

**RELACIÓN EMPRENDEDOR - INVERSIONISTA EN LOS PROCESOS DE
NEGOCIACIÓN: UN ANÁLISIS DESDE LA TEORÍA DE LA AGENCIA**

**REALIZADO POR:
HERNÁN DARÍO RODRÍGUEZ BOLAÑO**

**MEDELLÍN, ANTIOQUIA
UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS MBA
2021**

**RELACIÓN EMPRENDEDOR - INVERSIONISTA EN LOS PROCESOS DE
NEGOCIACIÓN: UN ANÁLISIS DESDE LA TEORÍA DE LA AGENCIA**

**REALIZADO POR:
HERNÁN DARÍO RODRÍGUEZ BOLAÑO**

**Trabajo presentado como requisito para optar al título de
Magíster en Administración – MBA**

**Asesor:
IZAIAS MARTINS DA SILVA**

**MEDELLÍN, ANTIOQUIA
UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS MBA
2021**

Agradecimientos

A mis socios en Ecodek y en Es-Ya!, a todos mis inversionistas, al profe Jorge Mesa y a mis otros mentores con quienes hice mi “primer MBA” experiencial a través del emprendimiento. Este trabajo de grado existe porque primero me hice *startup builder* con ustedes.

A todos los docentes de este excelente MBA de la Universidad EAFIT con quienes aprendí muchísimo. De manera especial a Juan Carlos Arteaga; su forma distinta de dictar las clases me mostró que yo también podía ser un docente distinto en la academia.

Al asesor Izaias Martins por sus conocimientos aportados y valiosa guía en la construcción de este estudio.

A Mario Alberto Morales Hincapié, por sus valiosos aportes en la construcción de este proyecto de grado.

A mi mamá y mi hermana. Mis mejores consejeras. Todos sus consejos sabios siempre generan frutos. Y este también lo hará. Gracias por amarme tanto.

A mi papá por nunca negarme nada y jugársela conmigo en este MBA. Mi papá es el mejor. Gracias por amarme tanto.

A Jesucristo. Por todo.

Resumen

El propósito de este trabajo de grado es describir los conflictos que se presentan en los procesos de negociación y la relación entre emprendedores e inversionistas a la luz del marco de la Teoría de la Agencia (TA). Para ello, se desarrolla un estudio cualitativo con alcance descriptivo. Los datos se obtuvieron mediante la aplicación de entrevistas semiestructuradas, las cuales se aplicaron a siete emprendedores y siete inversionistas para un total de 14 entrevistados. A partir de los cuatro conflictos que se evidencian desde la Teoría de la Agencia: diferencias de personalidad y valores, desencaje profesional y diferencias de visión, conflicto de objetivos y asimetría de la información y conocimiento, se pudo concluir que todos los conflictos han sido experimentados por todos los entrevistados, unos en mayor medida que otros, arrojando experiencias valiosas. La finalidad de dejar documentados estos conflictos, es relacionar criterios para que estos actores puedan seleccionar adecuadamente a su par y llegar así a un proceso exitoso de negociación y financiación para emprendimientos. Asimismo, poder minimizar riesgos en cuanto a una fractura o ruptura en la relación de negocios.

Palabras clave

Financiación actividad emprendedora; capital de riesgo; negociación emprendedor - inversionista; Teoría de la Agencia; análisis de conflictos.

1. Introducción

Un proceso de negociación no solo se presenta entre personas; si se mira con detalle se verá cómo los procesos negociadores se ejecutan también entre personas y organizaciones, entre países, entre empresas, entre colectivos sociales. Se estudiarán los elementos que intervienen en la negociación de un proceso de financiación de empresas en etapa temprana y cómo en este proceso se generan diferentes conflictos, los cuales deben identificarse, con el fin de mitigarlos para llegar a un proceso de negociación exitoso (Parra, Murillo y Atonal, 2010).

Diferentes autores definen de manera complementaria la negociación, para este estudio se considera la definición de Dasi y Martínez-Vilanova (2009), estos autores indican que es el proceso para llegar a una mutua satisfacción de dos o más partes a través de una acción de comunicación, se relacionan las propuestas por las partes y se analizan con el fin de llegar a un acuerdo.

A pesar de ser un evento repetitivo que puede hacer creer que se tiene una experiencia en el tema, hay negociaciones que requieren de cierta preparación, pues del resultado de estas podría depender el futuro de proyectos que se han emprendido. La negociación es, además, un acto histórico, un acto no reproducible. Como no se rehace la historia, es inútil especular sobre lo que habría pasado si, en lugar de utilizar un enfoque, se hubiesen aplicado otros medios (Maubert, 1995).

En una negociación se encuentran siempre los siguientes factores: Los agentes que negocian, los temas a negociar, los intereses de los agentes sobre esos temas y sus argumentos (Perks y Oosthuizen, 2013). Toda negociación implica la expectativa de llegar a un acuerdo. El presente estudio se enfoca en describir los conflictos que se presentan en la relación inversionista-emprendedor, en el marco de la Teoría de la Agencia, con el propósito de generar información que sirva a los emprendedores e inversionistas para seleccionar adecuadamente a su par. Se partirá del rastreo bibliográfico y las experiencias recogidas a partir de entrevistas realizadas a emprendedores e inversionistas que ya han enfrentado procesos de negociación, con el fin de que se resalten aspectos importantes que se deben tener en cuenta en este proceso para que sea exitoso y sirva de información y herramienta para minimizar riesgos en cuanto a una fractura o ruptura en la relación de negocios.

Este estudio está organizado de la siguiente manera: A continuación, en el apartado 2 se relaciona el planteamiento del problema, evidenciando los cuestionamientos acerca de los conflictos que se experimentan entre inversionistas y emprendedoras. En los apartados 3 y 4, se presentan respectivamente, los principales enfoques teóricos y el diseño metodológico utilizado. En el apartado 5 se describen los hallazgos del presente trabajo, contrastando el marco teórico con las entrevistas realizadas. Seguido, en el apartado 6 se presentan las discusiones y conclusiones del trabajo de grado. Por último, el apartado 7 ofrece implicaciones teóricas y prácticas que se desprenden de este estudio.

2. Planteamiento del problema

Desde el punto de vista general, el emprendimiento se entiende como cualquier actividad que desarrolla un individuo por su propia iniciativa. Al respecto, Rodríguez (2009) plantea que la palabra emprendimiento se deriva del término francés *entrepreneur*, que significa estar listo a tomar decisiones o iniciar algo. Uribe (2017) plantea dos características: el emprendedor es inteligente y toma riesgos, y toma decisiones con riesgo innovador. En el ámbito de la economía, por emprendimiento se entiende: la creación y consolidación de empresas a partir de la detección y explotación de oportunidades en los mercados (Shane y Venkataraman, 2000).

A nivel mundial, el interés de los gobiernos por fomentar la creación de empresas ha ayudado a estimular el emprendimiento como estrategia económica para la generación de empleo mediante la creación de empresas en diversos sectores (Tarapuez, Osorio y Botero, 2013). Junto a este fenómeno, ante la necesidad de financiar las ideas del emprendedor se ha desarrollado la industria de los capitales o inversionistas de riesgo (Harrison y Mason, 1996; Mason, Botelho y Harrison, 2019).

Los emprendedores cuentan con diferentes fuentes de capital para financiar sus ideas, que van desde su propio capital, inversionistas informales, inversionistas de riesgo clásicos o profesionales, ángeles inversores y empresas inversoras (Albers, 2005). Varios autores como De Clercq, Fried, Lehtonen, Sapienza (2006) y Albers (2005), coinciden en afirmar que los diferentes tipos de inversionistas actúan de manera desigual dependiendo del estado o fase en que se encuentre el emprendimiento. Diferiendo de acuerdo al origen de sus fondos,

tamaño y capacidad de las inversiones a realizar, motivaciones para invertir, criterios de inversión, requisitos jurídicos y administrativos y criterios de salida del negocio.

Por ello, es importante identificar las características principales del entorno emprendedor en los distintos países (Global Entrepreneurship Monitor GEM, 2019), con el fin de que cada emprendedor pueda conocer las herramientas o criterios que le darán valor a su emprendimiento a la hora de negociar. Adicionalmente, el nuevo empresario requiere de herramientas que le sean útiles a la hora de seleccionar al inversionista que más le convenga a su proyecto de acuerdo con la etapa en el que se encuentre.

En esta relación que se puede dar entre emprendedor e inversionista se encuentran aspectos que pueden llegar a dañar la relación del negocio que se genera. Se previsualizan razones que no tienen que ver con lo técnico y financiero, por ello es importante identificar cuáles son las causas de esas rupturas para generar información que disminuya el riesgo de ese suceso. Kelly y Hay (2003), encontraron que los ángeles inversores permiten que en el contrato quede algo de ambigüedad en cuanto a la resolución de los conflictos que se puedan presentar en el futuro. El proceso de investigación o auditoría que se hace en torno a la empresa o persona con la cual un potencial comprador o inversor establecerá un negocio, se realiza de forma minuciosa. Esa auditoría se conoce como *due diligence* e incluye la revisión y análisis de todos sus registros financieros y todo aquello que alimenta dichos registros (Paredes, 2014). El *due diligence* ya no es un problema para ninguna de las partes. Sin embargo, es frecuente que ocurran rupturas en la relación inversionista-emprendedor y poco tiene que ver con los acuerdos iniciales o con los resultados de la auditoría de compra/inversión (Paredes, 2014).

Es pertinente analizar estos conflictos, pues en Latinoamérica debido a la percepción del dinero y relación de poder, tras esas rupturas, el que tiene el dinero se queda la compañía. En este caso el mayor perjudicado en términos económicos, financieros y profesionales, es el emprendedor. Pero el inversionista también pierde al verse afectada su imagen, generando sensación de inversor leonino (situación que genera desvalorización desde el punto de vista reputacional) (Alba, 2018).

Esta exploración de los conflictos desde la mirada de una teoría que pueda sustentarlos en el contexto del emprendimiento es conveniente entonces para las dos partes, emprendedores e inversionistas, pues, esta información los ayudará a previsualizar situaciones no deseadas que desde el aspecto técnico el *due dillenege* no permite prever y al hacerlo podrán sentar las bases de una mejor relación perdurable en el tiempo.

Teniendo en cuenta lo anterior, este estudio pretende ayudar a que los emprendedores tengan más información para seleccionar adecuadamente a sus inversionistas y viceversa. Podría permitir tener previsualizados y controlados los aspectos que podrían generar conflictos y así mejorar la confianza entre las partes. Por último, sostener una mejor relación entre los socios para obtener mejores resultados con el emprendimiento. Para tal efecto se estudiarán los posibles conflictos a través de la Teoría de la Agencia. Los elementos que se presentan en la relación de agencia son: 1) una relación maximizadora de utilidad para las partes, 2)

información asimétrica y 3) un conflicto de intereses. El principal puede limitar el conflicto mediante el establecimiento de incentivos para el agente o mediante mecanismos de monitoreo (Bueno y Santos, 2012).

3. Marco teórico y estudios previos

3.1 Teoría de la Agencia

La Teoría de la Agencia se enfoca en la relación de agencia entre las partes, en la que una parte (El principal) delega trabajo a la otra parte (el agente) que realiza ese trabajo. La Teoría de la Agencia describe esta relación utilizando la metáfora de un contrato entre las partes (Jensen y Meckling, 1976).

De esta relación pueden surgir dos tipos de problemas que la TA busca resolver. El primero surge cuando los deseos o metas del principal y las del agente entran en conflicto y es difícil o costoso para el principal verificar lo que su agente realmente está haciendo. El segundo surge cuando hay diferentes actitudes frente al riesgo de las partes (principal y agente), en este caso el problema se da porque el principal o el agente pueden preferir diferentes acciones debido a sus diferentes preferencias frente al riesgo (Eisenhardt, 1989a; Eisenhardt, 1989b).

Teniendo en cuenta que la unidad de análisis es el contrato que gobierna la relación entre principal y agente, el enfoque de la TA es determinar el contrato más eficiente entre las partes (Eisenhardt, 1989a; Eisenhardt, 1989b). La Teoría de la Agencia facilita un marco de análisis que permite a las organizaciones analizar, explicar y entender las relaciones que se dan entre dos actores centrales como el agente y el principal, quienes –de acuerdo a este enfoque tienen asimetrías de información e intereses divergentes.

A lo largo de los años, la TA ha aportado al entendimiento de diversos fenómenos en el campo de las organizaciones. Se relacionan algunos aportes como por ejemplo el de Ganga, Quiroz y Maluk (2015), quienes manifiestan la incuestionable evolución de la TA en sus fundamentos teóricos y de aplicación tiende, de manera sostenida a refinamientos y sofisticaciones, implicando por ejemplo, evaluación de soluciones precontractuales, definiendo contratos basados en comportamientos o resultados; todos los cuales están destinados a disminuir las asimetrías de información, reducir las divergencias de intereses y lograr alineamientos de los objetivos entre los principales y los agentes. En los últimos veinte años se ha transformado en un marco teórico extremadamente útil cuando se trata de estudiar a las organizaciones, especialmente lo respectivo a su gobierno.

Los principales precursores de la Teoría de la Agencia, Jensen y Meckling (1976), consideran que el corazón de este enfoque está efectivamente en la relación entre agente y principal, entre quienes se producen una serie de desavenencias que pueden sintetizarse en tres variables: información, motivación y riesgo (Ganga, Quiroz y Maluk, 2015). La Teoría de la Agencia estudia las formas óptimas para formalizar contratos entre un agente y el principal. Una relación de agencia surge cada vez que un individuo depende de la acción de otro. El objetivo básico de esta teoría es determinar, dadas ciertas hipótesis relacionadas con las personas, la organización y la información, cuál es el contrato más eficiente para gobernar la

relación principal-agente, tomando como referente el control del comportamiento del agente (Rivas, 2009).

Para Mackenzie et al. (2013), la Teoría de la Agencia se ve reflejada en los procesos y áreas de las diferentes organizaciones con el fin de abordar problemas empresariales desde la teoría económica. Esta teoría se basa en dos aspectos: agente, es una persona que actúa en nombre de otra, llamada principal. La relación Principal-Agente (P-A) está explicada por un marco institucional, reglas de incentivos que motivan el comportamiento de los agentes en favor de la maximización del bienestar del principal, pero también están presentes conflictos como la asimetría de información, conflictos de intereses, principios y valores (Jensen y Meckling, 1976).

La relación de agencia se presenta en muchas situaciones cotidianas, en el caso empresarial, ejemplos de relaciones de agencia son: relación accionistas- gerente; relación oferente de fondos- demandantes de fondos; gerente- subordinado (Bueno y Santos, 2012). Partiendo de esta teoría, se quiere revisar los posibles conflictos que pueden existir entre inversionistas y emprendedores (principal y agente según los conceptualiza la Teoría de la Agencia).

3.2 Negociación: conceptos básicos

De acuerdo con Dasi y Martínez-Vilanova (2009) el entorno de la negociación es importante en el proceso que se va a llevar a cabo, donde intervienen una serie de elementos que pueden beneficiar o afectar en mayor o menor medida el proceso, este entorno condiciona la actuación de las personas que participan de él. Algunas variables que condicionan el entorno son: el marco de negociación y las personas o partes a negociar.

De acuerdo con (Sheppard y Tuchinsky, 1996 en Lewicki, Barry y Saunders, 2008) al negociar en el contexto de una relación importante, los problemas de la relación pueden alterar de manera significativa la estrategia y la táctica de la negociación. El experto en negociaciones Salacuse (1998) sugiere tres reglas importantes para negociar una relación: la primera es no se apresure al negociar, la segunda, reconozca como una negociación establece un acuerdo de negocios a largo plazo y como tercera, considere una mediación o una conciliación de ser necesario.

Las negociaciones cumplen un rol esencial en la vida de los emprendedores, ya sea que necesite negociar un precio con un proveedor, convencer a un cliente de que su producto es el mejor o conseguir un inversionista para su proyecto (Lewicki, Barry y Saunders, 2008).

3.3 Teoría de la Agencia aplicada a la negociación emprendedor-inversionista

Para el caso de los emprendimientos, el propósito del contrato descrito dentro de la Teoría de la Agencia es establecer un marco mediante el cual las partes, en este caso el inversionista (principal) y el emprendedor (agente), trabajen conjuntamente por el proyecto, en lugar de ser un mecanismo de protección de los intereses del inversionista (Kelly y Hay, 2003). Estos autores encontraron que los ángeles inversores permiten que en el contrato quede algo de ambigüedad en cuanto a la resolución de los conflictos que se puedan presentar en el futuro.

Tipos de conflictos más comunes

a) Diferencias de personalidades y valores

Aunque se podría presentar el conflicto en cualquier momento de la negociación, ya sea en preinversión, inversión o posinversión, se observa con mayor frecuencia que aquí el conflicto radica en revisar las intenciones, motivaciones y expectativas de salida del negocio, tanto del inversionista como del emprendedor. Es por eso que cuando los inversores y empresarios se vuelven conscientes de sus diferencias (imprevistas) en personalidades, normas políticas que rigen el comportamiento organizacional, valores, gustos y expectativas, darán lugar a múltiples decepciones. Los inversionistas ángeles tienden a involucrarse personalmente con las empresas en las que invierten y a las que traen sus motivaciones propias, intenciones, experiencias y personalidad a la mesa (Freear, Sohl, Wetzel, 2002).

b) Desencaje profesional y diferencias de visión

Una de las expectativas, tanto del ángel inversionista como del emprendedor, es que los dos encajen en sus atributos a nivel profesional y personal. Cuando esto sucede no se presentan sentimientos de desilusión ni ganas de salirse prontamente del negocio. Existen unos conflictos llamados “conflictos de tareas”: Los empresarios son receptivos a los consejos de los inversores sobre la forma de lograr su visión, aunque el grado de receptividad varía entre los empresarios (Barney, Fiet, Busenitz, Moesel, 1996).

c) Conflictos de objetivos

Cuando los inversionistas y emprendedores difieren real y sustancialmente en términos de los objetivos que se quieren alcanzar, la probabilidad de encontrar un compromiso y forjar una relación de cooperación disminuirá significativamente (Apfelbaum, 1974; Cable y Shane, 1997). Esto podría llevar a los inversores y empresarios a sentir que no hay ganancia mutua. Así que es menos deseable que permanezcan con sus empresas.

d) Conflictos de información y conocimiento: asimetría de la información y conocimiento

En consecuencia, con los posibles conflictos, desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia, la interacción entre emprendedores tecnológicos y los nuevos accionistas potenciales debe poner mucho énfasis en lograr un equilibrio entre los intereses en conflicto. Cuanto más grande es el número de diferentes socios externos, cuanto mayor sea el alcance de los intereses, potencialmente más divergentes serán (Fransman, 1994). En esas condiciones, los inversores aportarán financiación sólo si el ejercicio de la disciplina financiera adecuada se puede garantizar a través del monitoreo regular y una clara estructura de incentivos. El ejercicio de la disciplina financiera tiene un costo. De hecho, Jensen y Meckling (1976) distinguen tres tipos de costos de agencia: los costos de monitoreo, los costos de unión y la pérdida residual.

Desde esta perspectiva, los empresarios y los nuevos accionistas potenciales, cuando van a negociar para financiar el crecimiento futuro, van a solicitar participar en la supervisión y la vinculación intensiva.

3.4 El contexto del emprendimiento y las *Startups* en Colombia

3.4.1 *Startups* y emprendimiento en la economía colombiana

En Colombia existen un sinnúmero de emprendedores buscando consolidar sus empresas, estas al ser formalizadas impactan con un incentivo positivo a la economía del país, y por lo tanto al cumplimiento de un sueño propio, año a año, al crearse estas microempresas se impacta de forma positiva la tasa de desempleo, mitigando este riesgo en los jóvenes o nuevos emprendedores (Sierra, 2018). Entra un nuevo concepto de empresa denominado *Startup*. Partiendo del aporte de Cárdenas y Naranjo (2018) en los últimos años, las *Startups* son una tendencia mundial del emprendimiento que está tomando fuerza. “Las *startups* son emprendimientos innovadores que aún se hallan en etapas tempranas, caracterizadas por un rápido crecimiento, que apuestan a la creación de un producto o servicio innovador y a la apertura de un mercado inexistente” (iNNpulsas y Universidad Nacional, 2017 en Cárdenas y Naranjo, 2018, pág. 6). Este tipo de empresa tienen un alto potencial de crecimiento y rentabilidad.

Una de las finalidades de las *Startup* es la búsqueda de financiación, siendo esta la tarea de más continuidad. El apoyo a las *Startups* es una pieza clave para las estrategias de innovación y desarrollo productivo de los países. Las *Startups* también tienen un objetivo, un destino en mente: crear un negocio próspero que cambie el mundo. Este objetivo es la visión de la *startup* (Sierra, 2018).

Como señala Montoya (2015) las *startups* emergentes y su estado de innovación se consolidan como escenarios y estados de productividad en las estrategias de economías en desarrollo; es importante estar en constante análisis de la capacidad de una región o un país para introducir innovaciones en los mercados, creando dinamismo en torno al potencial importante de crecimiento mediante el fomento, la promoción y creación de nuevas empresas de base tecnológica, así como su potencial conectividad mediante la creación de redes de información y trabajo colaborativo.

3.3 Financiación de la actividad emprendedora en Colombia

La actividad emprendedora es estadísticamente significativa en el PIB, tiene un efecto positivo en el indicador, por lo que mayores tasas de emprendimiento inducen mayores niveles del PIB en los municipios de Colombia (Henoa, 2020). La actividad empresarial preocupa en términos de continuidad y consolidación empresarial, según estudios de Confecámaras, tan sólo el 29.7% de los emprendimientos nuevos en el país sobreviven y el 70% de las empresas fracasan en los primeros cinco años de existencia (Cabral, 2020).

Es importante reflexionar acerca del proceso que conlleva la creación de empresas y resaltar que una de las problemáticas principales para llegar a un proceso exitoso es la financiación que requiere el empresario (Cabrales, 2020). Hoy en día, se cuenta con diferentes fuentes de financiación para llegar a la generación de emprendimientos formales. Se debe tener en cuenta que, para generar un acuerdo de inversión se debe pasar por un proceso de negociación, con el fin de establecer un convenio y una relación de negocios. En este proceso se generan diferentes conflictos y es allí donde el presente estudio pretende relacionar los conflictos que se pueden dar entre inversionistas y emprendedores, con el fin de mitigarlos para que el proceso de negociación y acuerdo pueda ser exitoso y así llegar a un gana gana para ambas partes y a una relación de negocios duradera y a largo plazo.

Según un estudio del Fondo Multilateral de Inversiones FOMIN (2013) para Latinoamérica, existe una dualidad entre la visión del emprendedor y el inversionista, el primero argumenta un problema en la oferta de capital y disponibilidad de inversión y el segundo cuestiona la calidad de los proyectos recibidos. Debido a estas brechas de información, se crea la necesidad de encontrar más ideas de negocios y un canal de comunicación entre emprendedores e inversionistas, dando lugar al nacimiento de las redes de ángeles inversionistas (Martins, Romaní y Atienza, 2021; Masson y Harrison, 1997).

Según el estudio de Rockstart (2020) más del 60% de los ángeles inversionistas llevan entre 1 y 4 años realizando esta labor. Las motivaciones de los ángeles a la hora de realizar inversiones como posibles factores de decisión, son: el apoyo a emprendedores, los retornos financieros, el impacto social que se puede llegar a generar y la emoción que siente el inversionista. Las inversiones de los ángeles van dirigidas a empresas que están en etapas tempranas y no han recibido grandes montos de inversión de terceros. Además, el estudio destaca que los principales factores que tienen en cuenta los ángeles inversionistas para invertir en una *Startup*, son: equipo, tamaño de mercado, producto, valoración de la *startup*, tracción, condiciones de inversión, co-inversionistas y estados financieros.

Las redes pueden tener naturaleza pública o privada; las que son privadas tienen tendencia a invertir en negocios más grandes y en una etapa de mayor maduración, mientras que las redes de naturaleza pública gestionan negocios más pequeños y en etapa temprana, además que están más enfocadas al mercado local. Un nuevo concepto sobre redes de ángeles inversionistas fue introducido en el año 2002, por medio del cual los “padres” del capital de riesgo informal, explican la necesidad de crear redes de segunda generación, es decir, redes que no se limitan sólo a ser el canal de comunicación entre los inversionistas y los emprendedores, sino que juegan un papel mucho más activo dentro del proceso de relacionamiento, educando el mercado y realizando actividades, como: capacitaciones, asesorías y procesos de formación que faciliten los negocios a largo plazo entre los dos actores (Mason y Harrison, 2002; Quintero y Martins, 2014).

Según el aporte de Quintero y Martins (2014) los emprendedores reciben inversión dependiendo del periodo de maduración y de operación de la idea de negocio, (Ramadani, 2009; Quintero y Martins, 2014) las clasifica en el siguiente orden: *seed stage* o capital semilla, momento en el cual el emprendedor tiene una idea de negocio con crecimiento potencial, la cual necesita ser desarrollada; *start up stage*, la idea ya está desarrollada y

pueden iniciar la comercialización hasta cierto nivel, en este caso el emprendimiento tiene un tiempo menor a un año de consolidación, *early stage*, la producción y distribución del producto tiene su lugar, la empresa tiene más de cinco años pero todavía puede generar pérdidas económicas. Finalmente, *later stage*, en donde la empresa ya está madura y genera ganancias, presentan alto crecimiento y proyección de salir a la bolsa de mercado para convertirse en una empresa pública. Por lo general, los emprendedores no cuentan con el dinero o capital requerido para iniciar el emprendimiento.

Específicamente en Colombia, el acceso a financiación se percibe como el factor más limitante a la hora de crear empresa; esto se ve reflejado en las normas y el ambiente contractual, los cuales son muy estrictos a la hora de evaluar la heterogeneidad en las actividades de las Pymes (Martins et al., 2017; Martins et al., 2021).

En la búsqueda de fuentes de financiación alternativas, los emprendedores tienen dos opciones de financiación: en primera instancia están los miembros de la familia y amigos cercanos, conocidos como *love money* o las 3Fs de *family, friends and fools*. En segunda instancia, están los inversionistas, que van desde inversionistas informales, inversionistas de riesgo clásicos o profesionales, ángeles inversores y empresas inversoras (Quintero y Martins, 2014).

La primera fuente de financiación de los emprendedores colombianos son los amigos y los familiares. La segunda fuente podrían ser los bancos. Pero estos se han demorado mucho tiempo en entender el tema de los emprendedores. El sector financiero no comprende la dinámica y encuentra en el emprendedor un alto nivel de riesgo (Colombia Fintech, 2020 a).

Teniendo en cuenta la limitación de recursos del emprendedor, la industria de los inversionistas de riesgo cubre el vacío financiero que se produce cuando se agotan las fuentes de capital del mismo promotor o sus allegados (Mansson y Landstrom, 2006; Vainrub, 2007). Las fuentes de financiación pueden provenir de un capital semilla, crowdfunding, inversionistas ángeles, capital de riesgo, premios, incubadoras, aceleradoras, redes de mentores. Asimismo, es importante que se siga fortaleciendo el marco legal para la cultura emprendedora en el país.

Por supuesto, el ecosistema emprendedor colombiano ha pasado por una verdadera revolución. Tras la fundación del Ministerio TIC en 2009, le ha sucedido la creación de una oleada de instituciones públicas y privadas que estimulan el emprendimiento en el país. Además de las Cámaras de Comercio de cada ciudad y los hubs de innovación que funcionan en las principales ciudades como Connect Bogotá o Ruta N en Medellín, existen instituciones que facilitan el registro y la operación de las nuevas empresas como ANDI, iNNpulsa, Fondo Emprender, Apps.co, Bancoldex y Endeavor (Forero, 2020).

Aparte del retorno monetario por la inversión de su capital, su tiempo y su riesgo, los ángeles inversionistas aspiran también a promover el desarrollo económico de las comunidades en las que viven o trabajan, pues de esa manera se conservan los talentos locales y se crean empleos y nuevas tecnologías (Callagher, Smith y Ruscoe, 2015; Sohl, 2019). Los motiva también la adquisición de conocimientos y habilidades y la oportunidad de mantenerse activos, emplear su experiencia y ayudar a otros en la puesta en marcha y el crecimiento de

una empresa (Shane, 2005). En virtud de ello, surgen las redes de ángeles inversionistas, inicialmente con la intención de servir como un puente entre los proyectos de emprendimiento invertibles y los potenciales inversionistas, jugando así un papel importante en la cadena de financiación del ecosistema emprendedor (Quintero y Martins, 2014).

Recientemente, la inversión ángel ha tenido un crecimiento significativo en el país, y esto ha generado que una nueva generación de ángeles inversionistas haya empezado a realizar este tipo de inversiones en los últimos dos años (Martins et al., 2021). De continuar esta tendencia de crecimiento en los próximos tres años se podría estar en un escenario con más oportunidades para los emprendedores a la hora de encontrar potenciales inversionistas.

Algo que se debe analizar, según el estudio de Rockstart (2020), es que cada ángel inversionista tiene sus propios mecanismos de búsqueda y selección de oportunidades, de establecer el *due diligence*, existiendo mucha informalidad y desconocimiento en el tema y poca estandarización de estos procesos en la gran mayoría de los casos. Además, hacen falta incentivos tributarios desde el gobierno para los inversionistas de capital en etapa temprana. Este aspecto se ve como una posibilidad de mejora para el ecosistema y para dinamizar el sector empresarial.

Por otra parte, se encuentran los fondos de capital emprendedor (*venture capital*) que son instrumento de financiación de mediano y largo plazo para empresas a través de capital o cuasi capital. El fondo es administrado por un gestor profesional, cuya función es hacer inversiones en empresas que él considere elegibles y que tienen potencial para crecer y generar valor para el inversionista.

También se encuentra como fuente de financiación las FinTech, especialmente para las *Startups*, concebidas como iniciativas innovadoras con un crecimiento vertiginoso y de mucha escalabilidad que, a partir del aporte financiero de diferentes inversionistas, logran ser exitosos rápidamente. Partiendo del aporte de Colombia Fintech (2020 b), cuando se habla de FinTech se relaciona a la unión en inglés de la palabra Tecnología Financiera, esto se refiere a las empresas que prestan servicios financieros a través de tecnología innovadora en donde ofrecen productos y servicios financieros, ejemplos de cómo lo hacen estas organizaciones, son las plataformas webs o aplicaciones móviles.

Se evidencia que existen procesos en el país para la financiación de proyectos empresariales, los emprendedores deben conocer estas fuentes y seleccionar el mejor inversionista para su idea de negocio. Asimismo, deben fortalecer procesos para entablar negociaciones adecuadas, minimizando conflictos y obtener los recursos necesarios y solicitados para hacer realidad el proceso de empresa.

4. Metodología

Esta investigación se aborda a partir de un estudio cualitativo con alcance descriptivo. En términos generales, los estudios cualitativos involucran la recolección de datos utilizando técnicas que no pretenden medir ni asociar las mediciones con números, tales como observación, revisión de documentos, discusión en grupo, evaluación de experiencias personales, entrevistas abiertas, inspección de historias, análisis semántico y de discursos cotidianos, interacción con grupos o comunidades e introspección. En este sentido, el análisis de datos es el paso más crítico en la investigación cualitativa (Miles & Huberman, 1994). Es un proceso que consiste en consolidar, reducir e interpretar los datos que las personas aportaron y lo que el investigador ha visto o leído; esto significa dar sentido a los datos teniendo en cuenta las preguntas de investigación realizadas (Castro, 2010). Así mismo, se destacan especialmente dos razones al seleccionar un método cualitativo para abordar el fenómeno en estudio: En primer lugar, la cuantificación y caracterización de este mercado es muy compleja porque muchos inversionistas prefieren el anonimato (EBAN, 2019; Mason y Harrison, 1997); por tanto, un enfoque cualitativo es el modo más adecuado para obtener información sobre esta actividad que incluye las relaciones de negociación entre inversionistas y emprendedores. En segundo lugar, en América Latina, la actividad de inversión ángel no presenta un desarrollo igual al de las economías desarrolladas (Martins et al., 2017; Martins et al., 2021). Así, al ser un tema emergente que requiere de estudios exploratorios y descriptivos, la metodología cualitativa es la más adecuada para abordar este fenómeno (Creswell, Hanson, Clark Plano y Morales, 2007).

Teniendo cuenta la fundamentación teórica, la investigación descriptiva busca especificar propiedades, características y rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice (Hernández, Fernández y Baptista, 2010), para esta investigación se tomará la investigación descriptiva porque se recolectarán datos o componentes sobre diferentes aspectos del tema objetivo de estudio para cumplir con los objetivos planteados.

Los datos se recopilaron mediante el uso de un protocolo de entrevista semiestructurada con preguntas abiertas, la cual se centró en conocer la experiencia desde el inversionista en procesos de financiación y negociación, con emprendedores y viceversa, desde el emprendedor para detectar cómo accedió a las diferentes fuentes de financiación. Lo anterior, permite también conocer los conflictos que se generaron en esta relación.

Las entrevistas se realizaron a siete inversionistas y siete emprendedores, todos con experiencias en el campo y en el entorno emprendedor a nivel nacional e internacional. Las entrevistas duraron entre 45 y 60 minutos. Se registró la información con consentimiento de los entrevistados, garantizando su confidencialidad con el fin de obtener la mayor cantidad de información posible relacionada con sus experiencias, y sin poner en riesgo su reputación debido a opiniones personales.

Se realizó la transcripción textual de los entrevistados para su posterior análisis. El análisis de la información recolectada en las entrevistas se conectó directamente con el marco teórico y los objetivos del estudio, lo que permitió guiar los resultados de la presente investigación. A continuación, en la Tabla 1 se realiza una descripción de los emprendedores e inversionistas entrevistados.

Tabla 1. Descripción de los emprendedores e inversionistas entrevistados

Emprendedor (Agente)	Descripción Emprendedor	Inversionista (Principal)	Descripción Inversionista
E1	Profesional con maestría. Emprendedor con más de un emprendimiento exitoso y un fracaso. Su capacidad de innovar lo ha hecho merecedor de múltiples reconocimientos de innovación en Latinoamérica.	I1	Firma de banca de inversión enfocada en el segmento de compañías emergentes que administra varios fondos de inversión de capital mixto.
E2	Profesional con múltiples emprendimientos exitosos. Posee la cualidad especial de ser hoy en día un ángel inversionista.	I2	Gestor de fondos de capital privado con inversiones en el multisectorial que tengan utilización de tecnología para gestionar la información.
E3	Profesional con maestría con un emprendimiento exitoso y un fracaso. Desarrollador constante de ideas. Innovador con reconocimientos nacionales (Colombia).	I3	Fondo de inversión creado y administrado por la empresa creadora e inversora. Enfoca sus inversiones en el sector de interés de la empresa creadora.
E4	Profesional con Maestría, con emprendimiento innovador de carácter ambiental, con negociación exitosa pero ejecución que llevo al emprendimiento directo al fracaso.	I4	Empresa que busca inversiones en el sector de interés para su negocio.
E5	Profesional con Maestría en Europa, fundador de dos compañías de soluciones de inteligencia artificial.	I5	Startup builder. Inversionista ángel, gestor en fondos públicos de capital semilla, administrador de un corporate <i>venture capital</i> .
E6	Profesional con especialización. Startup builder, fundador de siete Startups.	I6	Startup builder. Inversionista ángel, consejero, mentor en emprendimientos, fundador de un fondo VC en el sector de alimentos y bebidas.
E7	Economista de profesión, fundador de tres Startups. Posee la cualidad especial de ser hoy en día un ángel inversionista y participar de fondos VC.	I7	Inversionista ángel, socio en una Spin off de una Startup, exdirector de un centro de emprendimiento universitario, fundador y gestor de un fondo de <i>venture capital</i> .

Fuente: Elaboración propia

5. Hallazgos

En esta sección se relacionan los principales resultados de los aportes de emprendedores e inversionistas, en cuanto a las experiencias que han vivido en el proceso de negociación del entorno empresarial y los conflictos que se generan de este proceso bajo el marco de la Teoría de la Agencia.

5.1 Principales hallazgos desde la perspectiva del emprendedor

Se inician los hallazgos relacionando las fuentes de financiación posibles para los emprendedores. Los primeros recursos para establecer una compañía provienen de tres fuentes de financiación específicas: recursos propios, *family, friends and fools* y validaciones tempranas de negocios. Todos los emprendedores entrevistados invirtieron recursos propios de tiempo, dinero y conocimiento en las etapas iniciales de la *Startup*. Validando así, algo recurrente en estudios previos sobre la financiación de empresas en etapa temprana.

Como podemos observar en la Tabla 2, tres de los emprendedores lograron en etapas tempranas del emprendimiento conseguir financiación con personas cercanas, como familiares o amigos que confiaron en sus capacidades para el desarrollo de la idea de negocio y en el plan que presentaron (poco o nada estructurado, según lo manifestado en las entrevistas).

Aunque no está explícito en la Tabla 2, es importante agregar que el E5 logró capitalizar su idea a través de consolidar unas primeras ventas con actores importantes del mercado, esto como primera fuente de capitalización y ejercicio de vital importancia a la hora de ir por la financiación. Desde el día que nació la idea hasta que se concretó esa primera importante venta pasaron seis meses.

Seis de los siete emprendedores recogieron financiación de entidades gubernamentales participando en convocatorias, pero con una particularidad, y es que los emprendedores E1, E2, E3 y E7 recibieron financiación para la construcción empresarial. Mientras que los emprendedores E5 y E6 recibieron los recursos en forma de soluciones a retos de potenciales clientes; manifestando mayor interés por esta forma debido a que permite obtener clientes, mejorar relacionamiento, generar testimonio de éxito y conseguir los recursos económicos para proyectos específicos.

El emprendedor E1 recibió financiación de una empresa relacionada con el sector. Los emprendedores E3 y E5, recibieron financiación de un grupo empresarial. Se harán importantes observaciones extraídas de estas entrevistas en los siguientes puntos del estudio. A su vez, los emprendedores E6 y E7 recibieron financiación de fondos tipo *venture capital*.

Un caso particular se tuvo con el emprendedor E4, el cual realizó un contacto, pero no llegó a feliz término con un inversionista que fue una fundación. Se hace mención a este caso porque se considera importante reconocer que hay nuevos actores en los procesos de

inversión que no se tienen en cuenta normalmente: fundaciones y gremios sectoriales, ejemplos mencionados en la entrevista. Sin embargo, el E4 logró recibir financiación de un ángel inversionista.

Es importante mencionar que el I5 es quien aporta los recursos financieros al emprendimiento del E3. Esto es relevante en el proceso de identificación de hallazgos, ya que se logra observar una diferencia de percepciones en cuanto a los conflictos experimentados por cada una de las partes. Así, algunos conflictos que vivieron los emprendedores, los inversionistas manifiestan que estos no ocurrieron.

Se relaciona en la Tabla 2, los tipos de inversionistas contactados por parte de los emprendedores entrevistados.

Tabla 2. Tipos de contactos de los emprendedores con los inversionistas

√: contacto y negociación exitosa.

-: no hubo contacto.

X: contacto exitoso, negociación no exitosa.

Tipos de inversionistas contactados	E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7
Familia y amigos	√	-	-	-	-	√	√
Entidad gubernamental	√	√	√	-	√	√	√
Empresa relacionada con el sector (fondo-grupo empresarial)	√	X	√	-	√	√	X
Fondo <i>venture capital</i>	-	X	-	-	-	√	√
Inversionistas ángeles	-	-	-	√	-	-	√
Fundación	-	-	-	X	-	-	-

Fuente: Elaboración propia

Con respecto a los conflictos desde el marco de la Teoría de la Agencia, sólo dos de todos los emprendedores entrevistados (E1 y E7) reconocían el hecho de que los inversionistas (fondos y ángeles) están interesados en entrar y salir del proceso. Con esta información se

evidenció un claro desconocimiento por parte de los emprendedores, lo que podría representar una desventaja categórica a la hora de buscar inversionistas para su negocio.

Los emprendedores entrevistados asumen su partida imprevista de la empresa como fracaso. Sin embargo, las salidas inesperadas de E3 y E5 de sus emprendimientos (debido a los conflictos experimentados), dieron comienzo a nuevos proyectos como emprendedores y en la actualidad tienen éxito con sus negocios.

Los emprendedores E4 y E5, manifestaron durante la entrevista haber salido de la empresa. Lo anterior, debido a un deterioro completo de la relación. Para estos emprendedores se presentaron todos los conflictos. El emprendedor E4, menciona que este hecho marcó el fin de su carrera como emprendedor.

Tres de los emprendedores manifestaron durante la entrevista que experimentaron todos los conflictos que se describen desde la Teoría de la Agencia aplicada a emprendimientos, los cuales se relacionan en la Tabla 3.

El E2 no experimentó el conflicto de personalidad y valores, los demás conflictos sí. El E5 no experimentó el conflicto de objetivos, los demás conflictos sí. El emprendedor E6 solo experimentó el conflicto de diferencia de personalidad y valores, mientras que el emprendedor E7 experimentó dos de los cuatro conflictos.

Como se observa en la Tabla 3, cinco de los emprendedores experimentaron conflictos relacionados con la asimetría de información.

Algunos aspectos evidenciados en las entrevistas con el conflicto de información tienen que ver con:

- Las diferencias de proyecciones basadas en informaciones primarias y secundarias, generan temor y aversión al riesgo, llevando a los inversionistas a proponer aumento/reducciones de participación en el emprendimiento por cumplimiento de objetivos.
- Se comprobó que la relevancia de la información que se esté construyendo depende de quien la solicite y la suministra.
- Los casos analizados demostraron que cuando los expertos de diferentes áreas contratados por los inversionistas para revisar el *due diligence* encuentran asimetrías en la información, aprovechan para cambiar aspectos de la negociación, asumir más gobernabilidad que el emprendedor no quisiera ceder y ceden por la necesidad/deseo de la inyección económica.
- Para el caso de fondos de grupos empresariales como lo es el I5 y el inversionista del E5 se evidenció una asimetría de información de las expectativas manifestadas, al no establecer desde el inicio el deseo de adquirir el máximo porcentaje posible de la empresa.

Se evidenciaron conflictos desde el enfoque de los objetivos debido a:

- Las diferentes prioridades que tienen los inversionistas y los emprendedores. Los inversionistas tienen objetivos a corto-mediano plazo y los emprendedores a largo plazo. Esa diferencia, los emprendedores la denominaron “*Crecer vs Plata*” (largo plazo vs corto plazo respectivamente).
- Debido a diferencias de objetivos en cuanto a la participación de los inversionistas (fondos grupos empresariales), el emprendedor E2 afirmó: “*los industriales colombianos quieren todo para ellos y eso dejó de ser así hace tiempos. En otros países es distinto*”.
- Ángeles inversionistas con buenas intenciones en la fase de preinversión y poco valor en la ejecución: “*no hubo valor agregado, ni conexiones de valor, sólo hubo plata*” comentó E6 refiriéndose a dos de sus casos de inversión a través de ángeles.

Conflictos de personalidad y valores relacionados con la relación principal-agente

Dependiendo de las regiones del país se experimentan conflictos debido a idiosincrasia y cultura. “*En una región específica del país los inversionistas muestran etiquetas, son muy conservadores, menos sinceros, traicioneros, fríos y alargan demasiado el proceso, lo que deriva en dificultades en las fases de preinversión, ejecución e incluso posinversión. En otra región los inversionistas son más cercanos, genuinos, directos y amistosos, lo que deriva en generación de vínculos a largo plazo*”, comenta uno de los experimentados emprendedores que ha levantado más de cinco millones de dólares americanos.

Poca empatía por parte de sus inversionistas vivió uno de los emprendedores cuando su inversionista, debido a la situación de pandemia mundial de 2020/2021, decidió retirarse del acuerdo y le pidió de forma desagradable al emprendedor devolverle los recursos invertidos.

Los emprendedores E4 y E5 mencionan que los inversionistas estaban interesados en hacer del emprendedor un empleado. Esto deterioró la relación. “*La falta de claridad en cuanto a los valores personales del emprendedor en los documentos que se iban generando a través de la negociación, ocasionó que al final el emprendedor saliera del emprendimiento, pero no obligó al inversionista a dejar la idea. El inversionista se apoderó de la idea y siguió con el curso del desarrollo de la misma*” explicaba uno de ellos.

En dos de las entrevistas se mencionaron que los inversionistas tuvieron comportamientos de abuso de poder, “*Nos gusta tener el poder, en algún momento vamos a comprar más del 50% de la compañía, me dijeron, ellos no compran empresas para no controlarlas*” mencionó un emprendedor.

Conflictos de visión y desencaje profesional relacionados con la relación principal-agente

En un proceso de negociación el emprendedor percibió las ganas del inversionista de cambiar el rumbo de la compañía. El inversionista dijo no querer la mayoría en la participación accionaria, pero sí en la junta directiva, y el emprendedor no aceptó que la mayoría del poder

corporativo quedara en manos de los inversionistas, para que no ocurriera ese cambio de visión.

En la relación de I5 y E3, el emprendedor aún mantiene claramente el entusiasmo sobre el desarrollo de su idea inicialmente concebida y siempre mencionó que su idea apenas ha llegado al 15% o 20% de lo que estima como su meta final en cuanto al desarrollo de productos se refiere. El inversionista, por su parte, a la misma pregunta contesta que la compañía se dedica a la producción de los elementos ya desarrollados a la fecha. Esta respuesta da entender que para el inversionista ya se llegó a la visión, lo que está generando fuertes tensiones entre el principal y el agente.

Al encontrar asimetría de información y debilidades financieras y administrativas de los emprendedores, las entrevistas demuestran que los inversionistas, además de mejorar la participación por menor grado de inversión, también solicitaron cambios estructurales y modificación del rumbo de la compañía. El emprendedor E5 cedió ante todas las solicitudes, animado por la trayectoria y el relacionamiento del grupo empresarial que le invirtió, pero *“estos cambios estructurales dieron más poder al inversionista (sin importar que tuviera menor participación) y fueron el origen de la fractura en la relación”* manifestó el emprendedor.

En varias de las entrevistas se evidenció la falta de competencias gerenciales, administrativas y financieras de los emprendedores. Por eso sus inversionistas recomendaron vincular a la empresa un nuevo CEO. En uno de los casos *“el CEO era inexperto en el tema, nunca había fundado una compañía, era familiar de personas importantes del grupo empresarial, sólo por eso lo contrataron y hubo otras asignaciones incorrectas, impuestas por poder”* manifestaba el emprendedor.

A continuación, en la Tabla 3, se relacionan los conflictos descritos por los emprendedores en la negociación y/o ejecución de sus emprendimientos.

Tabla 3: Conflictos descritos por los emprendedores en la negociación y/o ejecución de sus emprendimientos

Conflictos	E1	E2	E3	E4	E5	E6	E7
Diferencias de personalidad y valores	√	X	√	√	√	√	√
Desencaje profesional y diferencias de visión	√	√	√	√	√	X	X

Conflictos de objetivos	√	√	√	√	X	X	√
Asimetría de información y conocimiento	√	√	√	√	√	X	X

Fuente: Elaboración propia

5.2 Principales hallazgos desde la perspectiva del inversionista

Seis de los siete inversionistas entrevistados manifestaron un alto interés en entrar y salir del negocio. Ellos planean que cinco o seis años después de la inversión, tomen la decisión de salir habiéndose cumplido o no el retorno máximo de la inversión. Entre más rápido se obtenga el beneficio, más rápido se sale.

“*La vocación de todo venture capital siempre es salir*” manifestó el inversionista I7 al contestar la pregunta sobre deseos de permanencia. “*Los fondos de grupos empresariales son lo que desean quedarse 10 o más años, pero eso es otro negocio, parecidos, pero no es el mismo*” agregó.

El inversionista que representa a una empresa privada (I4), manifiesta que su interés no es salir del proyecto, sino que es adquirir parte de las acciones de la empresa. Entienden la importancia del equipo emprendedor y su visión. Sin embargo, es para ellos de vital importancia poder guiar con su experiencia hacia la consecución de los objetivos y para esto ellos dicen necesitar que su voz y voto tengan más peso en las mesas de toma de decisiones.

Los inversionistas coinciden en afirmar que, de acuerdo con la naturaleza del emprendimiento, debe haber claridad acerca de la forma cómo ingresarán al negocio. Todos los emprendedores e inversionistas entrevistados, concuerdan en la necesidad de analizar por parte del emprendedor, de acuerdo con su proyecto, cuál es el inversionista que más le conviene desde el punto de vista económico (capacidad económica del nuevo inversionista, posibilidad de otras rondas de inversión); aporte de conocimiento y experiencia (*networking*, gerenciamiento, asesoría tributaria y jurídica, entre otros). Esta información le permitirá definir en qué tipo de inversionistas enfocar su búsqueda.

A su vez, todos los inversionistas con excepción del I4, manifiestan que tienen tesis de inversión diferentes, dependiendo de la etapa de desarrollo en la que se encuentra la *startup*, lo que concuerda con el aporte de Quintero y Martins (2014):

- Como ángeles invierten en etapas *pre-seed* y *seed*. Coinciden en que para invertir en esta etapa no requieren de mucha estructura. Los emprendedores pueden llegar a ellos con *mockups* y bocetos, hasta con algunos elementos funcionales, pero incluso sin validaciones comerciales. En esta etapa los porcentajes de participación son minoritarios, pero similares a los que obtienen como gestores de fondo. Tienen una alta intervención en el negocio, buscando lograr buenos resultados de mercado en

corto plazo para así poder ayudar a encontrar al siguiente inversionista. Los inversionistas I6 e I7 coincidieron en la entrevista que *“Si tuvieran más ‘cash’ le dedicarían mucho más tiempo y recursos a ser inversionistas ángeles”*.

- Como gestores de fondo invierten en *startups* en etapa temprana. Estas ya tienen un flujo de caja. De acuerdo con la trayectoria de la empresa, han invertido desde 100 mil hasta dos millones de dólares americanos (bajo el mecanismo *Follow On*) con participaciones que van desde el 1,5% al 40%. Para acceder a estos recursos los emprendedores y las empresas pasan por un proceso de evaluación más riguroso y estructurado. Todos los inversionistas entrevistados describen su participación como *smart*, participando en juntas directivas, consiguiendo más capital para el negocio, ayudando a seguir consolidando el equipo de trabajo, aportando para ser más competitivos y generando oportunidades de negocio.

Desde el punto de vista de conflictos, podemos observar en la Tabla 4, que sólo tres de los inversionistas experimentaron los conflictos de personalidad y valores y desencaje profesional y visión. Los conflictos de objetivos fueron experimentados por todos los inversionistas, con excepción del I5. Por otra parte, se puede observar que la asimetría de información sí la vivieron todos los inversionistas.

Diferencias de personalidades y valores

Todos los inversionistas entrevistados concuerdan con que en muy pocos minutos son capaces de comprobar el grado de madurez de los emprendedores para establecer acuerdos de salida, participación e involucramiento. Es por eso que los inversionistas I1, I2 e I3, sostuvieron en la entrevista que no le llegó a pasar ni en fase de preinversión ni en fases de ejecución.

Cabe recordar que I4 es el inversionista de E3 y que cuando se le preguntó de forma abierta acerca de este conflicto, manifestó no tenerlo, mientras que el E3 contestó a la pregunta relacionada como que sí experimenta ese conflicto con su inversionista.

El inversionista I5 manifiesta que experimentó este tipo de conflicto varias veces en la fase de preinversión, al revisar la estructura organizacional de los emprendimientos y encontrar que los emprendedores tienen en sus equipos de trabajo familiares con sueldos altos. *“No creo que lo hagan de mala fe, pero eso tiene que cambiar antes de invertir”* comenta.

El inversionista I6 explica que especialmente el colombiano es bastante *“agreeable”* refiriéndose a agradable o *polite*. *“le cuesta decir que no, lo que deriva en pérdidas de tiempo y cambios futuros difíciles de hacer”*.

El inversionista I7 cuenta que decidió salir de una empresa por un delicado caso de un emprendedor, que por tener mayoría de acciones *“violó un manifiesto de libertad condicionada que se firmó desde el comienzo, en donde se especificaba qué tipo de bonificaciones no podía pagarse y qué tipo de deuda no podía adquirir”*.

Desencaje profesional y diferencias de visión

La situación más común mencionada por todos los inversionistas, incluidos el inversionista I4, es el conflicto producido por las carencias de competencias del emprendedor en las áreas de gerencia, administrativa y financiera. *“Sí o sí tenemos que ponerle un gerente cuando esto sucede”* comenta el inversionista I2. Al respecto, I6 confirma *“solo el 30% de los emprendedores tienen conocimientos financieros y es muy grave porque los negocios se quiebran en primera instancia por la caja”*.

Conflictos de objetivos

Todos los inversionistas explican que ellos comprenden muy bien las dinámicas de mercado, que es normal plantearse objetivos y que estos no se cumplan. Así que no perciben este aspecto como conflicto de objetivos. Y concuerdan en que a veces se tendrá que pivotar. *“Algunas veces la idea de pivotar viene de nosotros y otras proviene del emprendedor”* manifiesta el inversionista I3.

Lo que sí se ha convertido en un problema en el que tuvieron que intervenir abogados, según la experiencia de tres de los inversionistas, es el grado de compromiso de los emprendedores con el futuro de la compañía. Con base en esto, el inversionista I6 menciona que *“en una de sus inversiones el emprendedor, apenas cinco meses después de concretado el acuerdo con el inversionista, se regresó a la corporación y ya le habían invertido”*.

Asimismo, en una experiencia similar en cuanto a la tensión se refiere, I7 contó una experiencia en la cual el emprendedor cambió de prioridades por tener nueva familia y no supo balancear ese aspecto de su vida, con las perspectivas de crecimiento de la empresa. *“antes de invertir en voz me dijiste que irías unos meses a china y ahora me dices que no irás”* sostiene, además que *“es difícil contarte esto pues, es muy bueno que te cases y tengas familia y eso nos alegra, pero no es un juego que alguien te invierta usd\$500.000 y luego evites la responsabilidad”*.

En las entrevistas, un caso común para todos los inversionistas era que el emprendedor no pudiera darles solución a sus aspectos económicos personales y por ese motivo tuviera que realizar otras actividades alternas que le ayudaran. No tienen problemas con eso, si se acuerda con tiempo, pero se transforman en conflicto de objetivos cuando el emprendedor no alcanza las metas con las que se comprometió y se percibe como falta de compromiso.

Conflictos de asimetría de la información y conocimiento

“El 99% de las proyecciones de los emprendedores no se cumplen como lo plantearon al inicio de la relación” menciona el inversionista I1. Este conflicto lo experimentaron todos los inversionistas, pero ya tienen mecanismos para minimizar estos riesgos. El inversionista I6 menciona que *“es una situación muy común debido al sobre optimismo del emprendedor cuando está en sus primeras veces de consecución de inversión”*.

Los inversionistas mencionan que es muy común en etapas muy tempranas, que los emprendedores soporten sus proyecciones sólo en información primaria. El inversionista I2

bromea diciendo “*los emprendedores invierten usd\$1000 en todo menos en unos estudios de mercados y bases de datos*”. Mientras tanto I7 confirma que “*es realmente una ventaja que tienen los fondos, pues tienen acceso a información privilegiada de bancos, bases de datos y relaciones estrechas con expertos en todas las áreas*”.

Los principales conflictos evidenciados por los inversionistas y relacionados en las entrevistas se consolidan en la Tabla 4.

Tabla 4: Conflictos descritos por los inversionistas en la negociación y/o ejecución de sus emprendimientos

Conflictos	I1	I2	I3	I4	I5	I6	I7
Diferencias de personalidad y valores	X	X	X	X	√	√	√
Desencaje profesional y diferencias de visión	X	X	X	X	√	√	√
Conflictos de objetivos	√	√	√	√	X	√	√
Asimetría de información y conocimiento	√	√	√	√	√	√	√

Fuente: Elaboración propia

6. Discusión y conclusiones

La Teoría de la Agencia presenta teóricamente para este escrito cuatro tipos de conflictos. Analizadas todas las entrevistas podemos concluir que existen una especie de subcategorías transversales a cada tipo de conflicto, indiferente del sector o tipo de *startup*, las cuales se presentan en dos momentos: Preinversión y Ejecución. Eso concuerda con lo mencionado por Mustapha (2018), los costos de agencia no son idénticos en cada etapa de la creación y el desarrollo de la empresa. Examinamos dos períodos: antes y después de la inversión. La probabilidad de tener costos de agencia parece tener mayor importancia en la fase de preinversión que en la de posinversión.

En el desarrollo de las entrevistas se pudo concluir que, teniendo claros los acuerdos en la preinversión y en la ejecución, se pueden reducir los costos de agencia. A continuación, se explican las subcategorías identificadas en las entrevistas y agrupadas para sintetizar:

En fase de preinversión:

1. Valoración y riesgo

Se presenta asimetría de información cuando los inversionistas y los emprendedores obtienen la información con la cual valoran *la startup* de fuentes secundarias distintas. El emprendedor puede basarse en casos similares en Estados Unidos, donde la empresa similar fue valorada multiplicando las ventas cinco veces (5xventas) y el inversionista puede tener casos en Latinoamérica, donde el caso similar se valoró con un múltiplo distinto como las ventas multiplicadas por tres (3xventas).

Además del conflicto de valoración, también existe una divergencia de percepción del riesgo. Expertos externos contratados por los fondos sugieren que una *startup* en Latam tiene un nivel de riesgo mayor que en Estados Unidos, lo que obliga a los inversionistas a asumir costos de control y monitoreo, con los que el emprendedor no contaba en su valoración. Lo anterior, concuerda con lo mencionado por Jensen y Meckling (1976), quienes distinguen tres tipos de costos de agencia: los costos de monitoreo, los costos de unión y la pérdida residual.

2. Roles e involucramiento

Se evidencian claros conflictos de objetivos, personalidad y valores, de visión y desencaje profesional descritos en el apartado 3.3 de este estudio, se presenta conflicto cuando no se establecen con anticipación los roles de cada miembro del equipo, incluidos los miembros que aportan los inversionistas. Además, también se debe definir en preinversión grados de involucramiento y responsabilidad para la toma de decisiones.

3. Escala de valores personales

La TA aplicada a emprendimientos menciona que cuando las diferencias son sustanciales en términos de los objetivos, la probabilidad de encontrar un compromiso disminuye significativamente (Apfelbaum, 1974; Cable y Shane, 1997), lo cual ha sido mencionado por todos los inversionistas en cuanto al conflicto de objetivos producido por las prioridades de los emprendedores, se hace relevante establecer acuerdos desde la fase de preinversión con miras a estos temas de prioridades.

En fase de ejecución

1. Mecanismo de libertad condicionada

Todos los inversionistas entrevistados reconocieron que no es necesario llenarse de acuerdos en la fase de preinversión. Mencionaron que con un *acuerdo de términos básicos* se puede avanzar. Pero tres de ellos fueron enfáticos que en la fase de ejecución se requiere ir estudiando conjuntamente un mecanismo de libertad condicionada para evitar que ocurran los cuatro tipos de conflictos del apartado 3.3.

Se concluye que el emprendedor tiene mayor participación y toma las decisiones, pero evitará todo tipo de conflictos si se establece un acuerdo que incluya posibilidad de libertad para toma de decisiones, contemplando los siguientes límites:

- Libertad condicionada a cuidado del gasto.
- Libertad condicionada a cuidado de la deuda.
- Libertad para contratar sin conflicto de intereses.
- Libertad condicionada al control de salarios y bonificaciones.
- Decisiones de dilución conjuntas.
- Decisiones de emisiones de acciones conjuntas.

2. Actualización profesional

Se concluye que no habría que firmar un acuerdo para esta subcategoría, pero si deberían los emprendedores organizar un plan de desarrollo profesional en temas de gerencia, administración y finanzas para evitar al máximo los conflictos de desencaje profesional y visión a la hora de enfrentar el crecimiento de la *startup*.

Otro elemento importante que puede ayudar mucho, es que cuando la *startup* empiece a crecer según lo previsto, el emprendedor invierta de sus recursos propios para tener sus propios mentores.

3. Conflictos de poder

Cuando hay una persona que tiene un mayor poder en la compañía, no necesariamente porque tienen mayor participación, sino porque posee elementos de vital importancia para el desarrollo del negocio, que le permite tomar decisiones aun cuando la contraparte no está de acuerdo.

4. Mecanismos de participación de nuevos miembros

Normalmente al enfrentar el crecimiento de la *startup*, el equipo crecerá y el emprendedor debe formarse y conocer los mecanismos para vincular nuevos profesionales al equipo, evitando conflictos de desencaje profesional y visión.

Existen otros tipos de subcategorías de conflictos que se pueden categorizar en estas conclusiones. Como bien lo expresan autores como De Clercq et al. (2006) y Albers (2005), los diferentes tipos de inversionistas actúan de manera diferente dependiendo el estado o fase en que se encuentre el emprendimiento. Existen unos intereses que en este trabajo se pueden ver marcados con absoluta claridad durante las entrevistas y que pueden dar origen a conflictos en el futuro. Esos intereses son los de fondos de grandes grupos empresariales, versus los intereses de fondos de inversión tipo *venture capital*.

Se concluye que los dos se llaman fondos, sus tesis de inversión son similares en cuanto a la etapa en la que invierten y al tipo de *startup* al que se enfocan generalmente, y lo anterior es, etapas tempranas y con ventajas competitivas de carácter tecnológico, respectivamente. Sin embargo, se observa que son dos negocios muy distintos por similares que parezcan. Se explican a continuación cada uno de ellos:

- Fondos de grandes grupos empresariales: su objetivo primordial identificado en las entrevistas es aumentar su portafolio de empresas. En su visión, es de vital importancia poder aumentar su porcentaje de participación hasta donde le sea posible

y esto incluye el 100% de la empresa. Sus intenciones de salir en corto plazo son realmente mínimas.

- Fondos del tipo *ventures capital*: las tesis de los fondos VC se caracterizan por participaciones minoritarias que van desde un 1% hasta 40%, dependiendo la etapa en la que se encuentra el emprendimiento. La intención de generar valor a la compañía no siempre se ve reflejada en el flujo de caja, sino también en posicionamiento de marca, cuotas de mercado, expansión internacional, entre otros, y el objetivo principal de aumentar ese valor es poder vender (salir) lo más pronto posible cuando ya puedan generar 2X, 3X, 4X o 5X (o más de ser posible) su inversión.

Como se evidencia en la teoría (Eisenhardt, 1989a; Eisenhardt, 1989b), de esta clara diferencia de objetivos, deseos o metas entre el principal (inversionista) y el agente (el emprendedor), ocurre un claro conflicto y es difícil o costoso para cualquiera de las partes no previsualizarlos.

Con respecto a *family, friend and fools*, podemos concluir que se caracterizaba por ser una financiación de carácter bastante informal, pero lo cierto es que ya no lo es tanto. Cada vez están más estructurados, consolidándose como grupos de profesionales y grupos familiares, los cuales se están interesando en la oportunidad de invertir en *startups*, evidenciando oportunidades muy valiosas en las nuevas ideas de sus familiares y aceptando decididamente el riesgo de ser los “*friends and fools*” de emprendedores que no son cercanos a ellos.

Entre los aportes de la TA a la construcción de organizaciones Ganga, Quiroz y Maluk (2015) manifiestan su aplicación en soluciones precontractuales, definiendo contratos destinados a disminuir las asimetrías de información, reducir las divergencias de intereses y lograr alineamientos de los objetivos entre los principales y los agentes. Se concluye de las entrevistas realizadas que un acuerdo de términos básicos que minimice el riesgo de conflictos, debe contener:

- Acuerdos de participación.
- Acuerdos de permanencia (salidas).
- Acuerdos de tiempo de dedicación y comunicación.
- Acuerdos de aportes.
- Definición de incumplimiento.

Según lo mencionado en la entrevista por uno de los inversionistas más experimentados “*hay acuerdos de términos básicos que cumplen con estas características, su tamaño es realmente muy corto, una hoja y ayudaron a establecer una sana relación de negocios a largo plazo*”.

Es claro que los conflictos son inevitables. En el tiempo se irán presentando por más que se haga un ejercicio juicioso de previsualización. Pero existen ya cuatro generales conflictos que la Teoría de la Agencia nos propone revisar y que gracias a eso ya no es necesario que emprendedores e inversionistas recaigan sobre experiencias que llevaron a otros a caer en situaciones de alta tensión y hasta ruptura de las relaciones, transformando la experiencia en fracaso.

Finalmente, este estudio avanza en la identificación de los conflictos que pueden existir en la relación de negocios entre emprendedor-inversionista a la luz de la Teoría de la Agencia. No obstante, esta investigación presenta algunas limitaciones.

Primero, se aplicaron entrevistas a emprendedores de la ciudad de Medellín, por lo que los resultados pueden variar en otras regiones del país, inclusive en otros países. Por ende, para futuras investigaciones se sugiere entrevistar a emprendedores de otras ciudades de Colombia o a nivel mundial, donde la mentalidad de los emprendedores puede variar teniendo en cuenta su cultura, nivel de formación, entre otros elementos.

Como segunda limitación, se logra percibir a nivel general en una entrevista con una duración de 45 minutos, los conflictos que han vivido los emprendedores e inversionistas asociados a la teoría revisada. Sin embargo, la duración de la entrevista no es suficiente para profundizar en cada uno de los conflictos, sería interesante realizar más de una entrevista con los informantes y consolidar otras estrategias metodológicas como *focus group* con emprendedores e inversionistas para discutir aspectos relacionados con los conflictos de agencia que se presentan en los procesos de negociación entre las dos partes.

Estas limitaciones representan oportunidades para futuras investigaciones, partiendo desde las diferentes fuentes de financiación, es importante revisar al detalle los conflictos que se presentan en cada relación de negocio, dependiendo de esta fuente, como lo sería desde: las fuentes de financiación más informales (*family, friends and fools*), fondos de grupos empresariales, fondos de venture capital, hasta ángeles inversionistas.

7. Implicaciones teóricas y prácticas

Actualmente, ha venido creciendo el ecosistema emprendedor y detrás de él, los nuevos empresarios encuentran una amplia variedad de opciones para la búsqueda de recursos, que van desde el entorno cercano como familiares y amigos, ángeles inversionistas independientes, redes de ángeles inversionistas muy bien estructurados, entidades o instituciones gubernamentales, hasta fondos de capital privado.

Todos los emprendedores e inversionistas entrevistados, concuerdan en la necesidad de analizar por parte del emprendedor, de acuerdo con su idea de negocio, cuál es el inversionista que más le conviene. También por el lado del inversionista, tener claridad qué busca, qué espera del aporte financiero a un emprendimiento, ya que en muchas ocasiones dependiendo del tipo de inversionista, si es un representante público o privado, tiene unas intenciones claras, apoyar la dinámica del emprendedor y su emprendimiento o querer quedarse con la idea de negocio. Los inversionistas deben revisar sus expectativas de inversión, si requieren réditos a corto, mediano o largo plazo.

La relación con cada fondo de inversión es diferente, por otra parte, tanto emprendedores como inversionistas coinciden en afirmar que, de acuerdo con la naturaleza del emprendimiento, debe haber claridad acerca de la forma cómo ingresará el inversionista al negocio.

La dinámica emprendedora del país es supremamente importante para dinamizar la economía. El presente estudio relaciona aspectos importantes desde la visión del emprendedor y desde la visión del inversionista, cada actor con sus puntos de vista, pero lo valioso es evidenciar en las relaciones de negocios del principal (inversionista) y agente (emprendedor) qué conflictos se dieron en este proceso y así poder identificarlos, con el fin de mitigarlos, y si estos conflictos se siguen presentado en las relaciones futuras, poder manejarlos y que no perjudiquen la negociación llegando a un ruptura de la misma.

Durante la década de los 60s y principios de los 70s, los economistas exploraron acerca de cómo los individuos o grupos comparten el riesgo; esta literatura describe el problema que surge cuando las partes involucradas tienen diferentes actitudes frente al riesgo. La Teoría de la Agencia amplía la literatura en este tema, incluyendo el llamado problema de la agencia que ocurre cuando las partes involucradas tienen diferentes metas y diferentes visiones del trabajo. Esta relación/negocio se analizó desde los inversionistas y emprendedores. La Teoría tiene como objetivo alinear el comportamiento del agente con el principal, esto por medio del reparto óptimo de riesgos en condiciones de incertidumbre, mediante la confección de normas e incentivos, y para explicar la relación de dependencia utiliza como metáfora al contrato. En la relación de agencia surgen los riesgos morales y la selección adversa que provocan costos de agencia, debiendo el principal disminuir dichos costos mediante contratos eficientes con los agentes.

Las relaciones de Agencia constituyen, y se entienden, como un contrato donde una o más personas, inversionistas, solicitan los servicios de otra persona, denominada emprendedor, para que este realice en su nombre una determinada tarea, lo que implica delegarle de capacidad para tomar decisiones. Por lo tanto, una relación de Agencia se da cuando, bajo un contrato, el principal delega al agente autoridad para tomar decisiones con el fin de desempeñar alguna actividad o servicio en su nombre. La teoría se basa en el análisis de los conflictos que pueden producirse entre el llamado principal (inversionista) y el agente (emprendedor), pues ambas figuras tratan de maximizar su actividad propia, produciéndose eventualmente conflictos de intereses. Es por esta razón que el presente estudio deja argumentos para que, tanto inversionistas como emprendedores, puedan tener una relación de agencia buena y amigable, con el fin de llegar a acuerdo en el proceso de negociación que beneficie a ambas partes. Los inversionistas se requieren para el entorno emprendedor, ya que dan dinamismo a los emprendimientos. Los emprendedores se necesitan, ya que son los facilitadores de ideas, las cuales pueden terminar con el apoyo de inversionistas en procesos exitosos empresariales. Asimismo, este trabajo de grado ofrece evidencias que corroboran y arrojan luz al entendimiento de la Teoría de la Agencia desde la perspectiva de la financiación de la actividad emprendedora y la relación de negociación entre emprendedores e inversionistas; aportando así, implicaciones teóricas para los estudios en el campo del emprendimiento.

Referencias bibliográficas

Acosta, G. (2018). Gobierno corporativo y poder desde la perspectiva de la teoría de agencia. *Ciencias Administrativas*, año 6, núm. 11.

- Alba, L. (2018). Financiación de startups y su problemática. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/207812/retrieve>
- Albers, J. (2005). *Before the Negotiations: What Entrepreneurs Need to Know About Seed and Early Stage Venture Capital*. New York. Trillium Group.
- Apfelbaum, E. (1974). On conflicts and bargaining. *Advances in Experimental Social Psychology*, 7: 103-156.
- Barney, J.B., J.O. Fiet, L.W. Busenitz y D.D. Moesel (1996). The substitution of bonding for monitoring in venture capitalist relations with high technology enterprises. *Journal of High Technology Management Research* 7, núm. 1: 91–105.
- Bueno, J. E. y Santos D. C. (2012). La Teoría de Agencia en la determinación de la Estructura de Capital. Caso Sectores Económicos del Departamento del Valle del Cauca. *Revista Prolegómenos. Derechos y Valores*, 15, 30, 161-176.
- Cable, D. M. & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review*, 22(1): 142–176.
- Cabrales, E. (2020). Identificación de la problemática que enfrentan los emprendedores de tipo “nuevos empresarios” en Colombia. [tesis de maestría]. Pontificia Universidad Javeriana. Recuperado de <https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/47792/Tesis%20definitiva%20ECB.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Callagher, L.J., Smith, P. y Ruscoe, S. (2015). Government roles in venture capital development: a review of current literature, *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, vol. 4, núm. 3, pp. 367-391.
- Cárdenas, D y Naranjo, A. (2018). Análisis del emprendimiento en los países de Colombia y Chile en los últimos 10 años. *Punto de vista*, vol. 9 (14). Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/331660943_ANALISIS_DEL_EMPRENDIMIENTO_EN_LOS_PAISES_DE_COLOMBIA_Y_CHILE_EN_LOS_ULTIMOS_10_ANOS
- Castro, E. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de administración*, 1 (2): 31-54.

Colombia Fintech. (2020 a). Cómo pueden financiarse los emprendedores en Colombia. Recuperado de <https://www.colombiafintech.co/novedades/como-pueden-financiarse-los-emprendedores-en-colombia>

Colombia Fintech. (2020 b). Adiós dudas sobre el significado de Fintech. Recuperado de <https://www.colombiafintech.co/novedades/adios-dudas-sobre-el-significado-de-fintech>

Confecámaras. (2020). En 2019 aumentó 10,4% la creación de sociedades en Colombia. Recuperado de <https://www.confecamaras.org.co/noticias/732-en-2019-aumento-10-4-la-creacion-de-sociedades-en-colombia-2>

Creswell, J.W., Hanson, W.E., Clark Plano, V.L. y Morales, A. (2007). Qualitative research designs: selection and implementation. *The Counseling Psychologist*, vol. 35, núm. 2, pp. 236-264.

Dasi, F. M., y Martínez-Vilanova, R. (2009). *Técnicas de Negociación: un método práctico*. Madrid: Esic.

De Clercq, D., Fried, V., Lehtonen, O. y Sapienza, H. (2006). An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 90-112.

EBAN (2019) Statistics Compendium: European Early Stage Market Statistics. Brussels: EBAN.

Economía aplicada (2019). 2019: ¿Cuántas empresas hay en Colombia? Recuperado de <http://www.economiaaplicada.co/index.php/10-noticias/1493-2019-cuantas-empresas-hay-en-colombia>

Eisenhardt, K. (1989a). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, vol. 14, núm. 1, pp. 57-74.

Eisenhardt, K. (1989b). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14 (4), 532-550.

Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), miembro del Grupo Banco Interamericano de Desarrollo (2013). Las redes de inversionistas ángeles en América Latina y el Caribe. Recuperado de http://accioneduca.org/admin/archivos/clases/material/inversionistas-angeles_1563826842.pdf

- Forero, T. (2020). Conoce el escenario del emprendimiento en Colombia y sus oportunidades para el 2020. Recuperado de <https://rockcontent.com/es/blog/emprendimiento-en-colombia/>
- Fransman, M. (1994). Information, knowledge, vision and theories of the firm. *Industrial and Corporate Change*, 3(3): 713–757.
- Freear, J, Sohl, J. y Wetzel, W. (2002). Angles on angels: Financiamiento de emprendimientos tecnológicos: una perspectiva histórica. *Capital de riesgo*, 4 (4): 275-287.
- Ganga, F. y Quiroz, J. y Maluk, S. (2015). ¿Qué hay de nuevo en la Teoría de Agencia (TA)? Algunos trabajos teóricos y empíricos aplicados a las organizaciones. *Prisma Social*, (15), 685-707. Recuperado de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=353744533019>
- GEM – Global Entrepreneurship Monitor. (2019). Estudio de la Actividad Emprendedora en Colombia 2018/2019. Recuperado de <https://www.gemconsortium.org/file/open?fileId=50496>
- Harrison, R.T. y Mason, C.M. (1996). Developing the informal venture capital market: a review of the department of trade and industry's informal investment demonstration projects, *Regional Studies*, vol. 30, núm. 8, pp. 765-771.
- Henao, S. (2020). Emprendimiento en Colombia, principales dificultades y consideraciones para sortearlas. Recuperado de <https://repository.unilibre.edu.co/bitstream/handle/10901/18448/Emprendimiento%20en%20Colombia%20principales%20dificultades%20y%20consideraciones%20para%20sortearlas%20SONIA%20HENAO%201088249410.pdf?sequence=1&isAllowed=y4>
- Hernández, R. Fernández, C y Baptista. (2010). Metodología de la Investigación. México: Mc Graw Hill.
- Jensen, M. y Mekling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kelly, P. y Hay, M. (2003). Contratos de Business Angel: la influencia del contexto. *Revista internacional de finanzas empresariales*, vol. 5, núm. 4, pp. 287-312.

- Lewicki, R, Barry, B y Saunders, D. (2008). Fundamentos de negociación. México. McGraw-Hill.
- Mackenzie, T, Buitrago, M, Giraldo, P, Parra, J-H y Valencia, J-A. (2013). La Teoría de la Agencia. El caso de una universidad privada en la ciudad de Manizales. *Equidad Desarrollo*, núm. 19, pp. 53-76.
- Mansson, N., y Landstrom, H. (2006). Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital*, vol. 8, pp. 281-301.
- Martins, I., Romaní, G. and Atienza, M. (2021). "An institutional approach to the development of business angel networks in Latin American emerging countries", *European Business Review*, Vol. número de impresión antes de la impresión. <https://doi.org/10.1108/EBR-11-2020-0261>
- Martins, I., Romaní, G. y Atienza, M. (2017). Desafíos Para la consolidación del mercado de inversión ángel en Colombia. En: Varela, R. y Moreno, J. A. (eds.), *Financiación, Desarrollo y Educación Empresarial*. Centro de Desarrollo del Espíritu Empresarial, vol. 5, pp. 33-58. Santiago de Cali: Universidad ICESI,
- Mason, C., Botelho, T. y Harrison, R. (2019). The changing nature of angel investing: some research implications. *Venture Capital*, vol. 21, núms. 2/3, pp. 177-194.
- Mason, C. y Harrison, R. (1997). Business angel network and the development of the informal venture capital market in the UK. Is there still the role for the public sector? *Small Business Economics*, vol. 9, núm. 2, pp. 111-123.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.
- Maubert, J-F. (1995). Negociar las claves para triunfar. México: AlfaOmega Marcombo.
- Miles, M. & Huberman, A. (1994). *Qualitative Data Analysis*. (2 ed.). London: SAGE Publications. Recuperado de <https://vivauniversity.files.wordpress.com/2013/11/milesandhuberman1994.pdf>
- Montoya, D.M. (2015). Startups: tendencias en América Latina y su potencialidad para el crecimiento empresarial. *Contexto* 4; 7-20. <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/416/918>

- Mustapha, A. (2018). The Entrepreneurial Finance and the Issue of Funding Startup Companies. *European Scientific Journal*, vol. 14, núm. 13.
- Paredes, J. (2014). Due diligence: un paso previo e indispensable en toda negociación. Recuperado de <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/13183/ENSAYO%20DUE%20DILIGENCE%20FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Parra, J., Santiago, E., Murillo, M. y Atonal, C. (2010). Estrategias para negociaciones exitosas. *e-Gnosis*, 8, 1-13. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=73013006009>
- Perks, P., y Oosthuizen, N. (2013). *Exploring supplier negotiation best practices and supplier relationships strategies in South Africa*. *Integrative Business & Economics*, vol. 2, núm. 1, pp. 333-349.
- Quintero, M. y Martins, I. (2014). El mercado de capital de riesgo informal en Antioquia: El caso de los ángeles inversionistas y la actividad emprendedora en Medellín. Recuperado de https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/5389/MariaIsabel_QuinteroRamirez_2014_Tesis.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18, pp. 249-258.
- Rivas, L.A. (2009). Evolución de la teoría de la organización. *Revista Universidad & Empresa*, Universidad del Rosario, 17: 11-32. Recuperado de https://www.urosario.edu.co/urosario_files/57/575586aa-4e66-467c-a0e7-5b3e25539cd1.pdf
- Rivas, J y Alexis, V. (2020). Gestión de las organizaciones cooperativas: un análisis desde la teoría de la agencia. *Revista científica guacamaya*. Vol. 5, No 1. 56-69.
- Rockstart. (2020). Estudio de ángeles inversionistas en Colombia. Rockstart. Recuperado de <https://www.rockstart.com/blog/estudio-angeles-inversionistas-colombia/>
- Rodríguez, A. (2009). Nuevas perspectivas para entender el emprendimiento empresarial. *Pensamiento & Gestión*, núm. 26.
- Salacuse, J.W. (1998). Making deals in strange places: A beginner's guide to international business negotiations. *Negotiation Journal*, 4, pp. 5-13.

- Shane, S. (2005). Angel investing. A report prepared for the Federal Reserve Banks of Atlanta, Cleveland, Philadelphia, Kansas City, and Richmond. Cleveland: Weatherhead School of Management. Case Western Reserve University.
- Shane, S. y Venkataraman, S. (2000). The promise of entrepreneurship as a field of research. *Academy of Management Review*, 25, 217- 226.
- Sierra, F. (2018). La importancia de las empresas STARTUPS en Colombia. Universidad Militar Nueva Granada [Tesis de especialización]. <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/17869/SierraSierraFabianAndres2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Sohl, J. (2019), The Angel Investor Market in 2018: More Angels Investing in More Deals at Lower Valuations. *Center for Venture Research*, pp. 1-2. Durham, NH.
- Tarapuez, E., Osorio, H. y Botero, J. (2013). Política de emprendimiento en Colombia, 2002-2010. *Estudios Gerenciales*, vol. 29, núm. 128, pp. 274-283. <http://www.scielo.org.co/pdf/eg/v29n128/v29n128a02.pdf>
- Uribe M. (2017). El emprendimiento: algunas reflexiones desde un enfoque de revisión. *Clío América*, 11(22), 219 - 239. Doi:[10.21676/23897848.2436](https://doi.org/10.21676/23897848.2436) Recuperado de <https://revistas.unimagdalena.edu.co/index.php/cliomerica/article/view/2443/2044>
- Vainrub, R. (2007). Se busca inversionista ángel. Recuperado de <https://silo.tips/download/tales-como-universidades-e-incubadoras-esta-etapa-incluye>