

**El mercado de capital de riesgo informal en Antioquia: El caso de los ángeles inversionistas  
y la actividad emprendedora en Medellín.**

**María Isabel Quintero Ramírez**

mquinte7@eafit.edu.co

**Izaias Martins Da Silva**

imartins@eafit.edu.co

**Resumen:** Este artículo examina el mercado de capital de riesgo informal en Colombia y profundiza su análisis en el desarrollo de esta actividad en el departamento de Antioquia, más específicamente en la ciudad de Medellín. Se realizó un trabajo de tipo exploratorio con una parte teórica que surge a partir de una rigurosa revisión de la literatura existente y otra empírica, tomada de información recogida en entrevistas a profundidad a importantes actores del ecosistema emprendedor de la región y con información secundaria obtenida a partir de la encuesta anual de población adulta del Global Entrepreneurship Monitor (GEM). Entre los principales hallazgos, se destacan la brecha de financiación existente para los emprendimientos en etapas tempranas, la falta de cultura de capital de riesgo informal y las políticas públicas nacientes para impulsar la inversión ángel en la región. Finalmente, se evidencia los principales retos y desafíos de las redes de ángeles ya constituidas.

**Palabras claves:** *capital de riesgo informal, ángeles inversionistas, emprendimiento, capital semilla.*

**Abstract:** This article examines informal venture capital market in Colombia and focused more specifically in Medellín, Antioquia. Exploratory work was carried out with a theoretical part that

arises from a rigorous review of the literature and empirical one done based on data collected from in-depth interviews with major actors in the entrepreneurial ecosystem in the region and secondary information from the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). The main findings show the existing funding gap for early stage ventures, lack of culture of informal venture capital, and emerging public policies to boost angel investment in the region. Finally, main issues and challenges of angel networks already established.

**Keywords:** *Informal venture capital, angel investors, entrepreneurship, venture seed capital.*

## **1. Introducción**

Aunque el capital de riesgo informal existe desde los años ochenta con amplio historial en Norteamérica y Europa, poco se sabe sobre este mercado en otras regiones. En el caso de América Latina y el Caribe (LAC), existen pocos estudios académicos e incipiente documentación que evidencie el funcionamiento, las diferencias o semejanzas en cuanto al entorno, modalidades y características en relación a este mercado en la región (Martins, 2013). El presente estudio pretende ser un referente en el contexto colombiano con respecto al capital de riesgo informal. Para ello se busca responder preguntas como: ¿Qué es capital de riesgo informal? ¿Cuáles son los montos de inversión? ¿Cómo funcionan las redes de ángeles inversionistas existentes?; estas preguntas intentan explicar una realidad a través del entendimiento de acciones de los individuos que serán estudiados creando una base en un campo de investigación todavía virgen en Antioquia y en Colombia. En virtud de la falta de evidencias ya mencionadas, es necesario un acercamiento cualitativo y descriptivo del fenómeno en análisis. Para ello, se realizó una entrevista al gerente de la primera y principal red de ángeles inversionista de Colombia y la única red establecida en Antioquia, así como entrevistas con

profesionales que están al frente de programas públicos de fomento a la actividad emprendedora y la financiación de negocios en etapa temprana. Con base en ello, se evidenció cómo han sido las inversiones realizadas y todo lo relacionado con respecto a las líneas de actuación de dicha red. Es importante conocer esta información y darle soporte científico e investigativo porque es útil para la implementación de políticas públicas que fomenten el desarrollo de esta actividad, incrementando las fuentes de financiación y creando medidas que apoyen y generen un impacto positivo en el emprendimiento local.

El presente artículo está organizado de la siguiente manera: en la parte inicial, se explica el rol de capital de riesgo informal, la necesidad de fuentes alternativas de financiación en etapas tempranas de las Pymes en Medellín y una mirada a los estudios previos en el contexto internacional. En la segunda parte, se destaca las características principales del emprendimiento local y el perfil del emprendedor Antioqueño. La tercera parte, profundiza la información sobre las brechas de financiación, el desarrollo de la inversión ángel y de las redes de ángeles inversionistas en Medellín. El artículo finaliza presentando las principales conclusiones del estudio y discutiendo las posibles implicaciones y futuras líneas de investigación.

## **2. Planteamiento del problema**

### **2.1 La financiación de la actividad emprendedora: el rol del capital de riesgo informal**

Colombia es la cuarta economía de América Latina y continúa con perspectivas de crecimiento sólidas a corto y mediano plazo en comparación con otros países de la región, sin embargo uno de los principales desafíos es reducir la desigualdad de los ingresos y mejorar la productividad (OCDE, 2013). Como respuesta a esta problemática, el emprendimiento es una de las opciones con mayor impacto, ya que le apunta a la competitividad, genera empleo, impulsa el desarrollo

regional y reduce la pobreza (Romaní et al. 2009). Estos emprendimientos que inician como pequeñas empresas, juegan un rol fundamental en la transformación productiva del país y cada día toman mayor importancia estratégica pues generan cerca del 40% del PIB total y sostienen más del 70% del empleo en la economía Colombiana, haciendo de esta un motor primordial en el desempeño monetario del país (Asobancaria, 2008). Teniendo en cuenta estas cifras, encontramos alta relevancia en el tema del emprendimiento y Pymes para Colombia y Antioquia, ya que estamos hablando de uno de los países más avanzados en América Latina en políticas públicas para el emprendimiento (Doing Business, 2008) con muchos actores claves e ideas de negocio potenciales para la región. El emprendimiento le aporta al país en la medida en que impulsa el desarrollo productivo, contribuye al bienestar social, incrementa la oferta de productos y servicios e introduce innovación mejorando la rivalidad y competencia de los mercados (Martins y Rialp, 2013). Realizando un seguimiento al Global Entrepreneurship Monitor para Colombia, la tasa de actividad emprendedora (TEA) para el 2012 fue la más alta de todos los países de LAC ubicándose en 21,4%, catalogando a Colombia como el país con las tasas de emprendimiento más altas en comparación con otros 53 países en el mundo (GEM, 2012). Según esta fuente, a nivel de instituciones y aspectos macro, los factores positivos para la creación de empresa son la cantidad de programas gubernamentales que soportan estas actividades emprendedoras, la preparación adecuada para el emprendimiento a nivel profesional, el acceso fácil y rápido a sistemas de comunicación y servicios públicos y la disminución de barreras como impuestos, tasas y trámites burocráticos para el desarrollo de la actividad emprendedora. Uno de las principales retos que encuentran los emprendedores Colombianos a la hora de empezar un negocio es la dificultad para acceder a fuentes de financiación disponibles, esto es, por que la banca tradicional exige ciertos requisitos por medio de los cuales la empresa

que solicite el crédito debe tener un número de años de funcionamiento, excelente historia crediticia y estados financieros sólidos que demuestren la capacidad de pago para los años de financiación de los recursos (Banco Mundial, 2008). Esta situación se presenta no sólo a nivel local si no en todas las regiones del mundo, siendo uno de las principales barreras de creación de empresas (Doing Bussines, 2013). 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 (Rodríguez, 2003). Colombia ocupa el puesto 65 entre 178 países, en lo referente a la facilidad para la obtención de crédito a Pymes según el Banco mundial (2008). En la búsqueda de fuentes de financiación alternativas, los emprendedores tienen dos opciones de financiación informal: 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 donde el dinero proviene de alguien cercano. En segunda instancia, están los ángeles inversionistas que son personas con altos niveles de capital y que no poseen ningún vínculo familiar con el emprendedor (Masson, 2006). Entre estas dos modalidades de financiación informal, se cubre la brecha de financiación que impide la generación de negocios y empleos nuevos para la sociedad. De acuerdo a Masson y Harrison (2000), los ángeles inversionistas aportan mucho más allá que dinero para las empresas en etapa temprana. Es decir, por tratarse de personas con experiencia previa en el sector, estos inversionistas aportan conocimiento, redes de contactos y habilidades de negociación. Según Ramadani (2009), en el contexto internacional la figura del ángel inversionista es un poco homogénea, es decir, en países como USA, Alemania, Gran Bretaña y Hungría, el perfil del ángel inversionistas es un hombre entre los 40 y 65 años, con estudios profesionales, invierten en promedio 10.000 euros por

emprendimiento con portafolios desde 2 hasta 5 inversiones. Por otro lado Prowse (1998), en su estudio realizado en el sur de USA, específicamente en Dallas, clasifica los ángeles inversionistas como personas mayores, empresarios con experiencia considerable en sus propios negocios o que manejan grandes compañías, con altos ingresos y buen relacionamiento público, quienes no dependen de esta actividad y realizan inversiones dependiendo del nivel de interés y tiempo disponible. Para el caso de Latinoamérica, los ángeles inversionistas son principalmente hombres entre los 30 y 60 años los cuales en su mayoría viven en zonas urbanas con una base industrial y emprendedora altamente desarrollada, cuentan con estudios universitarios y poseen una alta experiencia en el ámbito corporativo, especialmente en las áreas financieras, comerciales o de recursos humanos (Kantis, 2011). Los ángeles inversionistas generalmente invierten en empresas que están cerca de su entorno, sea dentro del sector que más experiencia tienen o simplemente un acercamiento geográfico (Ramadani, 2009), además, tienden a compartir la información con otros ángeles inversionistas para generar oportunidades de coinversión (Masson y Harrison, 1996).

Recientemente, según 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 (Masson y Harrison, 1996). De acuerdo a estos autores, la función principal es ayudar a los emprendedores a mostrar, promocionar y vender su propuesta de inversión mientras mantiene al inversionista anónimo hasta el momento en el que se cierre el negocio. 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 son más enfocadas al mercado local (Harrison y Masson, 1996). 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, Masson y Harrison 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 (Masson y Harrison, 2002). Los emprendedores reciben inversión dependiendo del periodo de maduración y de operación del proyecto, Ramadani (2009) 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 5 años pero todavía puede generar pérdidas económicas y 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.

### **3. Estudios previos: una mirada al entorno internacional**

La primera evidencia académica sobre este tema fue en el año 1983 por parte de Wetzel en Estados Unidos, en su artículo “*Angels and informal risk capital*” por medio del cual habla de la

financiación para las empresas de base tecnológica, el papel de los ángeles inversionistas, sus expectativas, montos de inversión y demás comportamientos propios de este fenómeno. Después surgen los estudios de Haar 1988 *“Informal risk capital investors: investment patterns on the East Coast of the USA”* y Gaston 1989 *“the scale of informal venture capital”* también provenientes de Estados Unidos, dando a conocer más detalles del mercado de capital de riesgo informal en Estados Unidos y ofreciendo evidencias empíricas, que en ese momento ya apuntaban al desarrollo de este mercado (Martins, 2013). En Europa los estudios comenzaron en los años noventa con los pioneros Colin Mason y Richard Harrison, cuyos resultados tuvieron gran impacto en las políticas de UK relacionadas con las redes de ángeles inversionistas antes llamadas *business introduction services* (Universidad de Glasgow, 2014). Estos autores, en el año 1999 crearon la revista *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance* una de las revistas más reconocidas a nivel internacional en el tema capital de riesgo.

En los años que siguen, el fenómeno ganó fuerza y se consolidó como objeto de interés investigativo en diferentes regiones del mundo como China (Ahlstrom et al., 2000), Japón (Tashiro, 1999; Kutsuna y Harad, 2004), Singapur (Hindle y Lee, 2002), Australia (Hindle y Weban, 2010), entre otros. En LAC, el mercado de capital de riesgo informal se encuentra en fase embrionaria y la creación y consolidación de redes de inversionistas ángeles es un tema nuevo en la región, consecuentemente son escasas las evidencias empíricas sobre el fenómeno (Martins, 2013). A excepción de Chile (ver, Romaní y Atienza 2006; Romaní et. al., 2008; Romaní et. al., 2009; Romaní et. al., 2012; Romaní et. al., 2013) y Argentina (ver, Jacobhson 2012; Jacobhson y Cochello 2002) se observa una falta de estudios académicos sobre el mercado de capital de riesgo informal en otras economías emergentes del continente. Por su lado, en Colombia algunas entidades oficiales son las que se han encargado de indagar un poco más sobre

este tema (FOMIN 2013, MINCIT 2011) y se cuenta con muy poco desarrollo investigativo (ver, Naranjo y Matiz, 2011; Zuluaga y Mejía, 2010).

#### **4. Metodología**

Para la realización del artículo se evaluó la literatura existente no sólo en Latinoamérica si no también con base en bibliografía internacional que permitió encontrar el punto de evolución del mercado de capital de riesgo informal en Medellín y compararlo con otras regiones en el mundo. En esta revisión también se tuvo en cuenta el informe del GEM (Global Entrepreneurship Monitor) realizado en la ciudad de Medellín. Adicionalmente se realizaron tres entrevistas a importantes actores del ecosistema del emprendimiento, los cuales fueron: El profesional de capital inteligente de la Corporación Ruta N Medellín, el gerente de instrumentos financieros de la red de ángeles inversionistas Créame gestionada por Capitalia Colombia y el gerente general de la misma red.

#### **5. El caso Medellín**

Medellín es la capital del departamento de Antioquia y la segunda ciudad más importante del país. De acuerdo al Departamento Administrativo Nacional Estadístico (DANE), cuenta con 3.3 millones de habitantes que producen el 13% del Producto Interno Bruto (PIB). Su economía está representada el 24,1% por actividades de servicios financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios; el 16,3% industria manufacturera; el 15,3% comercio, reparación, restaurantes y hoteles y el 14,5% servicios sociales comunales y personales. El PIB per cápita para el departamento de Antioquia para el 2011 fue alrededor de 6.500 US (DANE, 2012). Según el Indicador Global de Competitividad del observatorio económico del Caribe (OEC) es considerada como la ciudad más competitiva del país a nivel económico, superando incluso a la capital Bogotá. El departamento de Antioquia ha demostrado grandes avances en los últimos

años, en el 2012 se ganó un reconocimiento como la ciudad más innovadora entregada en el *concurso City of the Year* organizado por The Wall Street Journal y Citigroup, de las 200 ciudades candidatas Medellín quedó como finalista al lado de New York y Tel Aviv. Adicional a esto, en el 2013 recibió un reconocimiento en el concurso The Business Destinations Travel Awards, organizado por la revista Business Destinations, en donde 550 compañías y empresarios la eligieron como el mejor destino de Suramérica para hacer negocios. La decisión principal de concentrar el análisis del mercado de capital de riesgo informal en esta región del país está basada en diversas características que hacen del departamento de Antioquia y específicamente de la ciudad de Medellín, una región con un entorno político e institucional particular en comparación con otras regiones y/o ciudades del país. Estas diferencias se concentran en su cultura empresarial, su desarrollo económico a lo largo de la historia y una fuerte cultura para emprender según el GEM (2010). Estudios sostienen que el hecho de que Antioquia posea un aislamiento geográfico en las montañas del interior del país, ha incidido fuertemente en su tradicionalismo y en sus rasgos culturales, clasificando a los antioqueños como sujetos con personalidad sagaz, de un individualismo enérgico, de un genio colonizador y muy vigorosos (Parsons, 1997). Esto también se ha visto reflejado en la historia, pues el departamento Antioqueño entre los años 1550 y 1810 era conocido por su aislamiento y pobreza hasta el punto de ser comparado con regiones africanas, sin embargo, tiempo después lo superó y pasó a ser la región más desarrollada del país, representando una porción elevada de la industria nacional. A este cambio y desarrollo social y departamental se le llamó la colonización antioqueña (Tirado, 1983). Así mismo, varios autores se han referido a la personalidad del Antioqueño y su pujanza empresarial, afirmando que: *“Con la colonización antioqueña surgió una nueva mentalidad y un grupo social emprendedor en el occidente colombiano,”* (Ocampo, 1990 p. 247). De la misma

forma, a lo largo del tiempo se han referido a los Antioqueños como un grupo cultural diferente al resto del país, tienen fama de emprendedores, individualistas y dinámicos (Sanclemente, 2010); comprobado no sólo porque de esta región provienen algunos de los más importantes grupos empresariales del país, sino por que constantemente están enfocados en el desarrollo del emprendimiento a gran escala, trabajando en un entorno político y fiscal amigable que fortalecen el desarrollo de este. Uno de los principales programas lanzados por la Alcaldía de Medellín en el plan de desarrollo 2004-2007, fue para el fomento de la cultura del emprendimiento (Cultura E). Dicho programa busca incentivar a los jóvenes de la ciudad para que creen sus propias empresas como una manera de desarrollo personal y de afrontar el desempleo, en donde, además de ir enfocado a un cambio en la cultura del empleo en las nuevas generaciones de trabajadores, estudiantes y jóvenes, la propuesta se desarrolla principalmente a través de un programa de concurso de planes de negocio. Este programa tiene como objetivo promover la cultura del emprendimiento aprovechando el conocimiento de las organizaciones locales y las universidades para la creación de negocios en sectores estratégicos que aumenten la competitividad regional. La ciudad de Medellín ha venido avanzando en los últimos años en emprendimiento hasta llegar a entender la importancia de la innovación en temas de competitividad nacional e internacional. Por esto, el gobierno local maduró y replanteó la idea de Cultura E, y como parte de su evolución creó una institución orientada a impulsar y fortalecer el ecosistema emprendedor de base tecnológica de la ciudad con la creación de Ruta N en noviembre de 2011. Esta nueva idea surgió como el centro de innovación y negocios del municipio de Medellín, creada para facilitar la evolución económica de la ciudad hacia negocios intensivos en ciencia, tecnología e innovación, de forma incluyente y sostenible. Su principal objetivo es posicionar a Medellín como la ciudad más innovadora de América Latina por medio

de sus cinco líneas estratégicas: cultura de innovación, internacionalización, acceso a mercados, acceso a capital y gestión de la innovación. Otro de los grandes ejemplos es el comité UEE (Universidad, Empresa, Estado) que es una alianza estratégica que facilita la unión de voluntades y conocimientos entre empresarios, directivos universitarios, gremios y gobiernos local y regional para la formulación de agendas de trabajo conjunto en temas de Investigación, Desarrollo e innovación (I+D+i), en busca de la productividad y competitividad de las empresas locales mediante el diálogo entre estos tres agentes de desarrollo, generando una visión mucho más holística y con un compromiso de las instituciones que más aportan al desarrollo y progreso departamental. Los esfuerzos para fomentar el emprendimiento en el departamento se han visto reflejados diversas iniciativas generando buenos resultados, pues el 90% de la población considera que la creación de empresas es una alternativa de carrera válida y al mismo tiempo el 71% considera que el empresario tiene estatus y respeto (GEM, 2010). Finalmente, analizando la actividad emprendedora en la ciudad de Medellín, encontramos que el 15,72% de la población adulta está involucrada en iniciativas emprendedoras con menos de 42 meses en funcionamiento. De esta cifra, el 8.41% son emprendedores nacientes (0-3 meses en funcionamiento) y el 7.43% son nuevos emprendedores (3-42 meses en funcionamiento) (GEM, 2010). Del total de emprendimientos desarrollados en Medellín, según datos brindados por la Facultad de Administración de la Universidad de los Andes, el 4% corresponde a emprendimientos de alto impacto, el 8% a emprendimientos dinámicos y el 88% a emprendimientos tradicionales. El emprendimiento de alto impacto (EAI) es un emprendimiento que crece rentable, rápida y sostenidamente que se ven representados en ventas superiores a 6.000 millones de pesos en una década, con un margen operativo del 10% y que cuentan con un promedio histórico del margen operativo superior al 7% (Comfecámaras, 2011).

## 5.1 Perfil del emprendedor antioqueño

Una de las cifras más importantes de este estudio realizado en la ciudad de Medellín, es que esta ciudad ocupa el primer lugar a nivel nacional en emprendedores nacientes (29,42%) y emprendedores nuevos (31,98%), además de esto, se realizó una identificación clara del perfil del emprendedor antioqueño según las características relevantes, las cuales se ven reflejadas en la tabla N. 1.

**Tabla N. 1: Características del emprendedor Antioqueño**

<b>Características del Emprededor Antioqueño</b>			
Clasificación para el emprendedor nuevo con una idea de negocio que tiene de 3 a 42 meses			
<b>Género</b>	El 50,25% son hombres y el 49,75% son mujeres	<b>Abandono de la actividad emprendedora</b>	Entre los 35 y 44 años se encuentra la tasa más alta de abandono (15,1%), mientras que la más baja se encuentra entre los 18 y 24 años(7%)
<b>Edad</b>	Se encuentra entre los 25 y 44 años, la edad promedio es 37 años	<b>Nivel de ingreso</b>	El nivel de ingreso depende de la necesidad para emprender, a mayor necesidad, menor es su ingreso. las personas que emprenden por oportunidad presentan ingresos superiores a los 7 SMLV mientras que las personas que emprenden por necesidad cuentan con ingresos iguales o inferiores a los 2SMLV.
<b>Motivación para emprender</b>	Su principal motivación es aumentar sus ingresos (46,38%)	<b>Tecnología usada por los emprendedores</b>	El 23,3% de los nuevos emprendedores en Medellín utilizan tecnología de punta y tienen el mayor porcentaje de los emprendedores innovadores en Colombia sobrepasando el promedio nacional con un 32%
<b>Nivel de estudios</b>	Posee estudios técnicos o superiores (45,82%) o ya terminó sus estudios secundarios (26,60%)	<b>Razones para emprender</b>	Empresario por oportunidad (61%) Su misión es encontrar las necesidades del mercado
<b>Sector económico</b>	El sector económico de los nuevos emprendedores son en su mayoría sectores de consumo y transformación	<b>Temor al fracaso</b>	En Medellín el 26,5% de los encuestados consideran que el miedo al fracaso los frenaría de las intenciones de crear una nueva empresa. Esta cifra está por debajo del promedio nacional (28%). Diferente al caso de las mujeres antioqueñas que representan el 39% en comparación con el 34,8% del promedio nacional

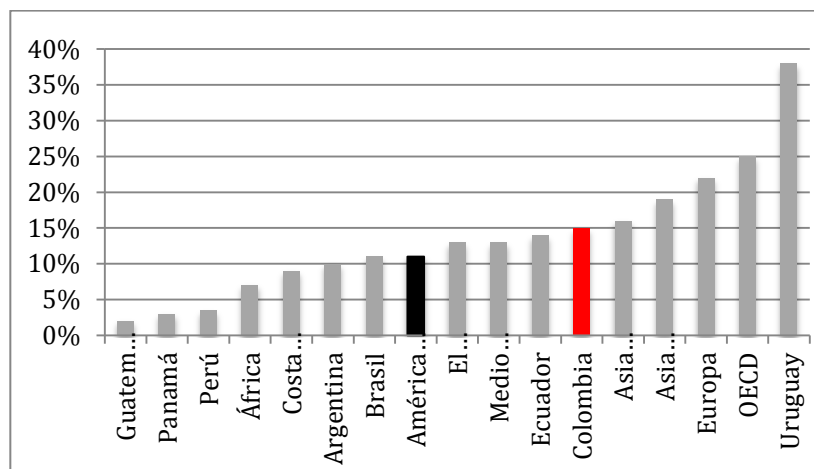
Fuente: Elaboración propia a partir del GEM Reporte Medellín (2010)

De los emprendedores nacientes en Medellín el 18,17% son hombres y el 13,38% son mujeres, esto se traduce en un TEA del 56,4% para hombres y 43,6% para mujeres, al igual que a nivel nacional e internacional, la tendencia de emprendedores hombres es género dominante dentro de esta actividad.

## **6. Las necesidades de capital y las brechas de financiación: financiación de emprendimientos en etapa temprana en Medellín**

De acuerdo a la OECD (2013), en América Latina persiste la brecha en cuanto al acceso, condiciones y costos de financiamiento entre las empresas obstaculizando el crecimiento principalmente de las pequeñas y medianas, algo bastante grave pues son estas las que poseen la mayor parte de las unidades productivas de la región. Según esta fuente, menos del 15% del crédito total de la región lo poseen las Pymes aunque estas son responsables cerca del 80% del empleo. En Colombia el panorama no es muy alentador. Según la Corporación Andina de Fomento (CAF), sólo entre el 13% y 19% de las empresas pequeñas en Colombia usan crédito bancario para financiarse. Estas empresas financian el 65% de su inversión y capital de trabajo con recursos propios lo que hace más difícil su consolidación. El principal indicador que muestra la evolución de la financiación bancaria de las pequeñas y medianas empresas es cartera Pyme/cartera total, que representa el porcentaje de créditos que van a la Pyme con respecto al total de los créditos otorgados durante un periodo de tiempo, resultados que ponen a Colombia muy cerca del promedio de Latinoamérica, pues está por debajo del 20% (OECD 2013). *Ver Figura N. 1*

**Figura N. 1: Cartera Pyme/ Cartera Total por países 2010**



Fuente: Adaptado de OECD (2013) Perspectivas económicas de América Latina 2013: Políticas de Pymes. Para Colombia, Asobancaria y SFC. Cálculo UFR.

En promedio, una empresa nueva en Colombia requiere un capital inicial de 15.000 USD (GEM, 2010), sin embargo, de acuerdo a Naranjo y Matiz (2011), el 81% de los emprendedores colombianos no cuentan con el capital necesario para crear empresa. Para tener un panorama más claro acerca de cuantas empresas están sufriendo las consecuencias de la dificultad de acceso al crédito en la región de estudio, tendremos en cuenta el análisis de densidad empresarial realizado por la cámara de comercio de Medellín (2011), el cual sostiene que de todas las empresas antioqueñas, las micro y pequeñas empresas representan el 97% de la estructura empresarial. *Ver Tabla N. 2*

**Tabla N.2: Densidad empresarial en Antioquia 2011**

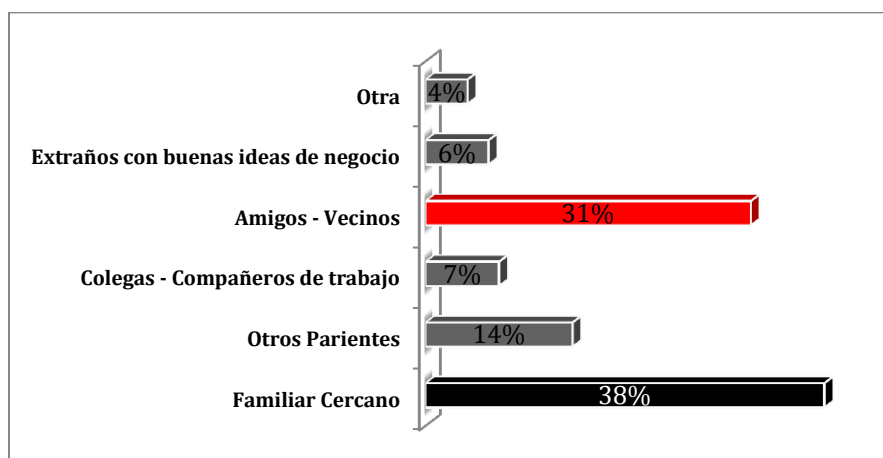
	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Valle de Aburrá	69.909	6.635	1.933	640	79.117
Bajo Cauca	1.809	35	11	2	1.857
Suroeste	4.760	49	6	5	4.820
Norte	3.133	54	11	0	3.198
Occidente	1.685	21	2	0	1.708
Oriente	8.887	291	87	31	9.296
Urabá	6.486	204	56	19	6.765
<b>TOTAL</b>	<b>96.669</b>	<b>7.289</b>	<b>2.106</b>	<b>697</b>	<b>106.761</b>

Fuente: Adaptado de Cámara de comercio de Medellín para Antioquia, Oriente antioqueño, Aburra sur y Urabá.

De acuerdo al GEM (2010), el capital semilla promedio de las nuevas empresas en Medellín es de \$11.500 USD y el 50% de los emprendedores inicia con \$3.500 USD o menos, lo que podríamos considerar como el monto de inversión de capital propio realizada por el emprendedor antes de recurrir a los amigos y familiares. Esto concuerda plenamente con el estudio de Botero et al. (2007) donde analiza el proceso de financiación de las empresas de base tecnológica en Antioquia y los principales métodos de financiación, encontrando que la mayoría de las empresas usan el capital propio en la etapa temprana y como segundo método de financiación se encuentra lo que consideramos como las 3Fs, es decir, la financiación por parte de amigos, familiares o conocidos que ingresan al negocio como inversionistas o acreedores de capital. Como tercera opción se encuentra los créditos por parte de entidades financieras y solo entonces aparecen los ángeles inversionistas como opción de financiación recurrida por los emprendedores. En Medellín el tema del conocimiento personal sigue siendo más importante que el potencial de crecimiento ofrecido por la inversión, pues los inversionistas antioqueños tienen una alta

preferencia a invertir en emprendimientos de familiares cercanos, amigos o vecinos, tal como muestra la siguiente figura (GEM, 2010).

**Figura N. 2: Relación para invertir de los inversionistas informales**



Fuente: Adaptado de GEM Colombia Reporte Anual Medellín, 2010. Encuesta de Población Adulta.

En la ciudad de Medellín el 90% de los inversionistas sostuvo que usualmente las inversiones las hacen en empresas creadas por familiares cercanos, amigos, vecinos o colegas y solo el 6% invierten en empresas creadas por extraños. Si construimos la brecha de financiación según la información obtenida, encontramos que si el capital necesario para iniciar un emprendimiento en Medellín es de 15.000 USD y el aporte de capital propio es de 3.500 USD, la necesidad faltante de financiamiento sería de 11.500 USD por proyecto, sin embargo, el dinero recibido por las 3Fs en promedio es de 1.000 USD (GEM, 2012) dando como resultado una brecha de financiamiento de 10.500 USD para la ciudad de Medellín. Estas cifras son bastantes realistas si comparamos con otros países Latinoamericanos como Chile, en donde el promedio de capital inicial para un negocio se ubica en 18.000 USD de los cuales, las 3Fs financian 4.200 USD y en caso de que

reciba un subsidio de capital semilla por parte del gobierno, el emprendedor podría beneficiarse con un monto máximo 2.000 USD dando como resultado una brecha de 11.800 USD (Romaní et al., 2013).

## **7. Redes de Ángeles inversionistas:**

El capital de riesgo informal, personificado en la figura de los ángeles inversionistas es una pieza fundamental en el apoyo a los emprendedores y la financiación de negocios en etapa temprana. Sin embargo, son individuos que mayoritariamente manejan sus inversiones de forma anónima, actúan discretamente (Ramadani, 2009) y se vuelven, en algunos casos, difíciles de identificar y contactarlos lo que resulta poco accesible para la mayoría de los emprendedores. 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. En LAC existen 21 redes activas mostrando un desarrollo más lento en comparación con otras regiones del mundo como Europa donde existen más de 390 y Estados Unidos cuya cifra está alrededor de 340 (FOMIN, 2012). Aún de acuerdo con el FOMIN, aunque la creación de redes ha sido baja en este continente, se han detectado cuatro tipos de impulsores para la creación de estas: instituciones del entorno emprendedor, empresas privadas, profesionales sensibles a la iniciativa emprendedora o inversión, e inversionistas activos. Actualmente en Colombia hay 9 redes de ángeles inversionistas, de las cuales 6 están en fase de pre operación y 3 están activas, es decir, ya realizaron operaciones de inversión y/o están en negociación. Las tres redes activas son: Red de Ángeles Inversionistas Creame (Capitalia Colombia), Red de Ángeles Inversionistas Bavaria y Red de Ángeles Inversionistas TIC Hubbog. Estas redes se constituyeron en el año

2010, tienen claro el enfoque, sectores de inversión y algunas cuentan con instituciones aliadas que apoyan de manera activa su operación (Ver Tabla N. 3).

**Tabla N. 3: Redes de Ángeles inversionistas en Colombia**

Características / Redes de Ángeles inversionistas	Creame	Bavaria	TIC HuBBog
Área geográfica de operación	Antioquia	Colombia	Colombia
Impulsores para la creación	Promovida por instituciones del ecosistema emprendedor	Promovida por instituciones del ecosistema emprendedor	Empresa privada
Año de fundación	2010	2010	2011
Sede Principal	Medellín	Bogotá	Bogotá
Sectores de inversión	Ciencias de la salud, biotecnología, medio ambiente, ingeniería aplicada, TICs, tecnología de alimentos. Con altos componentes de innovación y diferenciación	Todos los sectores	Empresas basadas en Internet y Tecnologías de Información.
# de miembros	20	33	8
Montos de inversión en USD	Desde 50.000 UDS hasta 400.000 USD	Desde 25.000 hasta 2 millones de dólares	Desde 20.000 USD hasta 500.000 USD
# de inversiones realizadas	11	1	6
# de desinversiones realizadas	0	0	1
Inversiones a la fecha en USD	1.650.000 USD	200.000 USD	3.500.000 USD
Instituciones Aliadas	BID-Fomin, Alcaldía de Medellín, Proantioquia, CREAME, Ruta N	Bavaria, SABMiller, BID, FOMIN, Compartamos con Colombia, Metrix Finanzas, Universidad del Norte, Impact A, Universidad de los Andes.	No tiene

Fuente: Adaptado de las redes de inversionistas ángeles en América Latina y el Caribe (2012).

(Actualizado basado en entrevistas personales para el caso de red de ángeles inversionistas Creame).

La red de ángeles inversionistas Creame fue la primera red formal en Colombia, es gestionada por Capitalia Colombia e inició su operación gracias al apoyo de Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), Creame incubadora de empresas, Proantioquia y la Alcaldía de Medellín. Esta red nace dentro del sistema de emprendimiento e innovación de Medellín para ser un mecanismo de apoyo a la movilización de recursos de capital de riesgo y oportunidades de inversión en etapa temprana, trabajando en una búsqueda constante de proyectos atractivos, diferenciados, escalables, sostenibles y rentables

para ofrecerlos a los ángeles afiliados a la red. De acuerdo a esta tabla, podemos observar que la red TICHubBog no tiene instituciones aliadas, esto es porque al ser una red de ángeles inversionistas privada tiene ánimo de lucro y por ende no cuenta con apoyo de otras entidades públicas para su funcionamiento.

### **7.1 Panorama actual de la red de ángeles inversionistas Creame:**

Aunque la red de ángeles inversionistas Creame inició operación gracias al apoyo del BID a través de fondos del FOMIN, su principal socio es Creame incubadora de empresas, entidad gubernamental creada por instituciones de orden académico y empresarial de Antioquia, por lo que el mandato estratégico de la red está enfocado en financiar emprendimientos locales (que estén ubicados en la ciudad de Medellín) que hayan sido incubados o acelerados previamente y se les ayude a vincularse a cualquier tipo de inversionistas o financiadores. Una de las primeras tareas con las que inició en el 2010 fue con el reclutamiento de ángeles inversionistas y para el 2011 ya se contaba con 400 candidatos los cuales se empezaron a sensibilizar y a clasificar de acuerdo a los perfiles, pues entre toda la oferta se encontraban inversionistas de otros niveles tales como corporativos, de títulos valores y casos de inversionistas que estaban dispuestos a aportar el dinero pero no la participación que se requiere y que caracteriza a un inversionista ángel. Como consecuencia, después de realizar toda la categorización se seleccionaron inicialmente 12 ángeles para la constitución de la red. Este número en el año 2014 ya ascendía alrededor de 20 inversionistas. Entre las principales cifras de esta red, encontramos que desde el inicio de sus operaciones la red ha recibido alrededor de 699 oportunidades de inversión y de cada 100 proyectos que reciben, los inversionistas han invertido en un 7,5% de ellos, tasa significativa si la comparamos con otras regiones del mundo como Europa en donde el promedio

general solo llega al 3,6%. En total, se han realizado 11 inversiones que han requerido 1,5 millones de dólares, con un ticket promedio de 150 mil dólares por inversión catalogándose como la red que más operaciones financieras ha realizado a nivel nacional desde el momento de su creación.

## **7.2 El desafío de sostenimiento de la Red de Ángeles Inversionistas Creame**

Para la sostenibilidad de la red, los ángeles inversionistas deben pagar una cuota anual la cual tiene un valor aproximado de 2.5 salarios mínimos legales vigentes (700 USD), a esto se le suma el 3% de comisión por cada inversión realizada en los proyectos presentados por la red. Sin embargo, al ser tan pocas las operaciones registradas durante sus 4 años de operación y con montos tan bajos, la red presenta un descalce financiero el cual ha sido suplido por entidades de fomento que soportan el sistema de emprendimiento en la región. Los dos primeros años 2011 y 2012 el BID a través de fondos destinados al FOMIN y a partir del 2013 y hasta la fecha Ruta N.

En otras regiones como Chile el panorama no difiere mucho de la situación de esta red, pues por medio de CORFO, programa de fomento a la innovación a través de programas para los emprendedores, y una iniciativa llamada “innova” han apoyado más de seis redes aportando el sostenimiento de estas por un periodo de 3 años, los cuales, según las condiciones iniciales podrían ser extendidos si las redes cumplen con los objetivos establecidos los cuales son medidos en cantidad de proyectos financiados (Romaní et. al 2013). Otra de las redes apoyadas fue la Red de ángeles inversionistas de Chile que fue soportada por el Banco Mundial, sin embargo, todas estas redes tuvieron la dificultad de consolidar un modelo de operación en donde pudieran ser auto sostenibles, y si a esto le suma la falta de cultura de capital de riesgo y los escasos incentivos por parte del gobierno para el fomento de las inversiones; las redes en Chile y en los

países latinoamericanos van evolucionando con menos dinamismo en comparación con países del primer mundo. En el caso de Medellín, actualmente Ruta N está financiando la red de ángeles inversionistas Creame con el objetivo de aunar esfuerzos para la disminución de la brecha de financiación, esta ayuda no solo se enfoca en apoyo económico sino que también trabajan conjuntamente para buscar la sostenibilidad a largo plazo por medio de estrategias que permitan su independencia y generen un mayor impacto en los temas de innovación para la región.

*“Nuestra labor no es invertir directamente en empresas, sino fomentar personas que sepan cómo invertir... la intención de nosotros no es necesariamente invertir, es de fomentar que existan este tipo de vehículos” Profesional de Capital Inteligente (Ruta N, 2014).*

## **8. Discusión y Conclusiones**

El presente trabajo buscó dar una explicación de la situación del mercado de capital de riesgo informal en la ciudad de Medellín, explorar el estado actual de la única red de ángeles inversionistas y conocer las acciones de fomento a la financiación del emprendimiento en etapa temprana. Se encontró que no solo en Medellín sino también en Colombia la inversión ángel todavía se encuentra en etapa de desarrollo, viéndose reflejado en la cantidad de redes locales creadas en comparación con otros países latinoamericanos como México o Chile en donde el número de redes es más significativo, además poseen más experiencia en cuanto a tiempo de operación e inversiones realizadas. Dentro del proceso exploratorio en Medellín y gracias a las entrevistas personales con los diferentes actores, se percibe la similitud en cuanto a las visualizaciones de dos actores importantes del entorno emprendedor en Latinoamérica: por un lado, la percepción del emprendedor que acusa la falta de inversionistas y métodos de financiación, y de otro lado la percepción del inversionista que argumenta su poca inversión en la

falta de ofertas atractivas y en la baja calidad de los proyectos. En el caso de Antioquia, la red de ángeles inversionistas que se encuentra activa y la institución pública que la soporta, tienen muy claros los desafíos a los que actualmente se están enfrentando. El primero es el tema de la sostenibilidad ya que los ingresos percibidos por los servicios prestados por la red no alcanzan a cubrir los gastos operacionales de la misma. El segundo es la rentabilidad, pues la red no sólo debe ser sostenible si no que debe generar valor para los asociados y en esta medida crecer para aumentar su cobertura y proyectos apalancados en la región. Estos retos se pueden superar estimulando las inversiones, ya que a mayor monto transado más grande es la comisión que recibe la red. Una de las necesidades encontradas en el presente estudio, es que las redes reestructuren su portafolio de servicios, es decir, la red puede percibir más ingresos si responde a las necesidades actuales del mercado por medio de clases, asesorías y servicios que soporten a inversionistas y emprendedores en pro de fomentar más el mercado de capital informal. Por ejemplo, por el lado de los inversionistas podrían tener en cuenta convenciones internacionales para mejorar las prácticas inversoras o contar con opiniones de otros expertos para sus propias negociaciones y desde el punto de vista del emprendedor se podrían ofrecer cursos orientados a estructuraciones financieras de proyectos y entrenamientos para la exposición de la propuesta de inversión. Esto dará como resultado que las redes muten hacia las llamadas redes de segunda generación y evolucionen, generando un aporte colectivo para el entorno del emprendimiento en el departamento y en la ciudad de Medellín. Entre las implicaciones en temas de política pública se resalta la falta de incentivos tributarios por parte del gobierno para volver más atractivas las inversiones para los ángeles inversionistas y adicionalmente para atraer más capital enfocado a emprendimiento de alto impacto. Dada esta situación sería bueno que los emprendedores contaran con una reducción de impuestos y percibir beneficios fiscales que faciliten la creación

de empresas nuevas. En Antioquia, a ejemplo de Colombia, la falta de participación activa de la academia en el proceso de consolidación del mercado de capital de riesgo informal es notoria. Es decir, el desarrollo de este mercado debe contar con la participación de las universidades, quienes pueden aportar estudios de mercados, redes de contactos, cursos de formación a inversionistas y emprendedores y participar en la evaluación de las oportunidades de inversión. Esta puede ser catalogada como una de las grandes diferencias con respecto al mercado ángel en Europa donde las principales redes de inversionistas emergen en reconocidas escuelas de negocios donde empiezan a ofertarse cursos de formación específicos para la inversión ángel (San José et al., 2005), o aún con respecto al caso Chileno, quienes en su experiencia las universidades han jugado un papel crucial en la conformación de las redes de ángeles desde el momento de su origen (Romaní et. al; 2009).

Entre las principales limitaciones del estudio se encuentran que sólo se entrevistó una red de ángeles inversionistas, precisamente por ser la única red activa en Antioquia en el momento del estudio. Sin embargo, es la principal red de ángeles a nivel de Colombia y recientemente reconocida por el BID como la segunda red más dinámica de Latinoamérica. Entre las líneas futuras de investigación es importante empezar a identificar el perfil de inversionista Antioqueño y Colombiano, ya que diversas fuentes importantes como el Global Entrepreneurship Monitor enfocan sus estudios en la caracterización del emprendedor más no del inversionista, lo que hace difícil la personalización y conocimiento de sus líneas de actuación y demás cualidades que podrían ayudar en el proceso de inversión al emprendedor. Adicionalmente, sería interesante encontrar estudios que evidencien la efectividad del soporte del gobierno público en aras de la implementación de proyectos y legislación que sean adaptables a la ciudad y que entreguen mayor dinamismo al mercado. Finalmente, se podría analizar los campos de acción de las

universidades para la contribución al desarrollo del capital de riesgo informal, realizando una comparación con otros países y evaluar diversas prácticas que se puedan adaptar al mercado colombiano.

## Referencias

1. Ahlstrom, Bruton y Chan. (2000). Venture Capital in China: Ground – Level Challenges for high technology investing. *The Journal of private equity*. 45-54.
2. Asobancaria (2008). XX Simposio de Mercado de capitales. *Semana económica boletín* N. 655. Recuperado de: <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/752078.PDF>
3. Banco Mundial (2008) *Colombia Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas (Pyme)*. Unidad de Gestión para México y Colombia Oficina Regional para Latinoamérica y el Caribe Banco Mundial. Informe No. 41610-CO
4. Botero, Sergio; López, Diego; Martínez, William (2007). Estudio del proceso de financiación de las Pymes en la incubadora de empresas de base tecnológica en Antioquia. Recuperado de: <http://www.scielo.org.co/pdf/dyna/v74n152/a04v74n152.pdf>
5. Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia. *Empresas sólidas, base de crecimiento sostenible*. (2011). Recuperado de: [http://www.camaramedellin.com.co/site/Portals/0/Documentos/2011/anif\\_18\\_mayo2011.pdf](http://www.camaramedellin.com.co/site/Portals/0/Documentos/2011/anif_18_mayo2011.pdf)
6. Confecámaras (Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio) (2011). *The Breakthrough: Escalando el emprendimiento en Colombia*. Confecámaras, Cartagena, Colombia. Recuperado de: [http://www.confecamaras.org.co/Documentos/Asambleas/Memorias\\_asamblea\\_48/7V\\_Estudio\\_Escalando\\_el\\_Emprendimiento\\_en\\_Colombia.pdf](http://www.confecamaras.org.co/Documentos/Asambleas/Memorias_asamblea_48/7V_Estudio_Escalando_el_Emprendimiento_en_Colombia.pdf). Accessed June 13, 2014.
7. Corporación Andina de Fomento (2011). *Servicios financieros para el desarrollo: promoviendo el acceso en américa latina*. Recuperado de: <http://www.caf.com/media/3895/RED2011.pdf>
8. Departamento Administrativo Nacional de Estadística DANE (2012). *Cuentas Departamentales – Base 2005*. Boletín de prensa. Recuperado de:

[http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/pib/departamentales/B\\_2005/Resultados\\_2011.pdf](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/pib/departamentales/B_2005/Resultados_2011.pdf)

9. Fondo Multilateral de inversiones, Miembro del grupo BID. *Las redes de inversionistas ángeles en América Latina y el Caribe*. (2013).
10. Gaston, R. J. (1989). The scale of informal capital markets. *Small Business Economics*, 1, 223-230.
11. Global Entrepreneurship Monitor – GEM (2010) Reporte Medellín
12. Global Entrepreneurship Monitor – GEM (2012) Reporte Nacional Colombia.
13. Global Entrepreneurship Monitor – GEM.(2011- 2012). Informe Colombia.
14. Haar, N. E., Starr, J., & MacMillan, I. C. (1989). Informal risk capital investors: investment patterns on the East Coast of the USA. *Journal of Business Venturing*, 3, 11-29.
15. Hindle, K. & Lee, L. (2002).An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 168-182.
16. Hindle, K. y Wenban, R. (1999).“Australia’s informal venture capitalist: an exploratory profile” *Venture Capital*, Vol. 1, pp. 169-186.
17. Jacobsohn, G., & Cochello, A. (2002). Inversores ángeles en Argentina: Agentes estratégicos en las primeras etapas del mercado de capital de riesgo en economías emergentes. *International Development Research Center - Canada*.
18. Jacobsohn, H. G. (2012). Ángeles inversores: un estudio de casos en Argentina. *Trabajo de Investigación, International Doctorate Programme in Entrepreneurship and Management. Universidad Autónoma de Barcelona*.
19. Kantis, H. (2011). “Una mirada global al mundo de los ángeles inversionistas”. Ponencia presentada en el Primer encuentro latinoamericano de redes de ángeles inversionistas: compartiendo experiencias, Medellín, Colombia.
20. Kutsuna, K. & Harad, N. (2004). Small business owner-managers as latent informal investors in Japan: evidence from a country with a bank-based financial system. *Venture Capital*, 6, 283-311.

21. Martins, I.; Rialp A.: "Entrepreneurial orientation, environmental hostility and SME profitability: a contingency approach", *Cuadernos de Gestión* Vol. 13 - N.º 2 (Año 2013), pp. 67-88.
22. Martins. I. (2013). Informal venture capital funding new entrepreneurial activities: A call to the academic forum in Latin America. *XLVIII Congreso Anual CLADEA*, October, 20th to 22th. Rio de Janeiro, Brazil.
23. Mason, C. M. and Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14(3): 271-288.
24. Masson (2006). Informal sources of venture finance. *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*. Volume 3. International Handbook on Entrepreneurship.
25. Masson y Harrison (1996). *Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector?* *Small Business Economics* 9: 111–123, 1997.
26. Masson y Harrison (2000). The size of the informal venture capital market in the United Kingdom. *Small Business economics* 15. 137- 148
27. Naranjo, G. F., Matíz B, F. J., (2011). La financiación de nuevas empresas en Colombia una mirada desde la demanda. *Revista EAN*, 70, 118-131.
28. Ministerio de comercio industria y turismo. *Catálogo de redes de ángeles inversionistas*. (2011). Recuperado de: <http://es.scribd.com/doc/90845069/Catalogo-de-redes-de-angeles-inversionistas>
29. Ocampo, J. (1990). *Historia básica de Colombia*. Bogotá, Colombia: Plaza & Janes
30. OCDE. *Estudios económicos. Colombia- Evaluación económica*. (2013). Recuperado de: [http://www.oecd.org/eco/surveys/Colombia\\_Overview\\_ESP%20NEW.pdf](http://www.oecd.org/eco/surveys/Colombia_Overview_ESP%20NEW.pdf)
31. OCDE. *Perspectivas económicas de América Latina 2013: Políticas de Pymes para el cambio estructural*. (2013). Recuperado de: [www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/development/perspectivas-economicas-de-america-latina-2013/financiamiento-de-pymes-en-america-latina\\_leo-2013-7-es#page33](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/development/perspectivas-economicas-de-america-latina-2013/financiamiento-de-pymes-en-america-latina_leo-2013-7-es#page33)
32. Parsons, J. (1997). *La colonización antioqueña en el occidente de Colombia*. Bogotá, Colombia: Banco de la República/El Ancora Editores.

33. Prowse (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* 22 (1998) 785 – 792
34. Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18, 249-258.
35. Rodríguez, A. G., (2003). La realidad de la Pyme colombiana. *FUNDES Internacional*.
36. Romani, G, Atienza, M., (2006). Financing SME innovation: Venture Capital and other practices in Latin America and Europe. *Int. J. Entrepreneurship and Innovation Management*, Vol. 6, Nos. 4/5, 2006 P. 283- 302.
37. Romani, G. Atienza, M y Amorós, J. (2013). The development of business angel networks in Latin American countries: the case of Chile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance. Antofagasta, Chile*
38. Romani, G., Atienza, M., & Amorós, J. E. (2008). Formal and informal equity funding in Chile, Capital de riesgo formal e informal y el financiamiento de las 3Fs en Chile. *Estudios de economía. Vol. 35 N 2, Diciembre 2008 páginas 179-194.*
39. Romani, G., Atienza, M., & Amorós, J. E. (2009). Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs. *Venture Capital*, 11, 55-70.
40. Romani, G., Atienza, M., & Amorós, J. E. (2012). Informal investors in Chile: An exploratory study from a gender perspective. *Journal of Business Economics and Management*, Vol 13(1): 111–131
41. Romani, G., Atienza, M., & Amorós, J. E. (2013). The development of business angel networks in Latin American countries: the case of Chile. *Venture Capital*, (ahead-of-print), 1-19.
42. Sanclemente Telléz, Juan Carlos (2010). La Colonización Antioqueña, el emprendimiento y su aporte a la competitividad regional y nacional. *Estudios Gerenciales*, 26(114), 119-147.
43. San José, A., Roure, J., y Aernoudt, R. (2005),“Business angel academies: Unleashing the potential for business angel investment” *Venture capital*, Vol. 7, pp. 149-165.

44. The World Bank (2009), *Doing Business 2008: comparing regulation in 178 economies*, (Washington, D.C.: The World Bank)
45. The World Bank (2013), *Doing Business 2013: Regulaciones inteligentes para las pequeñas y medianas empresas*. Edición 10. (Washington, D.C.: The World Bank)
46. Tirado, A. (1983). *Introducción a la historia económica de Colombia*. Bogotá, Colombia: El Áncora.
47. Universidad de Glasgow. *Business Angels*.  
<http://www.gla.ac.uk/schools/business/staff/colinmason/colinmasonbusinessangelresearch/#d.en.282111>
48. Wetzel, W. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24, 23-34.
49. Yasuhisa Tashiro (1999): Business angels in Japan, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:3, 259-273
50. Zuluaga, B.; Mejia A.; (2010). Aspectos conceptuales y empíricos de la financiación de nuevas empresas en Colombia. *Cuadernos de administración universidad del Valle* N. 43 , pp 81-98.