada grupo dando paso al análisis de la varianza. Así, en este trabajo se utiliza el método de aglomeración de *K-medias*. El método de *K* medias fue seleccionado ya que tiene la tendencia a encontrar soluciones locales óptimas mediante una iteración reiterada, alrededor de los componentes-variables, que conforman la variable de similitud o diferencia. El proceso de optimización realiza una partición inicial para calcular los centroides de cada grupo. Después, se reasignan los objetos al *cluster* con el centroide más cercano. Para encontrar la mejor solución, las iteraciones continúan hasta que la partición permanece sin cambios. El método *K-medias* garantiza la asignación de todos los objetos hacia un grupo en la mayoría de los casos el más cercano.

<http://congreso.investigacion.unam.mx>

² Perezcano, González y Fabre (2010) calculan que existen más de 60 fondos de capital, sin embargo, esta encuesta excluyó a los fondos especializados en bienes raíces, que representan entre el 15-25% del total de los fondos.

Teléfono

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08

Las variables extraídas de nuestro cuestionario son las siguientes:

Variables	
Características del emprendedor	Información de los fondos
Compatibilidad con el fondo	Tipo de Fondo (Público o privado)
Trayectoria del emprendedor	Capital del fondo (Público o privado)
Capacidad de liderazgo	Origen del fondo
Conocimiento del sector	Tamaño del fondo
Experiencia del emprendedor	Edad del fondo
Búsqueda de independencia	Experiencia del fondo
Perfeccionista	
Trabajo en equipo	
Habilidades analíticas	
Honestidad e integridad	
Deseo de hacer dinero	
Trabajo bajo presión	
Deseo de hacer dinero	
Salud física y mental	
Conocimiento del sector	

Fuente: Elaboración propia

Las quince preguntas son de opción múltiple y de escala tipo Likert de cinco puntos con un recorrido desde (1) *no muy importante* hasta (5) *muy importante*, y de (1) *nunca* hasta (5) *siempre*, dependiendo de la pregunta. Las preguntas se adaptaron del artículo científico de Pintado *et al* (2007) que se enfoca principalmente en medir variables relacionadas con el proceso de inversión de los fondos y forma de evaluar las empresas antes de tomar una decisión de inversión

Presentación de Resultados y su Interpretación

Los valores siguientes son las medias de cada variable dentro de cada conglomerado inicial. Por defecto, el programa SPSS elige casos que son distintos y usa los valores de estos casos para definir los conglomerados iniciales. Los centros iniciales de los conglomerados son los valores de las variables de las k observaciones bien espaciadas. Los resultados pueden observarse en la tabla 1.

Tabla 1: Centros Iniciales de los Conglomerados

	Initial Cluster Centers			
	Cluster			
	1	2	3	4
Emprendedor_Capaz	2.00	2.00	5.00	5.00
Emprendedor_Esfuerzo	2.00	5.00	5.00	5.00
Emprendedor_Deseo	2.00	3.00	5.00	1.00
HacerDinero				
Emprendedor_Honestidad	2.00	5.00	5.00	5.00
Emprendedor_Analitico	2.00	5.00	5.00	3.00
Emprendedor_Salud	2.00	2.00	5.00	3.00
Emprendedor_OrgEquipo	2.00	4.00	5.00	1.00
Emprendedor_Atención	2.00	4.00	5.00	3.00
Detalle				
Emprendedor_Independencia	2.00	2.00	5.00	1.00
Emprendedor_Experiencia	2.00	3.00	5.00	1.00

	Initial Cluster Centers			
	Cluster			
	1	2	3	4
Emprendedor_ConocimientoSector	2.00	4.00	5.00	3.00
Emprendedor_Liderazgo	2.00	3.00	5.00	1.00
Emprendedor_Objeticos	2.00	4.00	5.00	3.00
Mercado				
Emprendedor_Curriculum	2.00	2.00	5.00	5.00
Emprendedor_Compatibilidad	2.00	4.00	4.00	3.00
ExperienciaParaAdmon	4.00	1.00	4.00	3.00
ParticipaciónRequerida	2.00	2.00	3.00	3.00
TiempoPromedio	3.00	2.00	3.00	3.00
Inversión				
TiempoRechazar	1.00	3.00	3.00	3.00
Propuesta	1.00	3.00	3.00	1.00
TiempoRechazar	1.00	1.00	2.00	1.00
Propuesta				
PromedioRechazo	2.00	3.00	3.00	4.00
Negocios				

En la tabla 2 se presenta el historial de iteración donde se muestra el progreso del proceso de conglomeración en cada etapa. Cada valor indica la distancia entre el nuevo centro de conglomerado y el centro del conglomerado en la etapa previa. Así, por ejemplo, tras la reasignación de casos producida entre las iteraciones 1 y 2 en el conglomerado 1, la distancia entre el centro de dicho conglomerado en la iteración 1 y la 2 es igual cero, luego ha habido un cambio aún importante entre los centros, por lo que la reasignación tiene un efecto significativo en la posición del centro del conglomerado, por lo que tiene sentido seguir con el proceso de reasignación.

Tabla 2: Historial de Iteraciones

Iteration History ^a				
Iteration	Change in Cluster Centers			
	1	2	3	4
1	1.167	3.862	2.672	1.500
2	.000	.524	.273	.553
3	.000	.277	.184	.000
4	.000	.000	.000	.000

a. Convergence achieved due to no or small change in cluster centers. The maximum absolute coordinate change for any center is .000. The current iteration is 4. The minimum distance between initial centers is 7.550.

La tabla 3 muestra los valores finales de los centros de los conglomerados. Los valores son las medias de cada variables en cada conglomerado final. Los centros de los conglomerados finales reflejan los atributos del caso prototipo para cada conglomerado.

Los fondos del conglomerado 1 tienden enfocarse (=2) en el perfil del emprendedor en función de su capacidad par evaluar riesgos dentro de la empresa. Los fondos del conglomerado 2 tienden a enfocarse de forma moderada (=3,75) en el perfil del emprendedor en función de su capacidad par evaluar riesgos dentro de la empresa. Así mismo los fondos que se encuentran situados en el conglomerado 3 ponen muy poca atención a la capacidad del emprendedor para evaluar riesgos. Finalmente, aquellos fondos que se ubican en el conglomerado 4 no parece importarles la capacidad del emprendedor, específicamente, para evaluar riesgos.

Contrario a la literatura (e. g., Amit *et al.*, 2000) los fondos parecen enfocarse muy poco en el deseo de hacer dinero por parte del emprendedor pero se observa que sí existe interés por parte de los fondos cuando se trata de conocer la participación que obtendrán en la participación de la empresa.

En cuanto a la característica de conocer el sector o industria donde el emprendedor está operando, o bien, el esfuerzo que éste demuestra, los fondos respondieron que estas características no se consideran del todo importantes. No obstante, cuando se les preguntó si era deseable que el emprendedor mostrara independencia o esfuerzo para actuar la mayoría de los conglomerados respondió que esta cualidad si se ve como importante.

Tabla 3: Centros de los Conglomerados Finales

	Final Cluster Centers			
	Cluster			
	1	2	3	4
Emprendedor_Capaz EvaluarRiesgos	2.00	3.75	4.62	5.00
Emprendedor_Esfuerzo	2.00	4.17	4.71	5.00

	Final Cluster Centers			
	Cluster			
	1	2	3	4
Emprendedor_Deseo HacerDinero	2.00	3.58	4.67	1.00
Emprendedor_Honestidad	2.00	4.75	5.00	5.00
Emprendedor_Analitico	2.00	3.75	4.10	3.00
Emprendedor_Salud	2.00	3.58	4.76	3.00
Emprendedor_OrgEquipo	2.00	3.75	4.81	1.00
Emprendedor_Atención Detalle	2.00	3.33	4.43	3.00
Emprendedor_Independencia	2.00	2.67	3.90	1.00
Emprendedor_Experiencia	2.00	3.83	4.76	1.00
Emprendedor_ConocimientoSector	2.00	4.17	4.95	3.00
Emprendedor_Liderazgo	2.00	4.00	4.76	1.00
Emprendedor_Objetivos Mercado	2.00	3.67	4.76	3.00
Emprendedor_Curriculum	2.00	3.33	4.19	5.00
Emprendedor_Compatibilidad	2.00	3.75	4.38	3.00
ExperienciaParaAdmon	3.67	2.88	3.48	3.67
ParticipaciónRequerida	1.50	1.64	1.87	2.67
TiempoPromedio Inversión	2.50	2.21	2.52	2.33
TiempoRechazar Propuesta	1.50	1.43	1.57	1.00
PromedioRechazo Negocios	2.00	3.38	3.48	4.00



Octubre 3, 4 y 5 de 2012
Ciudad Universitaria
México, D.F.

La tabla 4 (ANOVA), entre otras cosas, indica qué variables contribuyen más a la solución de los conglomerados. Así, las variables con valores de F grandes proporcionan mayor separación entre los conglomerados. En nuestro caso las variables que proporcionan mayor separación entre los conglomerados son *El conocimiento del sector que tiene el emprendedor* y *la organización del equipo del emprendedor* (con un $F = 55.49$ y $F = 27.44$ respectivamente) mientras que las que menos contribuyen a la separación de conglomerados son *el tiempo promedio en que un fondo invierte* y *el tiempo promedio para rechazar un negocio* (con un $F = .466$ y $F = 7.28$ respectivamente).

<http://congreso.investiga.fca.unam.mx>

informacongreso@fca.unam.mx

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08



ANFECA
Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración

División de Investigación, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM
Circuito Exterior s/n, Ciudad Universitaria, México, D.F., C.P. 04510

Tabla 4: ANOVA de Conglomerados

	Cluster		Error		F	Sig.
	Mean Square	df	Mean Square	df		
Emprendedor_Capaz EvaluarRiesgos	3.828	3	.490	31	7.805	.001
Emprendedor_Esfuerzo	2.911	3	.386	31	7.550	.001
Emprendedor_Deseo HacerDinero	7.987	3	.567	31	14.080	.000
Emprendedor_ Honestidad	2.907	3	.137	31	21.205	.000
Emprendedor_Analitico	1.828	3	.389	31	4.698	.008
Emprendedor_Salud	5.815	3	.411	31	14.165	.000
Emprendedor_OrgEquipo	8.399	3	.306	31	27.442	.000
Emprendedor_Atención Detalle	4.692	3	.381	31	12.317	.000
Emprendedor_ Independencia	6.470	3	.531	31	12.173	.000
Emprendedor_ Experiencia	7.737	3	.306	31	25.309	.000
Emprendedor_ ConocimientoSector	4.689	3	.084	31	55.499	.000
Emprendedor_Liderazgo	7.244	3	.316	31	22.894	.000
Emprendedor_Objetivos Mercado	5.403	3	.209	31	25.864	.000
Emprendedor_ Curriculum	3.460	3	1.029	31	3.362	.031
Emprendedor_ Compatibilidad	2.894	3	.684	31	4.232	.013
ExperienciaParaAdmon	1.428	3	.943	39	1.514	.226
ParticipaciónRequerida	.948	3	.859	38	1.441	.246
TiempoPromedio Inversión	.285	3	.612	38	.466	.708
TipodeSalida	4.080	3	1.071	38	3.818	.017
TiempoAceptarPropuesta	1.886	3	.691	38	2.730	.057
TiempoRechazar Propuesta	.298	3	.410	38	.728	.542
PromedioRechazo Negocios	1.722	3	.657	38	2.622	.085

The F tests should be used only for descriptive purposes because the clusters have been chosen to maximize the differences among cases in different clusters. The observed significance levels are not corrected for this and thus cannot be interpreted as tests of the hypothesis that the cluster means are equal.

Finalmente, se muestra el número de casos que fueron asignados para cada uno de los cuatro conglomerados. Se observa que en el conglomerado 2 y 3 se agruparon la mayoría de los fondos lo que tiene relación con las preferencias sobre ciertas características de los emprendedores. Es importante mencionar que por razones de confidencialidad no se pueden mencionar el nombre de los fondos que componen cada uno de los conglomerados.

Tabla 5: Número de Casos para Conglomerado

Number of Cases in each Cluster	
Cluster 1	3.000
Cluster 2	14.000
Cluster 3	23.000
Cluster 4	3.000
Valid	43.000
Missing	1.000

Conclusiones

Con el propósito de contestar la pregunta de investigación que se planteó en un inicio, en este trabajo se segmentó el número total de fondos de acuerdo a la atención que éstos otorgan a diversas características que conforman el perfil del emprendedor en México. Conocer las preferencias de los fondos hacia ciertas características del emprendedor resulta relevante porque con esta información los emprendedores pueden estar en posición de trabajar y prepararse más sobre ciertas áreas de su propio perfil con el objetivo de aumentar sus probabilidades para ser financiado por uno o más fondos de inversión.

Los FCP continuamente están en búsqueda de proyectos de inversión con características particulares. Una de ellas es el perfil del emprendedor. Aunque en otros países se han realizado estudios sobre el tema sin en México todavía no se había realizado un estudio con esa orientación. Por esto, el presente estudio analizó cuáles son las características del perfil del emprendedor que resultan más importantes para los FCP en el contexto mexicano.

De acuerdo al análisis de los resultados los fondos están interesados, principalmente, en 4 características del emprendedor: (a) atención al detalle, (b) la independencia, (c) trayectoria y, (d) la experiencia del administrador. Las características del emprendedor para las cuáles se detecta un menor interés por parte de los fondos son: (1) el equipo del emprendedor, 2) la honestidad, 3) el conocimiento del sector y 4) la salud física y mental.

El conocimiento que tiene el emprendedor sobre el sector de su negocio resulta determinante para el número de grupos en los que se separan los fondos. La variable en la cual parece haber un mayor consenso en las respuestas por parte de los fondos es el tiempo promedio en que un fondo invierte.

Referencias

- Berger, A., y Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613-673.
- Brealey, R.A., and Myers, S.C. (1996) *Principles of Corporate Finance*, (5th Edition), McGraw-Hill.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, T., y Puky, T. (2009). Institutional differences and the development of entrepreneurial ventures: A comparison of the venture capital industries in Latin America and Asia. *Journal of International Business Studies*, 40, 762-778.
- Coneval. (2011). Consejo Nacional de Evaluación de la Política de Desarrollo Social. Consideraciones para el proceso presupuestario 2012. México, DF.
- Diller, C., y Kaserer, C. (2009). What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk? *European Financial Management*, 15(3), 643-675.
- Dixon, R. (1991). Venture Capitalists and the Appraisal of Investments. *Omega International Journal of Management Science*, 19(5), 333-344.
- Fenn, G. W., Liang, N., y Prowse, S. (1997). The Private Equity Market: An Overview. *Financial Markets, Institutions y Instruments*, 6(4), 1-106.
- Fenn, G., Liang, N., y Prowse, S. (1997) The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 6(4), 1-106.
- Franks, J., Servaes, H., y Dubilier, C. (2007). Private Equity: Boom and Bust? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(4), 1-10.
- Goslin, N. L., y Barge, B. (1986). Entrepreneurial Qualities Considered in Venture Capital Support. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 366-377.
- Greenfield, S. M., y Strickon, A. (1981). A new paradigm for the study of entrepreneurship and social change. *Economic Development and Cultural Change*, 29(3), 467-499.
- Hagen, E. E. (1960). The entrepreneur as rebel against traditional society. *Human Organization*, 19(4), 185-187.
- Jamal, M. (1997). Job Stress, Satisfaction, and Mental Health: An empirical Examination of Self-Employed and Non-Self-Employed Canadians. *Journal of Small Business Management*, 35(4), 48-57.
- Kakati, M. (2003). Success Criteria in High-Tech New Ventures. *Technovation*, 23(5), 447-457.
- Idrich, H., y Zimmer, C. (1986). *Entrepreneurship Through Social Networks*. In D.L. Sexton and R.W. Smilor (Eds.), *The arte and science of entrepreneurship* (pp. 2-23). Cambridge, MA: Ballinger Publishing.
- Lerner, J. (2010). Mexico venture capital review. Working paper .
- Macmillan, I. C., Siegel, R., y Narasimha, P. N. S. (1985). Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.
- McClelland, D.C. (1967). *The Achieving Society*. New York: Free Press.
- Meyer, G. D., Zacharakis, A. L., y Castro, J. D. (1993). A Postmortem of New Venture Failure: An Attribution Theory Perspective. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 256-269.

<http://congreso.informacongreso.com>

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08


Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración

División de Investigación, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM
Circuito Exterior s/n, Ciudad Universitaria, México, D.F., C.P. 04510

- Muzyka, D., Birley, S., y Leleux, B. (1996). Trade-Offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- Ostrup, O. (2011). Private equity: The profile of the entrepreneur. EBS y Copenhagen BS, 1-49.
- Naffziger, D., Hornsby, J., y Kiratko, F. (1994). A proposed research model of entrepreneurial motivation. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 18(3), 29-42.
- Payne, G. T., Davis, J. L., Moore, C. B., y Bell, R. G. (2009). The Deal Structuring Stage of The Venture Capitalist Decision-Making Process: Exploring Confidence and Control. *Journal of Small Business Management*, 47(2), 154-179.
- Petty, J. S., y Gruber, M. (2009). "This Deal is Dead!": A Longitudinal Study of VC Decision Making. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 29(3), 1-15.
- Phalippou, L., y Gottschalg, O. (2009). The Performance of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 32-56.
- Pintado, T. R., García Pérez de Lema, D., y Van Auken, H. (2007). Venture Capital in Spain by Stage of Development. *Journal of Small Business Management*, 45 (1), 68-88.
- Povaly, S. (2007). Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts. Springer Verlag Berlin Heidelberg.
- Sudek, R. (2006). Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89-103.
- Tyebjee, T. T., y Bruno, A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Valliere, D., y Peterson, R. (2007). When Entrepreneurs Choose VCs: Experience, Choice Criteria and Introspection Accuracy. *Venture Capital*, 9(4), 285-309.
- Volery, T., y Pullich, J. (2010). Healthy entrepreneurs for healthy business: An exploratory study of the perception of health and well-being by entrepreneurship. *New Zealand Journal of Employment Relations*, 35(1), 4-16.

Octubre 3, 4 y 5 de 2012
Ciudad Universitaria
México, D.F.

<http://congreso.investiga.fca.unam.mx>

informacongreso@fca.unam.mx

Teléfonos

52 (55) 5622.84.90

52 (55) 5622.84.80

Fax

52 (55) 5616.03.08



División de Investigación, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM
Circuito Exterior s/n, Ciudad Universitaria, México, D.F., C.P. 04510