

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Negocios y Administración Pública

MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS

TRABAJO
FINAL DE MAESTRÍA

Fuentes de financiamiento para startups

AUTOR: FIONA FITZPATRICK
TUTOR: SERGIO OLIVO

AGOSTO 2021

Resumen del Proyecto

El presente trabajo tiene como objetivo desarrollar las distintas fuentes de financiación que están disponibles actualmente en 2021 para los startups en Argentina y encontrar si estas fuentes de financiación ayudan al desarrollo y crecimiento de los mismos. Para lograr dicho objetivo se analiza las fuentes hoy vigentes y cómo fue su evolución entre los años 2016 hasta 2020. Resulta relevante tomar este horizonte de tiempo ya que hubo variables del tipo económicas y políticas, que produjeron un cambio en la apertura al financiamiento.

El análisis se centraliza en startups que según su origen y denominación están relacionados en algún aspecto a la tecnología por estar vinculadas fuertemente con internet o tecnologías de la comunicación. Es pertinente dicho análisis ya que las empresas más valoradas en la bolsa hoy en día surgieron como startups, y muchas de ellas se desarrollan en el rubro tecnológico. Tienen un crecimiento acelerado poco común si se las compara con empresas más tradicionales o de otros rubros. Es por ello que se busca investigar qué relación existe entre este crecimiento y las fuentes de financiamiento que toman.

El trabajo cuenta con informes, estudios y publicaciones de las fuentes disponibles para startups, sobre la influencia que tienen para desarrollar a estas pequeñas empresas y también en una recolección de 12 respuestas a una encuesta de elaboración propia, realizada a emprendedores que logran aportar más información sobre el desarrollo de sus startups. Se buscará abordar logros, fracasos y asignaturas pendientes que surgen a partir de experiencias concretas para desarrollar a los startups en nuestro país.

Al estar centrado en la Argentina se puede analizar los puntos a favor que se tiene para emprender, y los puntos en contra. Es un contexto bastante particular en comparación con el resto de los países de la región por lo cual también resultó desafiador encontrar información al respecto.

Palabras clave: Venture Capital, Entrepreneurship, Startups,

Índice

1. Introducción	7
2. Planteamiento del tema	8
3. Marco teórico	9
3.1. ¿Qué es un startup?	9
3.2. Tecnologías Emergentes y Modernas	10
3.3. Gestión del riesgo	11
3.4. Etapas de desarrollo de Startups y su financiamiento.....	13
3.4.1. Capital semilla	13
3.4.2. Financiamiento de primera etapa.....	13
3.4.3. Financiamiento de segunda etapa	14
3.4.4. Financiamiento de etapas posteriores.....	14
3.5. Políticas para facilitar el financiamiento de startups	16
4. Metodología	19
5. Ecosistema Argentino para startups	21
5.1. Marco Legal	21
5.2. Ecosistema para startups de la región	26
6. Fuentes de financiamiento en Argentina	31
6.1. Capital por tipo de inversor.....	31
6.1.1. Capital Semilla	31
6.1.2. Inversores ángeles	32
6.1.3. Crowdfunding	35
6.1.4. Capital Privado.....	36
6.1.5. Corporate Venture Capital.....	37
6.2. La estrategia de salida en Argentina	39
6.3. El clima de inversión en Argentina.....	40
7. Impacto de startups en el crecimiento económico	42
7.1. Crecimiento de Argentina	42
7.2. Inversión en startups y crecimiento	44
8. Casos de startups en Argentina	49
9. Conclusiones	57
10. BIBLIOGRAFÍA	60
11. Anexos	63
11.1. Anexo 1. Encuesta a emprendedores.....	63
11.2. Anexo 2. Respuesta por emprendedor.....	66

Índice de gráficos

Gráfico 1: Tipo de emprendimientos financiados por el fondo aceleración.....	23
Gráfico 2: Scorecard por país del ecosistema para fuentes de financiamiento	24
Gráfico 3: Montos de transacciones en USD Millones de Capital Semilla.....	31
Gráfico 4: Montos de transacciones en USD Millones de Capital Semilla.	32
Gráfico 5: Las 5 industrias más comunes para los inversores ángeles.....	33
Gráfico 6: Primer acercamiento a la actividad de inversión ángel	34
Gráfico 8: Sectores de Startups buscados en Argentina	39
Gráfico 9: Actividad que se busca desarrollar con Startup en Argentina.....	39
Gráfico 10: PIB per cápita en dólares en 2010	42
Gráfico 11: Inflación histórica Argentina, Brasil y Chile	43
Gráfico 12: Deuda del Gobierno de Argentina como porcentaje del PIB	44
Gráfico 13: Monto anual de transacciones en USD millones. Capital Semilla, Emprendedor y Privado.....	45
Gráfico 14: Monto anual de transacciones en USD millones. Capital Semilla y Emprendedor	45
Gráfico 15: PIB Argentina, PPP a precios de 2017	46
Gráfico 16: Cruce entre PIB y Capital Privado	47
Gráfico 17: Cruce entre PIB y Capital Privado Rezagado	47
Gráfico 18: Cruce entre PIB y Capital de Riesgo.....	48
Gráfico 19: Cruce entre PIB y Capital de Riesgo rezagado	48
Gráfico 20: Industrias de los startups entrevistados	49
Gráfico 21: Cargo de emprendedores entrevistados.....	50
Gráfico 22: Decisión de emprender de los encuestados	50
Gráfico 23: Diferencial innovador de startups encuestados	51
Gráfico 24: Modelo de negocio de startups encuestados	51
Gráfico 25: Fuente de financiamiento en el primer año del startup encuestados	52
Gráfico 26: Fuente de financiamiento después del primer año del startup encuestados	53
Gráfico 27: Monto de financiamiento tomado después del primer año del startup encuestados.....	53
Gráfico 28: Break- even de stratup encuestados	54
Gráfico 29: Resultado del financiamiento tomado por emprendedores encuestados	54
Gráfico 30: Razón por la cual se decidió emprender en Argentina por emprendedores encuestados.....	55
Gráfico 31: Factores positivos de emprender en Argentina por emprendedores encuestados	55
Gráfico 32: Factores negativos de emprender en Argentina por emprendedores encuestados	56
Gráfico 33: Ley de emprendedores – repercusión sobre emprendedores encuestados	56

Índice de Figuras

Figura 1: Fuente de financiamiento según estadio	15
Figura 2: Características de empresas SAS	22
Figura 3: Evolución de Capital de Mercado de empresas digitales públicamente enlistadas y compañías tradicionales de Latinoamérica desde 2010 hasta 2020	27
Figura 4: Distribución de Ecosistema para startups de la región	28

Índice de tablas

Tabla 1: Diferencia entre tecnologías modernas y emergentes.	10
Tabla 2: Características de Empresas por Etapa de Madurez.....	15
Tabla 3: Indicadores económicos del ambiente de negocios de Argentina.....	41

1. Introducción

‘Startups’ se refiere a empresas en las primeras etapas de operación. Por sus características propias, estas empresas tienen por una parte altos costos, y por otra, ingresos limitados, por ello los empresarios de startups buscan el financiamiento de diversas fuentes ya que las convencionales por lo general no suelen estar disponibles para este tipo de empresas por el riesgo que poseen.

Muchos startups suelen quebrar en los primeros años, es por eso que son años críticos y deben encontrar una fuente de financiamiento, crear un modelo de negocios y un plan de negocios sólido para llegar a desarrollarse como empresas maduras exitosas. Muchas de las empresas más exitosas de hoy en día tuvieron sus inicios como startups, por ejemplo Google, Facebook, Uber, entre otras. Es por ello que resulta pertinente estudiar las formas de financiación que existen para startups, ya que deben ser flexibles a sus necesidades y manejar un ritmo distinto al que se está acostumbrado con empresas más convencionales, ya que, si la idea es buena, las empresas crecen con una aceleración disruptiva. Es además una temática novedosa y con constante actualización.

En Argentina existen condiciones favorables para los startups y también existen muchas oportunidades de mejoras. La Ley de Emprendedores de 2017 destaca como una contribución importante para el entorno de capital de riesgo y fondeo de startups. Esta ley permite al gobierno federal actuar como un socio en sociedades de capital de riesgo y aceleradora. Por su parte, el régimen fiscal en Argentina establece un entorno de altos impuestos para capital de riesgo, sin embargo, hay algunos aspectos positivos. La Ley de Emprendedores permite deducir hasta el 75% de la inversión para ciertas inversiones de capital de riesgo mientras que la tasa general corporativa y ganancias de capital es de 35 %. Por otra parte, Argentina tiene mercados de capital menos desarrollados que sus vecinos. Esto afecta directamente a la estrategia de salida por parte de la empresa financiadora lo cual reduce las opciones de salida y la ruta más factible para la salida es mediante compradores estratégicos. Por lo que respecta al sistema judicial, los inversionistas extranjeros prefieren arbitraje privado e internacional debido a las largas demoras de la justicia argentina. Finalmente, la percepción de corrupción es un reto para Argentina a pesar de reformas al sistema judicial y reformas administrativas.

A pesar de los retos que aún enfrenta el ecosistema para el financiamiento de startups en la economía argentina, desde el 2016 el capital de riesgo para financiamiento de startups ha comenzado a crecer. Uno de los objetivos del siguiente trabajo será entonces poder investigar si este crecimiento de financiamiento contribuye positivamente a variables económicas tal como el PIB.

El trabajo procede con una revisión de la literatura, en particular revisa conceptos básicos relacionados a startups y sus fuentes de financiamiento. Luego se prosigue con una investigación del contexto argentino para startups y también se desarrolla el contexto de los países de la región con los cuales también se lo compara. Se prosigue con un apartado sobre las fuentes de financiamiento disponibles para startups en Argentina. Aquí se revisa su evolución y características particulares. El capítulo 7 busca una correlación entre datos económicos como el PIB y fuentes de financiamiento de Argentina. Si bien no se llega a una conclusión concreta resulta interesante cruzar estos datos. En el capítulo 9 se exponen los

resultados de una encuesta a emprendedores argentinos para lograr relacionarlo al trabajo de investigación. Finalmente en la sección 10 se concluye.

2. Planteamiento del tema

En los últimos años ha crecido el surgimiento de pequeñas empresas a las cuales llamamos startups. Estos aportan un gran valor a la economía ya que generan más trabajo y aportan conocimientos nuevos. Se ha creado una ley que es la 27.349, aprobada en el 2017, que tiene como objetivo apoyar la actividad emprendedora del país. Según Casson y Wadeson (2007), la etapa más difícil para un startup es lograr entrar al mercado. Para ello necesita de financiamiento, que, al ser un emprendimiento, tiene un alto riesgo de no subsistir.

La hipótesis que quiere ser planteada es ¿Cómo influye el financiamiento en el crecimiento acelerado de los startups? Para ello se analizará los startups en Argentina y las fuentes disponibles para prestarles dinero.

Como objetivo general del presente trabajo se busca describir y analizar el rol de las distintas fuentes de financiamiento actualmente disponibles para el desarrollo de los startups en la Argentina en el año 2021 y como estas influyen al crecimiento acelerado de los mismos, o por si el contrario, provocan un endeudamiento que termina por acabarlos.

También se busca analizar el desarrollo y evolución de las fuentes de financiamiento de los startups en Argentina en el período 2015-2020. Analizar el lugar que cumple la tecnología en los startups para el otorgamiento financiero y en relación a un crecimiento acelerado que permitirá repagar la financiación. Indagar los beneficios y desventajas conceptuales de cada una de las fuentes de financiamiento.

3. Marco teórico

3.1. ¿Qué es un startup?

Para empezar, es necesario primero definir que es un startup; Según Martínez (2016) un startup es una idea que puede convertirse en un negocio. El origen de esta palabra fue por primera vez utilizada en 1976 por la revista Forbes “El ... negocio pasado de moda de invertir en startups en el campo de procesamiento electrónico de datos”. Si igualmente, vamos años más atrás, en verdad el término “entrepreneur” era el que se utilizaba y fue escrito por primera vez por el economista Richard Cantillon (1755) para referirse a un empleador o persona de negocios, que toma un riesgo para producir un bien a un costo y lo vende a otro precio. Podemos deducir entonces que emprendedores hubo siempre, pero que el término startup es el usado en la época moderna para referirse a proyectos más relacionados con la tecnología.

Muchos confunden definiendo un startup como una pequeña empresa que está comenzando a crecer aceleradamente, pero en realidad no es solo eso. Todo comienza con la posibilidad de que una idea logre crecer y luego convertirse en una empresa. Es necesario primero detectar un problema o una necesidad que aún no está siendo atendida. Luego viene la idea donde se crea un producto o servicio que pueda solucionar ese problema. Es aquí cuando tenemos que entonces relacionar los startups a los emprendedores. Y, ¿qué es un emprendedor? Un emprendedor es alguien que crea un proyecto que genera impacto social y/o económico. Es el corazón de un negocio, el alma de una necesidad que busca una solución. El emprendedor crea un producto que soluciona el problema primariamente identificado. Hay dos tipos de idea; una idea puede ser innovadora, si mejora un sistema ya existente, o puede ser una idea disruptiva, cuando se cambia completamente el sistema que ya existe. Una vez llegado a este punto, es momento de probar el producto. Es muy normal que el producto tenga que volver hacerse, mejorando según las evaluaciones que van dando los clientes, esto retroalimenta el ciclo del producto. Ahora si todo va bien, y se empiezan a recibir pedidos de este producto, ya podemos entonces ir hablando de que el startup va a ir empezando a convertirse en una pequeña empresa.

Una de las principales características de los startups es que tienen una gran habilidad de utilizar la tecnología. Gracias a esta es que obtienen la segunda característica que es la de un acelerado crecimiento. Lo que permite en sí la tecnología, es brindar información de forma más rápida y accesible. Es lo que entonces genera que en los últimos 20 años se hayan creado las empresas más importantes que surgieron como un startup. Es como podemos entonces diferenciar un startup de una PYME, ya que logran convertirse en una gran empresa en muy poco tiempo.

Startups entonces se refiere a empresas en las primeras etapas de operaciones. Por sus características propias, estas empresas tienen por una parte altos costos, y por otra, ingresos limitados, por ello los empresarios de startups buscan el financiamiento de diversas fuentes: capital propio, préstamos o mediante financiadoras de capital de riesgo.

Por ejemplo, durante los inicios del desarrollo del internet en la década de 1990, surgieron muchos startups cuyo negocio se relacionaba con esta tecnología. A la par surgió un apetito fuerte por parte de empresas de capital de riesgo para el financiamiento de esos

startups llamadas empresas “punto-com”, ya que el internet ofrecía muchas posibilidades de negocio aún no explotadas. En el 2001 el mercado decidió que muchas de las empresas punto-com ya no eran una buena inversión y el retiro del financiamiento a esas empresas dio origen a la crisis de 2001 en Estados Unidos y varias partes del mundo.

3.2. Tecnologías Emergentes y Modernas

Teniendo en cuenta que la tecnología es uno de los rubros más usuales en el cual se desarrollan los startups es necesario entonces señalar la diferencia entre tecnologías modernas y emergentes.

Tecnologías emergentes según Day et al. (2001), son innovaciones basadas en la ciencia, que tienen el potencial de crear una nueva industria o transformar una ya existente. Estas incluyen tecnologías discontinuas derivadas de innovaciones radicales. Ahora bien, es necesario entonces ahondar un poco más en tecnología. Se utiliza el término tecnología para referirse al proceso de transformar conocimiento básico en aplicaciones útiles. Es una serie de disciplinas basadas en las destrezas que son aplicadas para un producto o mercado particular. La tecnología puede concentrarse desde un componente hasta un producto o industria entera. Entonces, tecnologías emergentes son aquella donde, el conocimiento se expande, la aplicación a mercados existentes está conllevando innovación, o, están surgiendo nuevos mercados.

Según los autores es entonces importante distinguir entre tecnologías modernas y emergentes. La diferencia radica en la ambigüedad e incertidumbre que hay en tecnología, infraestructura, clientes, e industria en tecnologías emergentes, mientras estas están bien definidas en las tecnologías modernas. Esta diferencia es la que implica que haya nuevas habilidades y maneras de pensar, para poder hacerles frente y eventualmente prevalecer en el mercado haciendo uso de las tecnologías emergentes.

Tabla 1: Diferencia entre tecnologías modernas y emergentes. Fuente: *Gerencia de las Tecnologías Emergentes*.

Criterios	Modernas	Emergentes
Tecnología		
Ciencia básica y aplicaciones	Afianzadas	Inciertas
Estructuras o reglas	En Evolución	Emergentes
Funciones o beneficios	En Evolución	Desconocidos
Infraestructura:		
Valor de la red de proveedores	Afianzado	En formación
Regulaciones/Normas	Afianzadas	Emergentes
Mercados / Clientes		
Uso de los modelos/conductas	Bien definidos	En formación
Conocimiento del mercado	Exhaustivo	Especulativo
Industria		
Estructura	Afianzada	Incipiente
Competidores	Bien Conocidos	Nuevos Jugadores
Reglas del Juego	Conocidas	Emergentes

Una vez que se haya distinguido entre estas dos tecnologías, los autores afirman que, para tener éxito en las tecnologías emergentes, las empresas deben superar tres grandes desafíos. El primero es lidiar con la gran incertidumbre y complejidad, lo que dificultará poder predecir el futuro, dado que es algo nuevo. Esto entonces fomenta al análisis y construcción de diversos escenarios para poder asimilar la nueva tecnología. En segundo lugar, hay que mantenerse al día con la rápida aceleración de las tecnologías emergentes. La innovación tiene un alto grado de rapidez en el que suceden y si uno no puede mantenerse con dicha rapidez, queda fuera del juego. El tercer desafío propuesto por los autores es el de desarrollar nuevas competencias. Adaptarse a las tecnologías emergentes requiere el adquirir nuevas destrezas para poder sumergirse en ellas. Para ser más específicos en cuales son estas nuevas competencias hay que tener en claro en que industria estamos hablando.

Habiendo entonces descripto los tres pilares para la asimilación de las tecnologías emergentes, las empresas deben entonces plantearse la incorporación de ellas como un elemento estratégico para su futuro, logrando innovar para poder tener el liderazgo en cada uno de sus sectores. Tener esto en claro desde el comienzo de un startup puede brindar una diferencia competitiva entre empresas del mismo sector, lo cual la distinguirá por ser un startup.

3.3. Gestión del riesgo

Una de las características que determinan el concepto de un startup, es el de riesgo. Los emprendimientos tienen un gran nivel de riesgo, y es esto lo que generalmente puede llegar a ser un punto negativo y generar que no triunfen.

Según Tunguz (2019), alguno de los tipos de riesgo negativos que enfrentan los startups son, fracasar en no conseguir el suficiente financiamiento para el desarrollo del emprendimiento, mala estimación del tamaño del mercado que abarcara el producto o servicio, contratar las personas incorrectas, tratar de crecer muy rápido o muy despacio, entre otras.

Vemos que este tipo de riesgos son producto de la falta de conocimiento y experiencia en el rubro, algo que es natural de una pequeña empresa que recién empieza. Pero lo que más conlleva el riesgo es que los startups buscan innovar, lo que significa, que se emergen a lo desconocido y por lo tanto tienen un riesgo de fracasar más alto.

El proceso de gestión de riesgo que un startup debería tomar según Chapman (2011) sugiere que se empiece por una identificación del riesgo, luego se pase a una priorización, en tercer lugar, se trate de mitigar el riesgo, y por último se llegue a la prevención del riesgo. Explica que el riesgo es algo intrínseco de toda empresa, que, gracias a esto, es que se logra crecer.

Por su definición un startup posee mayor riesgo que una empresa convencional ya establecida. El riesgo está relacionado a la incertidumbre del futuro. El riesgo se puede traducir como oportunidades o amenazas, por lo que cuanto más riesgo haya, mayor serán estas dos circunstancias y es lo que caracteriza a los startups, un crecimiento acelerado por divisar una oportunidad o una caída y quiebra abrupta por una amenaza no tomada en cuenta. Por esta distinción es que el manejo del riesgo es sumamente necesario para cualquier

startup. Tener un conocimiento de esto y poder exponerlo a aquellos que quieren invertir puede llegar ser un factor decisivo para poder conseguir financiamiento.

Es por esto mismo que los startups utilizan metodologías ágiles como “SCRUM” o “Design Thinking”. Este tipo de metodologías están basadas en la prueba y error y en la iteración de procesos sobre prototipos para probar la idea y/o producto con el cliente reiteradas veces. Este tipo de enfoque es una de las maneras innovadoras que siguen los startups como respuesta a la gestión del alto riesgo que tienen sus negocios. El principal enfoque de este tipo de metodologías es tener el cliente en el centro, en cada etapa del proceso. Es por ello que no se esperar hasta el final para probar el producto en el mercado, sino que desde el primer momento cuando se está generando la idea, se prueba con el cliente y así en cada etapa. Como consecuencia se llega al mercado con una idea probada y con lo que realmente necesita el cliente de aquel producto o servicio.

Las técnicas de metodologías ágiles, como design thinking, se basan ciertos conceptos el primero es el de empatizar con el cliente para crear innovaciones significativas. El segundo es definir, para enmarcar el problema de manera correcta y así buscar su solución. Sigue el concepto de idear, que establece que no es solo sobre tener la idea correcta, es sobre la mayor cantidad de posibilidades. El cuarto concepto es el de prototipar, algo muy importante que cambia la manera de crear una idea. No es necesario tener el producto o servicio terminado, se tiene que prototipar cada cambio para volver a testarlo con el cliente, construye a pensar, evalúa a aprender y lo más importante es que puede significar un gran ahorro de costos ya que el prototipo puede ser hasta en papel y evita que luego se produzca algo que no es necesario. Por último, es necesario evaluar, ya que este es el paso que ayuda a entender a los usuarios y que posibles soluciones existen.

SCRUM es también una metodología ágil, pero con foco a la organización de equipos que trabajan sobre un proyecto. Los conceptos que tiene como base son el trabajo colaborativo, la autogestión del equipo, y la mejora continua. Con esta metodología no existen los puestos de trabajo como hoy se suelen conocer en las empresas más convencionales. Se trabaja en equipo y hay distintos roles dentro del equipo, pero no es como una estructura típica piramidal. Se hablan de términos como “*product backlog*” donde se coloca toda la lista de tareas que debe hacer el equipo para lograr el objetivo del proyecto, “*sprint planning*” donde se prioriza y planifica por tiempo específico que lleva cada tarea lo que va a estar haciendo el equipo en dos semanas, “*sprint execution*” que serían esas tareas ejecutándose, y luego la revisión final. Algo muy distintivo de esta forma de trabajar es que todos los días se realizan reuniones de no más de 15 minutos donde cada miembro del equipo comenta como va con las tareas que debe llevar a cabo esa semana, si hay algo que esta generando una traba, el “*scrum master*” tiene como rol destrabarlo.

Este tipo de metodologías son un ejemplo de las herramientas utilizadas para los startups para poder gestionar el riesgo que tienen intrínseco. Son acordes también a empresas que tienen como fin principal el innovar.

3.4. Etapas de desarrollo de Startups y su financiamiento

Según expone Juan Betancourt (2018) el obtener el adecuado acceso a capital, es uno de los más grandes desafíos que deben conllevar los startups, ya que todas tienen su lado positivo y negativo.

Se clasifica a las fuentes de financiamiento según la madurez del startup en el cual se invierte. Podemos distinguir en 4 etapas según el tipo de financiación.

3.4.1. Capital semilla

Primera entrada de dinero que puede venir de un amigo, familiar, algún inversionista o mismo de la venta de un activo propio de los fundadores, es la primera parte de dinero que hará sobrevivir el emprendimiento. En esta etapa de financiamiento sólo existe una idea o un concepto y no existe un equipo de administradores ni un equipo de técnicos. La meta principal de este financiamiento es producir un prototipo y demostrar que el producto es técnicamente factible y hacer una evaluación preliminar del mercado. Las fuentes de financiamiento que conforman esta etapa pueden provenir de capital propio, capital de amigos o familia, crowdfunding o inversores ángeles.

Capital propio es la principal forma de recaudar dinero entre los que empiezan startups en una primera etapa. Los miembros del emprendimiento podrán usar ahorros o activos para empezar su negocio. Utilizando su propio dinero, demuestran que están comprometidos y dispuestos a asumir el riesgo que esto conlleva, apoyando su propia idea y confiando en su empresa que recién está empezando.

Crowdfunding es uno de los tipos de financiamiento más novedosos ya que tiene como base al internet. Se presenta el proyecto y las personas dentro de esta plataforma podrán decidir si invertir o no, a cambio de una precompra o recompensa simbólica, o una participación accionaria sobre el proyecto.

Los inversores ángeles son inversionistas que apostarán en la empresa a cambio de un porcentaje de ella. Solo invierten si les atrae personalmente el proyecto, no se trata de un grupo de inversionistas, sino que es un individuo invirtiendo para que la compañía crezca. Muchos de ellos también sirven para aportar al startup conocimiento, contactos y acceso a materias primas.

3.4.2. Financiamiento de primera etapa

En esta etapa de financiamiento se le provee al startup fondos para el desarrollo de productos y la tecnología inicial. En esta etapa generalmente ya se tiene un plan de negocios formal y un poco de análisis de mercado. Algunas de las metas en esta etapa son establecer la factibilidad tecnológica de mercado y de manufactura del producto. Algunos de los tipos de financiamiento dentro de esta etapa pueden ser apoyos del gobierno, incubadoras, aceleradoras y capital de riesgo.

En algunos gobiernos parte de la recaudación de impuestos es destinada a apoyar monetariamente a startups. Esto es para generar mayor trabajo y dinero ya que como describimos anteriormente, tiene una capacidad muy rápida de crecer exponencialmente.

Las incubadoras son destinadas para startups en una etapa temprana de su proyecto. están conformadas por capital público o son ONGs. Aportan soporte y acompañamiento para validar el proyecto y estabilizar métricas.

Las aceleradora están pensadas para startups ya con una cierta estabilidad, es decir cuando ya validaron su proyecto. El objetivo de las aceleradoras es poder presentar el pitch del proyecto para conseguir inversionistas interesados.

3.4.3. Financiamiento de segunda etapa

En este tipo de financiamiento se buscan fondos para iniciar la manufactura comercial y ventas del producto. En esta etapa ya se cuenta con un equipo de administradores completo, un mercado receptivo del producto, la necesidad de incrementar el proceso de producción, y la existencia de un prototipo listo en el mercado. Por lo general el tipo de inversiones en esta etapa tienen más que ver con capital de riesgo, si bien igual existen casos donde capital de riesgo también puede ser utilizado en las etapas anteriormente descritas.

Inversiones en capital de riesgo, también conocido como Venture Capitals, se define como inversiones en acciones o inversiones vinculadas a acciones en empresas jóvenes donde los inversores están típicamente activos como directores, consejeros o administradores de la empresa.

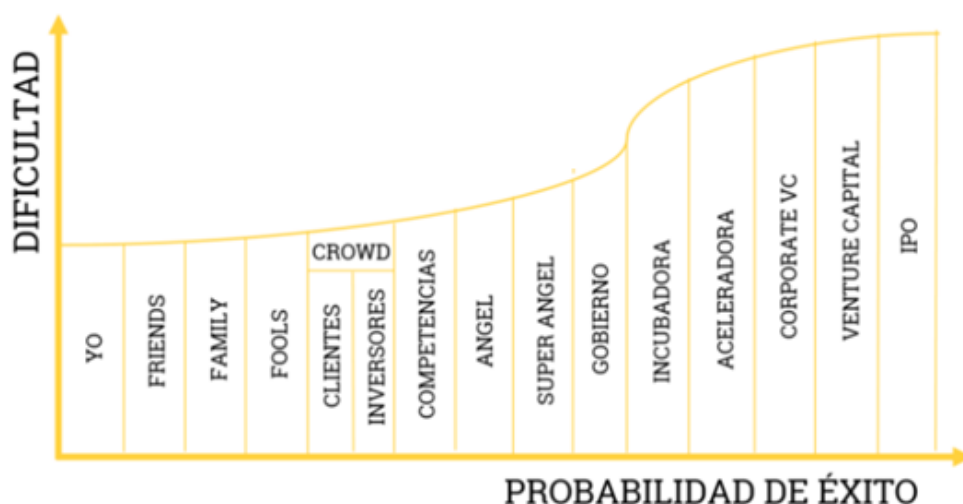
Existe un tipo de Venture Capital que es el Corporate Venture Capital. Este se trata de una empresa que conforman fondos de capital para identificar e invertir en startups que estén alineadas con la estrategia de crecimiento de la misma empresa.

3.4.4. Financiamiento de etapas posteriores

Las características del financiamiento en etapas avanzadas tienen características menos definidas. Las empresas más maduras ya han establecido presencia en el mercado por lo que dentro de sus objetivos se encuentran lograr metas de participación en el mercado, así como alcanzar los rendimientos necesarios para hacer que el capital de riesgo salga de la empresa de forma exitosa. En esta etapa es cuando ya un startup está considerando cotizar en bolsa a través de una IPO (initial public offering).

Según lo descrito anteriormente se presenta a continuación un gráfico donde se relaciona cada fuente de financiamiento con la etapa de un startup. El orden del eje horizontal se refiere a la probabilidad de éxito que tiene el startup de crecer gracias al financiamiento lo cual depende de la etapa en la cual se encuentra. El eje vertical determina la dificultad de acceso a cada tipo de fuente de financiamiento. También se presenta un cuadro con las características de cada una de las etapas para poder compararlas entre sí.

Figura 1: Fuentes de financiamiento según estadio.



Fuente: Fuentes de financiamiento para tu startup según estadio en Argentina. J. Betancourt, 2018, Endeavor Argentina.

Tabla 2: Características de Empresas por Etapa de Madurez

	Etapa Semilla	Primera Etapa	Segunda Etapa	Etapas Posteriores
Características	Idea o concepto No hay equipo establecido No hay prototipo	Plan de negocios completo Equipo de trabajo incompleto Prototipo en evaluación Algunas ventas iniciales	Hay un mercado receptivo El equipo de trabajo está completo Se necesita incrementar producción	Ventas significativas El equipo de trabajo ya es experimentado El producto está establecido Ya es rentable
Metas	Desarrollar y probar el concepto Producir un prototipo funcional Desarrollar un plan de negocios	Terminar el producto listo para mercado Primeras ventas Establecer el equipo de trabajo	Lograr mayor penetración de mercado Lograr rentabilidad Construir sistema de distribución y de ventas	Aumentar ventas y crecer Necesita prepararse para IPO Inicia expansión de la empresa
Riesgos	El prototipo no se puede producir Mercado potencial resulta pequeño Agotarse los fondos Costos altos para producir producto Fundador no puede administrar el crecimiento	Las pruebas del prototipo no son satisfactorias No se puede encontrar equipo de trabajo El tamaño del mercado no es factible No se pueden atraer fondos adicionales La competencia se desarrolla más rápido	Fundadores son malos administradores Producto no es competitivo en el mercado Altos costos de manufactura Mercado no es el proyectado Mala estrategia de tecnología o distribución	Administración inadecuada Ventas inadecuadas No hay estrategia de salida No se puede obtener un margen adecuado de ganancias Producto obsoleto

Fuente: Elaboración propia

Contrario a las primeras etapas, que se enfocan a retos relacionados al producto, al mercado y al desarrollo de la organización, las inversiones en etapas ya maduras enfrentan el reto de obsolescencia tecnológica y competencia no anticipada por parte de nuevas empresas entrando al mercado.

Otra diferencia entre los inversores de las primeras etapas de financiamiento comparados a los inversores de etapas posteriores es lo que consideran al haber decidido invertir en startups. Los inversores de las primeras etapas están interesados en cuestiones como la innovación del producto, la oportunidad del negocio y la industria, el equipo de trabajo del startup y el tipo de tecnología estimulado a ser utilizado.

Los riesgos asociados a inversiones en etapas iniciales hacen a los inversionistas más cautelosos en este segmento de inversiones. Las incógnitas sobre estas empresas se podrían ver reflejada en una falta de interés en inversiones en estas primeras etapas alrededor del mundo.

3.5. Políticas para facilitar el financiamiento de startups

Existen ciertos factores que ayudan al nacimiento y crecimiento de los startups que es lo que nos permite comparar los diferentes países para determinar cuál es el mejor ecosistema para poder emprender. A continuación, se expone los factores que contribuyen al financiamiento de startups.

El primer factor a analizar es el de leyes favorables. Es fácil subestimar la importancia de la estructura legal, sin embargo, las leyes gobiernan muchos de los aspectos de la industria de capital de riesgo. La estructura de una asociación de capital de riesgo está gobernada por leyes. Por ejemplo, la responsabilidad limitada ofrece el beneficio de reestructurar los pasivos del inversor. Si el startup se va a quiebra el inversor perderá el dinero de la inversión, pero en general los empleados no pueden perseguir compensación por daños. Con las pérdidas limitadas al capital invertido las posibles ganancias de la inversión son más atractivas.

El régimen legal también controla los títulos que grupos de accionistas pueden usar para invertir. Por ejemplo, los inversores en capital privado en mercados emergentes usan acciones comunes en vez de acciones preferentes las cuales se usan en mercados desarrollados. Esto en parte refleja las normas legales, en muchos países no se permiten diferentes clases de acciones con poderes de voto diferentes y como resultado el inversor debe buscar formas para controlar la empresa. Adicionalmente aun cuando el gobierno permita acciones preferentes el sistema judicial y la comunidad empresarial pueden no estar familiarizados con ese tipo de acciones. Sin reglas legales bien definidas y entendimiento y cumplimiento efectivo, los inversores pueden tener dificultades si un emprendedor decide litigar un resultado que crea injusto. Precedentes que existan pueden conducir a una decisión en contra del inversor aun cuando leyes recientes estén a favor del inversor.

Según exponen Kaplan y Stromberg (2007) la importancia de legalizar contratos estándares con protecciones tales como acciones preferentes y contingencias como pagos de hitos y derechos anti-dilución (que protegen a los inversores si la empresa tiene bajo rendimiento y levanta más capital con un precio más bajo por acción y así diluye a los inversores previos) ha mostrado ser un factor importante de sobrevivencia.

También parte importante del clima regulatorio es la existencia de un mercado bursátil transparente y que funcione bien. La protección de accionistas minoritarios es crítica. Los requisitos para listarse y los reportes de las empresas son críticos. Otro aspecto importante de los mercados públicos es la existencia no sólo de un mercado nacional donde se listan las grandes empresas sino también de un mercado secundario tipo NASDAQ en Estados Unidos. Esto refleja la importancia de las estrategias de “salida” de la inversión privada. Una oferta pública inicial (IPO) es la estrategia de salida de alto perfil de la inversión privada. A pesar de que la mayoría de las salidas ocurren vía venta a otra empresa o empresas, la posibilidad que la compañía se haga pública inspira al comprador potencial a ofrecer un mayor precio.

En segundo lugar, es importante proveer tecnología de punta y técnicos capacitados. Es una contribución importante que el gobierno puede hacer al ecosistema de capital de riesgo es asegurar acceso a nuevas tecnologías. Esto implica facilitar licencias de tecnología de investigación fundada por el gobierno. También implica facilitar la importación de maquinaria o código de otros países. Por ejemplo, debido a reglas de aduanas anticuadas empresarios biotécnicos han tenido que esperar meses para arreglar embarques de insumos y esto puede ser devastador.

La política de inmigración también es importante. Entre 1995 y 2005 el 25% de empresas de tecnología fundadas en Estados Unidos tuvieron como fundador a un CEO extranjero. En 2005 estas empresas generaron 52 billones de dólares y 450,000 empleos.

Leyes domésticas de trabajo son importantes en el ecosistema de capital de riesgo. Leyes de trabajo restrictivas desincentivan la inversión porque los empresarios e inversores no pueden reaccionar de manera flexible como se requiere. Las empresas de crecimiento rápido se mueven por fases de desarrollo, en estas pueden necesitar más ingenieros, pero una vez que el producto esté desarrollado puede necesitar otro tipo de empleados. Durante la fase de adquisición algunos empleados pueden resultar redundantes, por ejemplo, no se requieren CFOs. Si la empresa tiene que pagar por retener a esos empleados o pagar acuerdos de separación el inversor será menos propenso a tomar el riesgo de fundear la empresa.

Otro factor que influye en el financiamiento a startups es el de otorgar incentivos fiscales y eliminar desincentivos. Los impuestos operan en dos frentes del capital privado: del lado de la oferta y la demanda. Del lado de la oferta están los impuestos que afectan a los inversionistas de fondos de capital privado. Muchos de estos inversores son fondos de pensión o instituciones de desarrollo financiero que está exentos de impuestos. Pero inversores como corporaciones e individuos con alta riqueza son afectados por estos impuestos. Por el lado de la demanda están los impuestos a la actividad empresarial y pueden ser substanciales.

En cuarto lugar, entrenar y motivar a empresarios potenciales es un factor también clave ya que mientras que existen emprendedores dotados naturalmente, ser emprendedor puede ser enseñado y aprendido. Con incentivos tales como impuestos pueden ser una

carrera lucrativa y estimulante. Singapur ha creado el enfoque más comprehensivo para fomentar emprendedores y culturalmente celebrar a tomadores de riesgos. El esfuerzo hecho por el gobierno fue importante, triplicó el presupuesto de las universidades nacionales en cinco años. Otras agencias apoyaron redes y otorgaron fondos para que los startups contrataran consultores. El fondo de riqueza nacional invirtió en capital de riesgo. El ministerio de mano de obra y otros grupos ayudaron a expedir visas y otros permisos para extranjeros que quisieran establecer startups en Singapur. Concursos nacionales ayudaron a identificar individuos y conceptos prometedores para el emprendimiento.

Por último, seguir las normas internacionales ayuda a poner a todos en un mismo nivel. Los inversores de capital privado más grandes operan globalmente. Invierten donde es mejor, más fácil y conocido. Por eso es importante que mercados emergentes provean un ambiente familiar en el que las empresas puedan invertir. A pesar de que fondos de inversión multilateral pueden ayudar a transferir el conocimiento y mejores prácticas, el efecto demostración que empresas de capital privado de alto nivel pueden promover es profundo.

Una vez que una empresa decide poner oficinas locales, se contratan algunos empleados domésticos y por lo tanto se incrementa la base del conocimiento local. Adicionalmente su conocimiento en mercados desarrollados y su red de expertos puede ayudar dramáticamente a tener éxito a empresas jóvenes.

4. Metodología

Se ha adoptado la línea metodológica propuesta por Adriana Fassio (Fassio, 2002) donde introduce una metodología a la investigación.

Se buscará estudiar las distintas fuentes de financiamiento, sus características a través del horizonte de tiempo 2015 a 2021. Por tanto, la metodología deberá ser exploratorio descriptivo.

Para profundizar en la temática y a fin de obtener conclusiones, se realizará una encuesta a 12 emprendedores, en donde se buscará profundizar en los temas abordados en el trabajo.

El enfoque principal que se dará a lo largo de esta tesis será de carácter cualitativo ya que se analizarán fuentes primarias y también se cuenta con un enfoque cuantitativo por contar con una encuesta realizadas a emprendedores.

Según los objetivos de este trabajo, se llevará a cabo un trabajo del tipo exploratorio y descriptivo. Según lo que comenta Fassio (2002): *“En general, los estudios exploratorios se realizan cuando se conoce muy poco sobre el fenómeno que nos interesa. Este tipo de estudios sirve para identificar los conceptos y/o variables más relevantes relacionadas con el objeto de estudio y también, en algunos casos, para desarrollar nuevos instrumentos de investigación”*.

Como no sé conoce del tema para el marco teórico y primer capítulo el diseño de investigación será más del tipo exploratorio.

Una vez desarrollado bien el tema se optará por un diseño más descriptivo, ya que se intenta cruzar datos económicos con datos de la industria del emprendedurismo y también se describirán los resultados obtenidos de las encuestas y se intentará sacar conclusiones y relaciones de lo descubierto hasta ese punto.

En relación al diseño de investigación, se tratará de un diseño no experimental. Esto se debe a que no se realizará un experimento para poder probar una hipótesis ni se tendrá un grupo de control. Sí tendremos datos obtenidos a través de las encuestas, pero al ser entrevistados solo 12 emprendedores, no podrá extrapolarse a la realidad de emprendedores de Argentina. Estos datos ayudarán a agregar mayor información a la tesis y también conocer sus experiencias para enriquecer más el tema. Por temas de confidencialidad, el nombre de los startups de cada emprendedor no estará en el trabajo.

Tendremos un diseño del tipo longitudinal cuando se analice el desarrollo de las fuentes de financiamiento en el intervalo de tiempo de 2015 y 2020, y un diseño transversal cuando describiré lo que se refiere a las fuentes hoy disponibles, sus características y beneficios.

Durante el proceso de investigación se utilizaron dos tipos de fuentes, por un lado, fuentes de información primarias y por otro, secundarias.

Como fuentes primarias se tendrán las encuestas realizadas a los emprendedores. Como fuentes secundarias se tendrá la revisión de fuentes documentales relacionadas con el tema investigado, a partir de textos, documentos, artículos, páginas web entre otros.

La población de la investigación será la totalidad de las fuentes financiadores y emprendedores en nuestro país. Como no es una investigación experimental, no contaremos con muestra probabilística. El número de emprendedores encuestados, no alcanzará para llegar a hacer una muestra representativa.

5. Ecosistema Argentino para startups

Hablando específicamente de Argentina, el financiamiento a emprendimientos es reciente por lo que todo se puede saber de ellos es a partir del año 2014. Antes de este año no se encuentran datos disponibles.

Se estudia entonces el ecosistema Argentina para startups desde un enfoque del marco legal y luego se compara con el resto de los países de la región.

5.1. Marco Legal

El 12 de marzo de 2014 el gobierno presentó la Ley de la Economía del Conocimiento. Dentro de la propuesta se encuentran beneficios como reducción de impuestos a las ganancias, promoción de la actividad de la pequeña y mediana empresa a través de otorgamientos de estímulos impositivos entre otras cosas. En el 2017 se promulgó la Ley 27.349, que tiene como objetivo apoyar la actividad emprendedora del país. Esta ley define los siguientes conceptos: *“Emprendimiento: cualquier actividad con o sin fines de lucro desarrollada en la República Argentina por una persona jurídica nueva o cuya fecha de constitución no exceda los siete (7) años.”* También incluye a que aquellos emprendimientos que no estén registrados en la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). *“En el caso de las personas humanas no registradas ante la AFIP y que no realicen aportes a la seguridad social, se instruye al Poder Ejecutivo nacional a adoptar un plan de regularización tendiente a favorecer la inclusión de estas personas y la posibilidad de gozar de los beneficios de esta ley y el acceso al financiamiento en igualdad de condiciones.”*

Aportadores de capital: “A los efectos de esta ley, se entenderá por “institución de capital emprendedor” a la persona jurídica —pública, privada o mixta—, o al fondo o fideicomiso —público, privado o mixto— que hubiese sido constituido en el país y tenga como único objeto aportar recursos propios o de terceros a un conjunto de emprendimientos, según se defina en la reglamentación.

Inversores en capital emprendedor: A los efectos de esta ley se considera inversores en capital a:

a) La persona jurídica —pública, privada o mixta—, fondo o fideicomiso —público, privado o mixto—, que invierta recursos propios o de terceros en instituciones de capital emprendedor;

b) La persona humana que realice aportes propios a instituciones de capital emprendedor;

c) La persona humana que en forma directa realice aportes propios a emprendimientos.”

Finalmente el beneficio que se obtiene por estar registrado es : *“Los aportes de inversión en capital realizados por inversores en capital emprendedor podrán ser deducidos de la determinación del impuesto a las ganancias, bajo las condiciones y en los porcentajes que establezca la reglamentación, los cuales no podrán exceder del setenta y cinco por ciento (75%) de tales aportes, y hasta el límite del diez por ciento (10%) de la ganancia neta sujeta a impuesto del ejercicio o su proporcional a los meses del inicio de actividades, pudiéndose deducir, el excedente, en los cinco (5) ejercicios fiscales inmediatos siguientes*

a aquel en el que se hubieren efectuado los aportes. Para el caso de aportes de inversión en capital en emprendimientos identificados como pertenecientes a zonas de menor desarrollo y con menor acceso al financiamiento, según lo defina la reglamentación, la deducción anteriormente referida podrá extenderse hasta el ochenta y cinco por ciento (85%) de los aportes realizados.”

Otras de las características importantes de esta ley es que los emprendedores pudieron empezar a registrarse como una sociedad por acciones simplificada (SAS). Esto les permitió acceder a plataformas de financiamiento colectivo, llevar registros contables de forma digital e independencia de trámites burocráticos. A continuación, se presenta una figura que resume todas las características de este tipo de empresas.

Figura 2: Características de empresas SAS

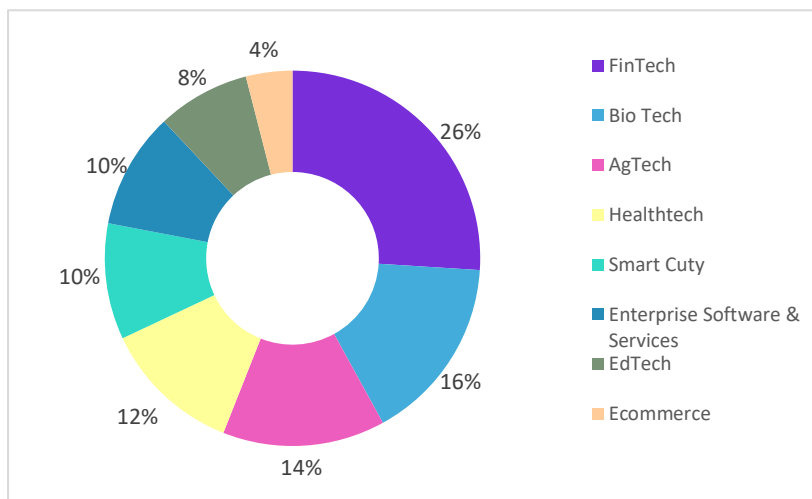


Fuente: Periódico tecnológico iProUp, 2021. <https://www.iproup.com/innovacion/23662-sas-que-son-y-por-que-el-gobierno-quiere-liquidarlas>

En junio de 2021, este tipo de empresas están en riesgo de no contar más con este tipo de beneficios ya que el actual gobierno ha llevado a la cámara de diputados un proyecto de Ley para que no se pueda registrar una SAS en 24 hs como se estaba haciendo hasta ahora. Para muchos emprendedores esto significaría hacer un paso para atrás en lo que se había podido conseguir con esta ley.

Con esta ley también se estableció el FONDCE (Fondo Nacional de apoyo al Capital Emprendedor) que tiene como objetivo promover el financiamiento a través del Fondo Semilla, Fondo de Aceleración y Fondo de Expansión, entre otros. Según el reporte de la ASEA (2020), más de 30.000 SAS fueron creadas en todo el país entre los años 2017 y 2020, generando más de 47.000 puestos de trabajo. También fueron aprobados más de 1.200 proyectos para el fondo de Capital Semilla en 2019, y más de tres millones de dólares fueron invertidos a través del FONDCE en ese mismo año. A continuación, se muestran resultados obtenidos por la ASEA del tipo de emprendimientos que tomaron financiamiento de este fondo.

Gráfico 1: Tipo de emprendimientos financiados por el fondo aceleración.



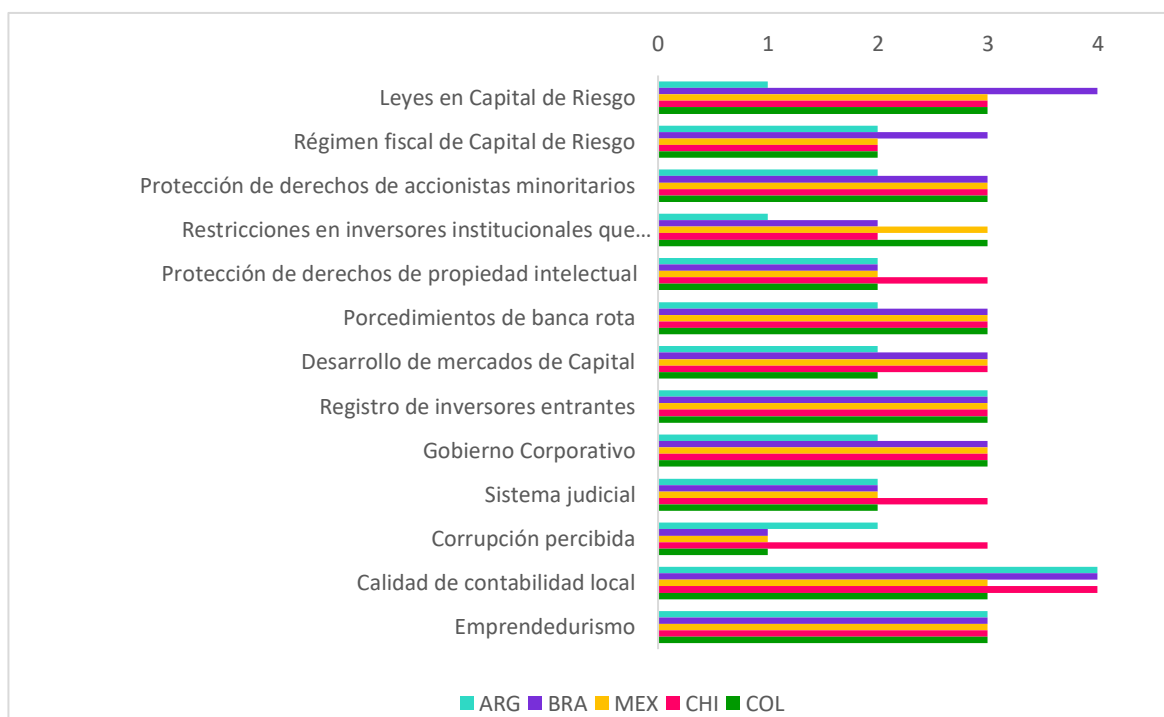
Fuente: ASEA, 2020.

En 2019 fue aprobada la Ley de Economía del Conocimiento. Esta ley permite que los emprendedores tengan mayor estabilidad fiscal, reducción de cargas laborales, bono de crédito fiscal, tasa reducida de impuestos a las ganancias y no estar sujetos de retenciones y percepciones del IVA. El objetivo de esta ley fue el de impulsar algunos sectores relacionados el software y servicios informáticos, audiovisuales, la industria espacial y la ingeniería nuclear

El marco regulatorio es un impulsor definitivo de la inversión y en particular de la inversión de alto riesgo como intrínsecamente es la inversión de capital de riesgo. La organización Latín América Venture Capital Association (LAVCA) publica un índice de las condiciones para las inversiones de capital de riesgo en América Latina que nos da un

panorama de la situación legal desde varias vertientes en lo que respecta a la inversión de capital de riesgo. En particular el índice mide 13 aspectos cruciales para el capital de riesgo en varios países. El gráfico 2 muestra los componentes del índice para Argentina, México y Brasil como comparación. Algunas de las características que destacan para Argentina se mencionan a continuación.

Gráfico 2: Scorecard por país del ecosistema para fuentes de financiamiento.



Fuente: Scorecard The private Equity and Venture Capital Environment in Latin America LAVCA, 2018.

Leyes en capital de riesgo: En lo que refiere a la Argentina tenemos la recién nombrada “Ley de Emprendedores” de marzo de 2017 que se destaca como una contribución importante para el entorno de capital de riesgo. Pero comparado al resto de los países de la región, se puede observar que aún nos queda bastante camino por recorrer.

Régimen fiscal de capital de riesgo: Argentina es un entorno de altos impuestos para capital de riesgo, sin embargo, hay algunos aspectos positivos. La Ley de Emprendedores permite deducir hasta el 75 % de la inversión para ciertas inversiones de capital de riesgo. La tasa general corporativa y ganancias de capital es de 35 %.

Protección de derechos de accionistas minoritarios: Aunque existen leyes para protección de accionistas minoritarios, estas leyes no son reforzadas de manera uniforme.

Restricciones en inversores locales que invierten en capital de riesgo: La Ley de Emprendedores permite al gobierno formar parte para formar y co-invertir en fondos de

capital de riesgo. Mediante el fondo fiduciario del gobierno llamado “Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Capital Emprendedor” el gobierno contribuirá con el 40 % del capital en 10 fondos.

Procesos de banca rota: Argentina tiene mercados de capital menos desarrollados que sus vecinos. Esto afecta directamente a la estrategia de salida, por ello compradores estratégicos son la ruta más factible para la salida.

Registro de inversión entrante: El requisito de mínimo número de días de permanencia en capital entrante fue eliminado en 2017. Así mismo los requerimientos de depósitos por capital entrante fue eliminado.

Gobierno corporativo: Las corporaciones deben enviar un estado de pérdidas y ganancias anual a la Inspección General de Justicia. Las compañías deben tener uno o más auditores internos escogidos por los accionistas. La Ley de Emprendedores permite crear empresas simplificadas “Sociedad por acciones simplificadas” en línea en un solo día.

Sistema judicial: Adjudicación de disputas es posible en el sistema de la justicia argentina, sin embargo, los inversionistas extranjeros prefieren arbitraje privado e internacional debido a las largas demoras que hoy en día existen.

Corrupción percibida: La percepción de corrupción es un reto para Argentina a pesar de reformas al sistema judicial y reformas administrativas incluyendo reformas para la recuperación expedita de activos perdidos en corrupción.

Calidad de contabilidad local: Los estándares están en línea con la práctica internacional.

Emprendedurismo: En 2017 se aprobó la Ley de Emprendedores para apoyar la creación de negocios pequeños. Como ya se ha nombrado se dio origen a la “Sociedad por acciones simplificadas”.

Por el ambiente descrito anteriormente es claro que existen varios retos para la economía argentina para promover el capital de riesgo y por ende el apoyo de startups. Argentina ocupa el 8vo lugar en la región de América Latina para capital de riesgo de acuerdo al puntaje de LAVCA. En el puntaje de facilidad de hacer negocios del Banco Mundial, Argentina se sitúa en el rango 19 de la región de Latín América y el Caribe (puesto 126 en el total de países). Se puede entonces concluir que el contexto argentino no es el mejor entre la región, y que por lo tanto inversores extranjeros pueden preferir invertir en startups de países vecinos. A continuación se comparará el contexto Argentino contra el resto de los países de la región para poder compararlos entre sí.

5.2. Ecosistema para startups de la región

Latinoamérica es una región muy buscada por los inversores dada la cantidad de nuevos startups que surgieron en los últimos años. Comparada a otras regiones del mundo resulta interesante el crecimiento acelerado de los más exitosos startups dado el contexto que existe en Latinoamérica.

Cada país tiene una estrategia distinta, según expone Peña (2021) en el informe de Tecnolatinas, Brasil cuenta con una estrategia enfocada localmente, mientras que en el resto de los países de la región no sucede lo mismo.

Tomando en cuenta los startups seleccionados por el informe de Peña (2021) se compara el ecosistema emprendedor en cada uno de los países dentro de Latinoamérica que cuenta con startups que valen más de un millón de dólares. Así se reúnen 1.005 startups de la región para poder comparar entre los países.

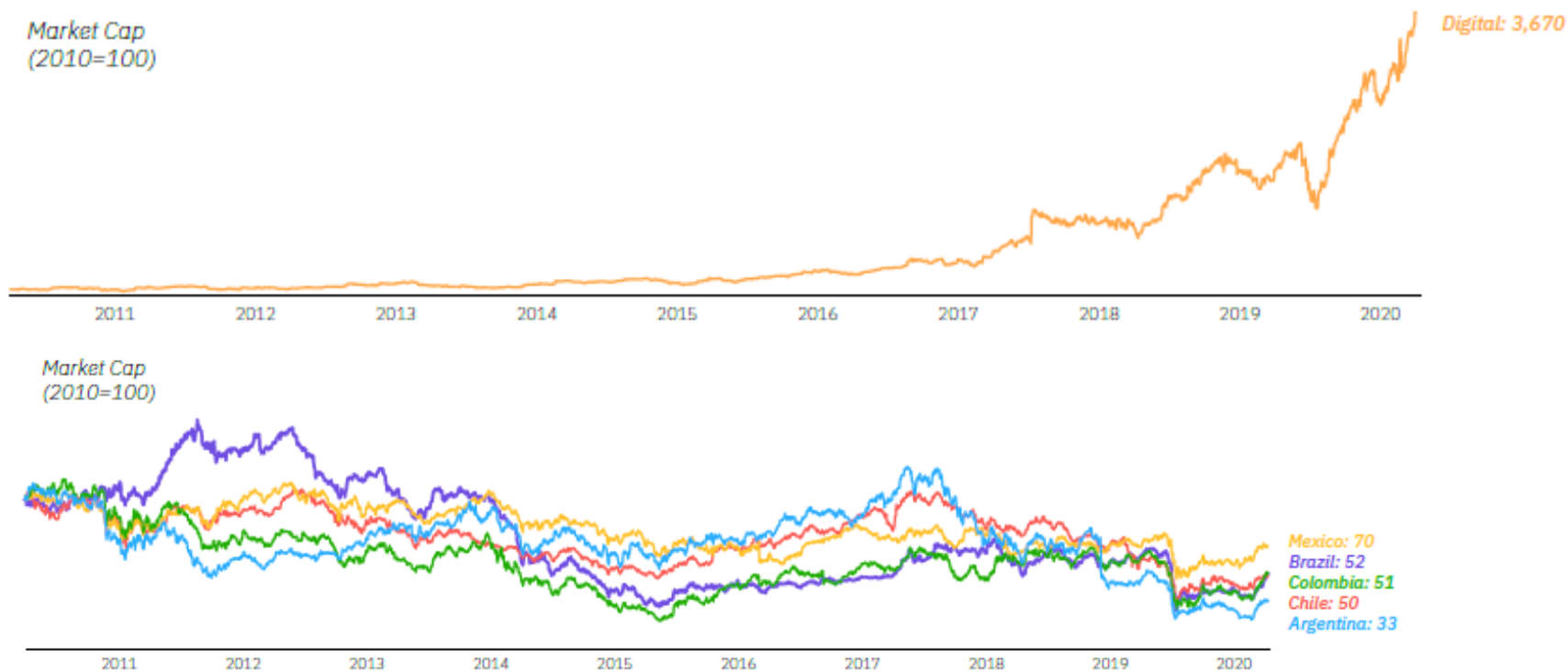
Brasil es el país con mayor cantidad de startups y con el 51% del total de inversión de capital de riesgo de 2019. En la valorización de startups le sigue Argentina principalmente por Mercado Libre.

En los últimos años se ha detectado un gran crecimiento en el rubro de los startups. De 2017 a 2020 se han creado más del doble de startups que valen más de 25 millones de dólares y el valor total de estas compañías ha sido multiplicado por cinco. También vemos que en estos 4 años el surgimiento de startups fue más distribuido en la región y no tan concentrado en Argentina y Brasil que pasaron de tener el 66% del valor del total de startups a 59%.

Comparando las empresas que surgieron como un startup en la región como Mercado Libre, B2W, Despegar, Pagaseguro y Globant contra las empresas tradicionales más conocidas en cada uno de los países¹, podemos observar que las primeras valen 37 veces más que hace 10 años, mientras que las segundas valen entre 33% y 70% de su valor hace 10 años. La siguiente figura muestra dichos datos.

¹ México incluye: Banorte, Santander México, América Móvil, Walmart México, FEMSA, CEMEX, Bimbo, Soriana and Alpek
Chile incluye: Banco de Chile, Santander Chile, Banco de Crédito, Entel, Copec, Falabella, Enel, Cencosud, LatAm and Parque Arauco
Brasil incluye: Banco Itau, Banco Bradesco, Petrobras, Telefónica Brasil, TIM, OI, Vale, Multiplan, Iguatemi and BRF
Colombia incluye: Ecopetrol, Bancolombia, Aval, Davivienda, Cemento Argos, Nutresa and ISA
Argentina incluye: Grupo Financiero Galicia, Banco Frances, Banco Macro, YPF, IRSA CP, Pampa Energía, Central Puerto, Loma Negra and Tenaris

Figura 3: Evolución de Capital de Mercado de empresas digitales públicamente enlistadas y compañías tradicionales² de Latinoamérica desde 2010 hasta 2020



Fuente: Informe del BID *Tecnolatinas the LAC Startup Ecosystem comes of Age 2021*

² México incluye: Banorte, Santander México, América Móvil, Walmart México, FEMSA, CEMEX, Bimbo, Soriana and Alpek

Chile incluye: Banco de Chile, Santander Chile, Banco de Crédito, Entel, Copec, Falabella, Enel, Cencosud, LatAm and Parque Arauco

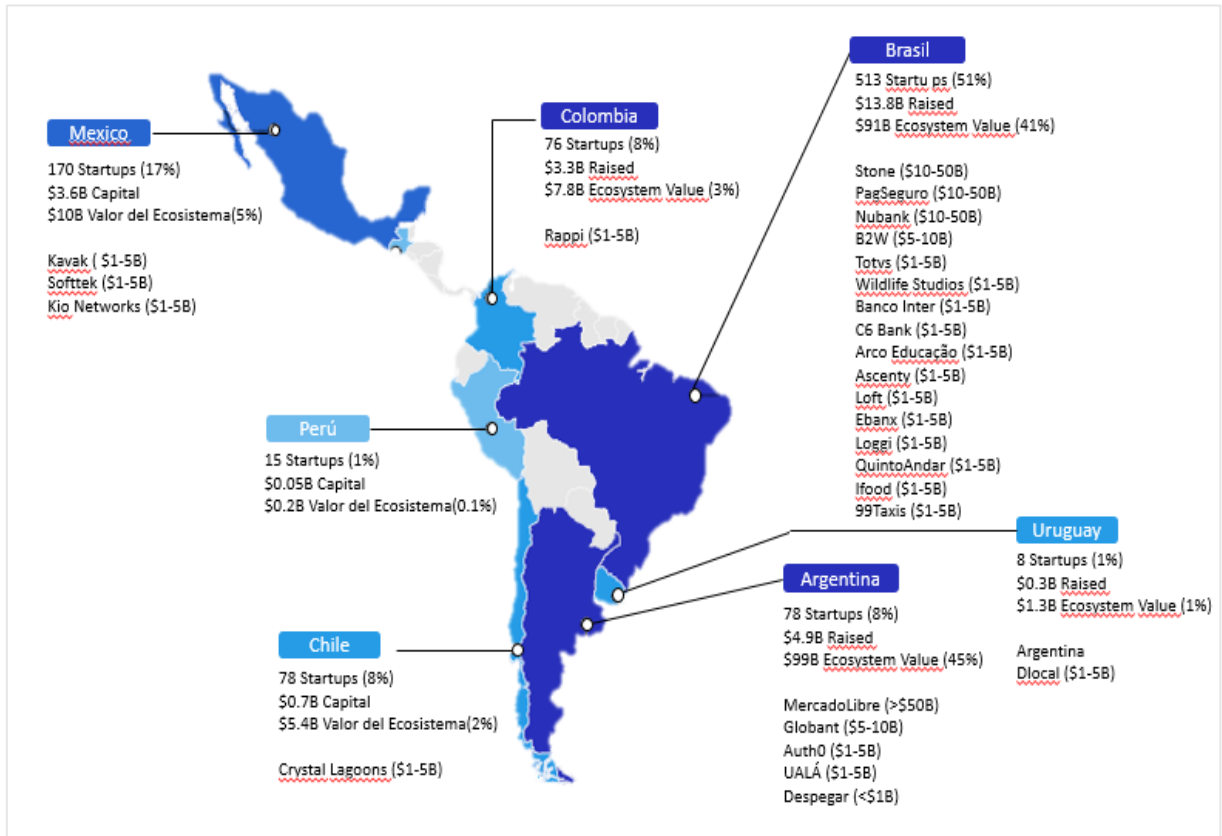
Brasil incluye: Banco Itau, Banco Bradesco, Petrobras, Telefónica Brasil, TIM, OI, Vale, Multiplan, Iguatemi and BRF

Colombia incluye: Ecopetrol, Bancolombia, Aval, Davivienda, Cemento Argos, Nutresa and ISA

Argentina incluye: Grupo Financiero Galicia, Banco Frances, Banco Macro, YPF, IRSA CP, Pampa Energía, Central Puerto, Loma Negra and Tenaris

Para entender como está distribuido el ecosistema emprendedor en la región se presenta el siguiente gráfico donde podemos ver que Brasil es el país con mayores startups, mayor capital recaudado y con el mayor valor del ecosistema. En cantidad de startups le sigue México, pero Argentina está segundo en capital recaudado y valor del ecosistema. Esto se debe a el valor que tienen las empresas que empezaron como startups en Argentina como Mercado Libre y Globant.

Figura 4: Distribución de Ecosistema para startups de la región.



Fuente: Informe del BID Tecnolatinas the LAC Startup Ecosystem comes of Age 2021

Brasil, México y Chile han implementado programas especializados para incentivar y desarrollar la industria de capital de riesgo en sus economías.

Brasil es el participante más grande de Venture Capital o Capital de Riesgo en la región de América Latina y el Caribe. En 1999 la agencia brasileña para innovación FINEP y el Fondo de Inversión Multilateral (MIF por sus siglas en inglés) del IDB identificaron los principales problemas en la industria de capital de riesgo en Brasil. El principal problema identificado era la falta un ecosistema saludable para inversiones en etapas tempranas, sin esas inversiones, los startups no podían prosperar y eso perjudica los prospectos de crecimiento de largo plazo de Brasil. Así, ambas organizaciones se aliaron para traer conocimiento y habilidades especializadas al país. Adicionalmente se fomentó un sentimiento de permanencia ya que el MIF provee financiamiento multianual y el hecho de

que el MIF es un organismo no político ayudó a preservar ese esfuerzo en el tiempo, lo cual es necesario para establecer un programa de inversiones de largo plazo.

Para lograr su objetivo FINEP y MIF tuvieron que enfrentar todas las partes del ambiente de capital de riesgo de forma simultánea: los empresarios necesitaban ser entrenados para recaudar fondos, así como entrenamiento sobre qué esperar de Venture Capital; los administradores de fondos necesitaban ser entrenados en cómo recaudar fondos y cómo administrarlos, cómo evaluar oportunidades de inversión y cómo manejar portafolios de empresas.

El diseño del proyecto tomó dos años y se realizó en forma conjunta con los participantes del mercado. El esfuerzo se enfocó en innovación y rendimientos, el MIF hizo énfasis en que fondos de capital de riesgo no funcionan sin un enfoque en rendimientos. El proyecto reclutó a dos socios más, Sebrea, una empresa pública-privada enfocada en pequeñas y medianas empresas y Petros el fondo de pensión de la empresa petrolera nacional Petrobras.

INOVAR II se estableció en 2007 y adoptó la nueva meta de estimular inversiones en etapa semilla y fondeo tipo ángel. El programa ángel reunió inversionistas ángel en talleres de trabajo sobre mejores prácticas y los ayudó a crear redes. FINEP no aportó fondos para inversiones ángel ya que no consideró que fuera el papel adecuado. El programa INOVAR ha costado 13 millones de dólares en costos de operación y ha facilitado más de 1 billón en fondos de inversión privada y se han invertido más de 2 billones de dólares en empresas.

Como en Brasil, el gobierno mexicano buscó formas de proporcionar las mejores prácticas en la industria doméstica de capital de riesgo y de entrenar a administradores y empresarios. Al mismo tiempo el programa intentó aumentar el perfil de México como fuente de innovación y tratos. Como en cualquier mercado emergente, muy pocas instituciones invertían en capital privado y menos en capital de riesgo.

En 2006 los cuatro bancos de desarrollo de México transfirieron sus compromisos a capital privado (fondos de inversión, inversiones directas, inversiones en sociedades de capital llamadas Sincas, y el vehículo doméstico para operar alzar fondos en mercados) en un fondo de fondos especializado junto con un compromiso adicional de 250 millones de dólares formando la Corporación Mexicana de Inversiones de Capital (CMIC).

México Ventures I fue administrado conjuntamente con Sun Mountain, un fondo de fondos basado en Estados Unidos. Recibía soporte técnico de Greenspring Associates también basados en Estados Unidos. Las dos asociaciones le dieron una sensibilidad de sector privado a la operación y al mismo tiempo la expuso a mejores prácticas en contabilidad, diligencia y respuesta a llamadas de capital. Las redes de los dos grupos asociados expusieron a empresas mexicanas con empresas de Estados Unidos e internacionales.

México Ventures y CMIC en general han tratado de crear una infraestructura alrededor de capital de riesgo en México. El grupo ha creado una serie de estadios de estudiantes de Estados Unidos en fondos mexicanos y estudiantes mexicanos en fondos de Estados Unidos como una forma de crear redes y enseñar mejores prácticas. El grupo también busca aumentar la información disponible en el mercado mexicano recabando y

divulgando información sobre tratos hechos en la industria de capital de riesgo en el país. También existe un programa para proveer con exponentes en conferencias y escuelas de negocios sobre emprendimiento.

Start-up Chile se fundó en 2010 para enfrentar aspectos de innovación y de emprendimiento del ecosistema de capital de riesgo. Es parte de CORFO la agencia de desarrollo chilena. Antes de la creación de Start-up Chile se recabó información de mercado que apuntaba que el panorama de capital privado tenía dos segmentos: inversiones en etapas tempranas tipo semilla, las cuales calificaban para recibir fondos de CORFO y un mercado bien desarrollado para el sector de crecimiento mediante acciones, pero no había forma institucionalizada para que un startup pasara del fondeo de CORFO a la siguiente etapa de fondeo. La industria de capital de riesgo se veía como puente entre los empresarios y la industria de financiamiento.

El equipo a cargo analizó ejemplos de programas similares exitosos en el mundo y concluyó que la industria necesitaba empresarios para atraer capital de riesgo. Dado el tamaño geográfico de Chile, estas empresas deberían ser capaces de operar en otros países y ser atractivas para empresas globales de capital de riesgo. Start-up Chile fue parte del esfuerzo de CORFO de proveer un flujo para cerrar tratos en el cual empresas de capital de riesgo quisieran invertir.

Si bien podemos observar que en Argentina las empresas que más valen en el mercado surgieron como startup (Mercado Libre y Globant), el contexto para poder establecer startups es un poco más desafiador al del resto de los países de la región que tienen acceso a fondos más establecidos.

6. Fuentes de financiamiento en Argentina

6.1. Capital por tipo de inversor

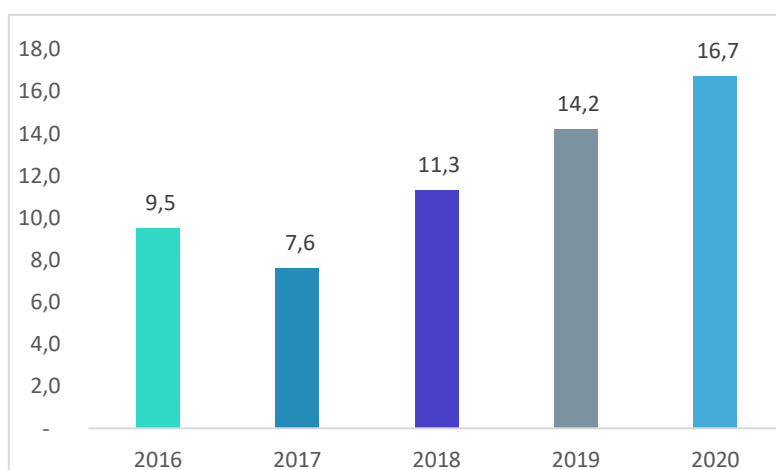
6.1.1. Capital Semilla

Capital semilla se refiere a una inversión en las primeras etapas del proyecto, como nombramos antes puede englobar a todo lo que es familiares y amigos, así como también a fondos especializados de capital semilla. Es un monto pequeño pero que permite hacer despegar al proyecto. Esta ronda de financiamiento le permite a la empresa salir al mercado por primera vez.

En el Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en la Argentina, se encuentra una encuesta realizadas por ARCAP (2021), donde se define como Capital Semilla a los gestores de fondos de rondas pre serie A, y que representan el 71% de las transacciones totales de las fuentes de financiamiento estudiadas en dicho estudio. La cantidad de transacciones ha evolucionado al alza desde 2016, se ha evolucionado de 51 transacciones en 2016 a 69 transacciones en 2021. Estas transacciones conllevan una inversión de 9,5 millones de dólares en 2016 y el monto se ha incrementado a 14,2 millones en 2019 y 16,7 millones de dólares en 2020 como se muestra en el gráfico 3

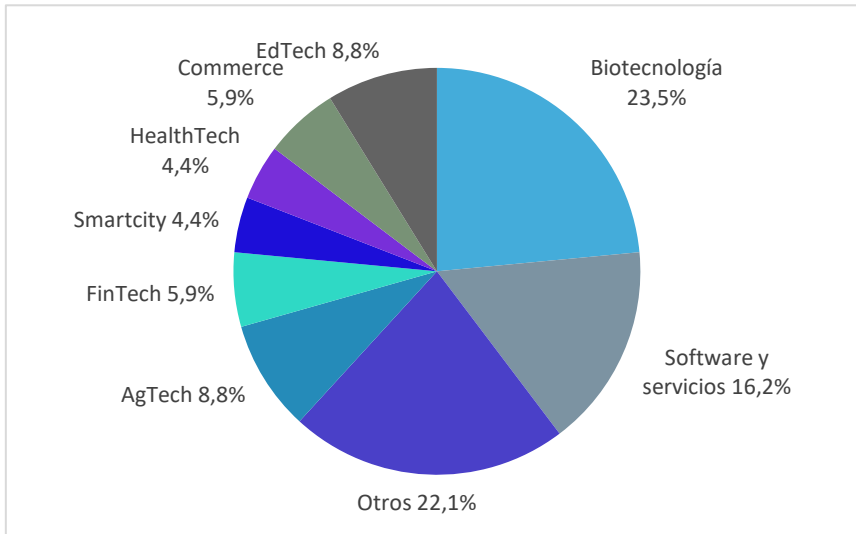
De este capital semilla, el 23,5% se invierte en la industria Biotech, el 16,2% en la industria de Software y 8,8% en Agtech como se muestra en el gráfico 4.

Gráfico 3: Montos de transacciones en USD Millones de Capital Semilla.



Fuente: Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina, 2020.

Gráfico 4: Montos de transacciones en USD Millones de Capital Semilla.



Fuente: Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina, 2020.

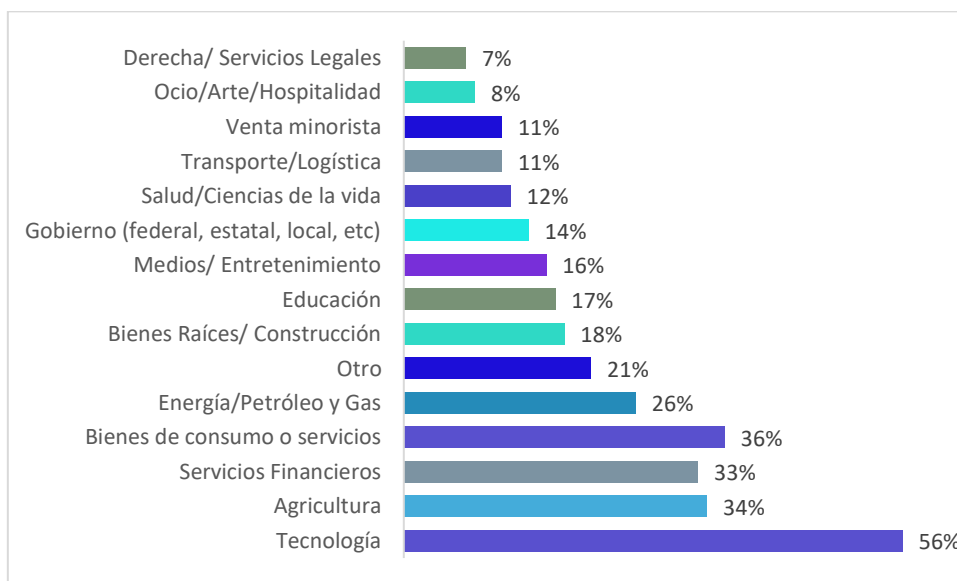
6.1.2. Inversores ángeles

Si bien en algunos informes los inversores ángeles son denominados como Capital Semilla, ya que son una fuente de inversión temprana, este trabajo los tomará aparte ya que, en la literatura revisada de los estudios de la ARCAP, se encuentran separados.

Los inversores ángeles son inversores que toman participaciones en el capital accionario de empresas con potencial de crecimiento cuando estas se encuentran en una etapa inicial de desarrollo. La Asociación Argentina de Capital Privado Emprendedor y Semilla (ARCAP) ha realizado la “Encuesta sobre el inversor Ángel Argentino 2020” en conjunto con el IAE. La población en la encuesta son las personas residentes en Argentina que realizan inversiones de tipo ángel mayoritariamente en el país (independientemente de su nacionalidad). La encuesta tuvo lugar entre Abril y Julio de 2020, logrando 100 respuestas. En promedio, el inversor ángel argentino destina entre el 10-20% de sus inversiones financieras a la inversión ángel. El 86% de los inversores ángel tienen experiencia previa de inversión en los mercados financieros (por ejemplo: acciones, bonos, futuros, etc). En el período 2017-2019 los ángeles concretaron en promedio 1 inversión anual. El monto anual promedio se encuentra en el rango 20-30 mil dólares en 2017 y 2019; y entre 10-20 mil dólares en 2018.

Esta encuesta muestra que los inversores ángeles suelen invertir en el sector de tecnología el 56% de inversores invirtieron en este sector, en el sector agricultura invirtió el 34% de inversores y en servicios financieros 34%. Las inversiones por sector se muestran en el siguiente gráfico.

Gráfico 5: Las 5 industrias más comunes para los inversores ángeles.

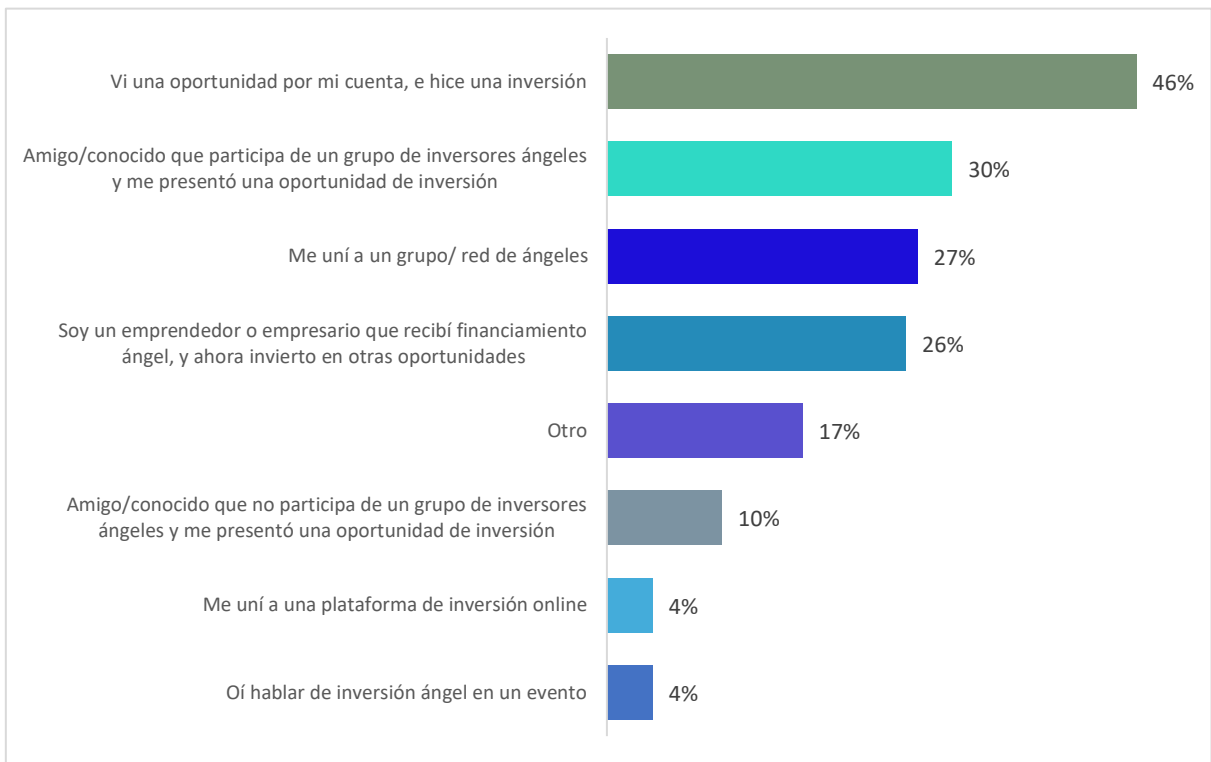


Fuente: Encuesta sobre el inversor Ángel Argentino 2020

La encuesta revela que, en Argentina, la forma de hacerse inversor ángel es primero porque se detectó la oportunidad y se realizó la inversión (46% de los inversores ángeles) y la segunda forma es a través de amigos o compañeros de trabajo (30% invirtieron de esta forma) como se ilustra en el gráfico 6.

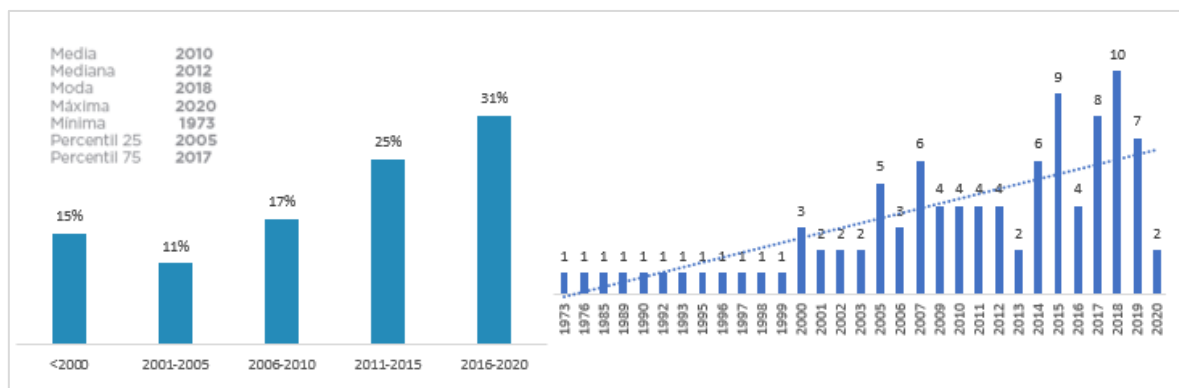
El gráfico 7 muestra que existe una tendencia al alza en este tipo de inversores. El número de inversores nuevos ha crecido de 3 en 2000 a 5 en 2005 a 9 en 2015. Por supuesto también existen fluctuaciones relacionadas al ambiente de negocios, por ejemplo, en 2020 se registran sólo 2 nuevos inversores.

Gráfico 6: Primer acercamiento a la actividad de inversión ángel.



Fuente: Encuesta sobre el inversor Ángel Argentino 2020

Gráfico 7: Año de la primera inversión ángel



Fuente: Encuesta sobre el inversor Ángel Argentino 2020

6.1.3. Crowdfunding

También denominado financiamiento colectivo o financiamiento masivo. Es definido, según la asociación de Crowdfunding de Reino Unido, como la manera de recaudar fondos solicitando a una gran cantidad de personas, una pequeña cantidad de dinero. Tradicionalmente, la financiación de un negocio, proyecto o empresa implicaba pedir a algunas personas grandes sumas de dinero. Crowdfunding cambia esta idea, utilizando Internet para hablar con miles o millones de posibles financiadores. Por lo general, aquellos que buscan fondos establecerán un perfil de su proyecto en un sitio web para poder promocionarlo y hacerlo conocer. Luego utilizarán las redes para recaudar fondos. Los beneficios de este modelo de financiamiento es que se puede prestar dinero con bajo riesgo, ya que el sentido atrás de esto es prestar poco dinero entre muchos. Además, para el emprendedor es una forma también de testear el prototipo y conseguir de alguna manera un feedback de su idea.

Otra característica importante es que los futuros inversores son capaces de ver si otros inversionistas también están aportando capital a una idea específica, lo que puede persuadirlos a también invertir en esa misma idea.

Según Pacheco (2016), existen distintos tipos de crowdfunding. Para empezar, está el tipo de donación, donde aquellos que donan al financiamiento colectivo no esperan ningún retorno financiero a cambio. Estos tienen atrás otro objetivo como ser el desarrollo de algún proyecto con alguna causa social, por ejemplo. El modelo de recompensa de crowdfunding permite a un partidario invertir en una organización a cambio de una recompensa como reconocimiento, un boleto de espectáculo, o hasta una camiseta. Un ejemplo de este modelo de crowdfunding es la página web “Kickstarter” donde se ofrece un regalo, de algo que no está a la venta, a cambio de una donación.

El modelo de compra anticipada es el tipo más común de crowdfunding. Bajo este modelo el consumidor paga por adelantado por el producto. Si en la puesta en marcha se lanza el producto, el consumidor normalmente recibe ese producto a un precio más bajo que los clientes habituales que compran el producto una vez que esté en el mercado.

El modelo de préstamos aprovecha la innovación tecnológica y financiera para conectarse. Este tipo de crowdfunding funciona mejor para startups que poseen bienes tangibles y algún tipo de garantía, ya que el riesgo del no pago de este modelo es alto, y por lo que entonces los inversionistas buscan un retorno sobre la inversión proporcionalmente alto. Entonces este tipo de startups disminuye el riesgo asegurando un respaldo al no pago y por lo tanto logran tener un crowdfunding con condiciones más favorables.

Por último, se encuentra el modelo de crowdfunding de acciones, donde a cambio de financiamiento se la da al inversor una porción de la empresa.

Este método de financiamiento es el que más está creciendo en la región debido al contextual actual que atraviesa el mundo como el de una pandemia generada por un virus. La principal causa de esto es que es un método rápido y digital.

En cuanto a esta fuente de financiamiento en Argentina, según el estudio Fintech realizado por el BID (2020), representa un 4% del total del mercado de Fintech. En la ley de emprendedores de 2017 anteriormente discutida, existe un apartado específico a lo llamado financiamiento colectivo donde se discute el marco regulatorio para esta fuente habilitando el uso entonces de dicha fuente.

Aún no se ve gran uso de este tipo de plataforma en el país, pero se espera su rápido crecimiento debido al marco económico que presenta el país con bajo nivel de acceso a un préstamo. Es por ello que no se encuentra suficientes datos para poder exponer la evolución de dichas fuentes.

6.1.4. Capital Privado

Capital privado es una inversión en empresas maduras en las que generalmente la participación es mayoritaria. Los fondos que invierten en capital privado aportan recursos de forma temporal entre tres y diez años a empresas que tienen una trayectoria extensa.

En cuanto a los fondos de inversión de riesgo (o Venture Capitals como fue descripto anteriormente), son grupos de inversionistas un poco más formales. Se especializan sobre todo en invertir en emprendimientos que se encuentran en la etapa de crecimiento o expansión y que necesitan fondos para sus nuevas necesidades como gastos de marketing, expansión de la producción e infraestructura. Los montos requeridos en esta etapa suelen ser mayores a los invertidos por inversores ángeles, y, adicionalmente, la empresa debe comenzar un proceso de consolidación organizacional, en la cual se hace necesario la experiencia y contactos que pueden proveer inversores profesionales. La industria de capital de riesgo se especializa en invertir a cambio de una participación en el capital del emprendimiento y de la expectativa de obtener un altísimo rendimiento de su inversión, en el orden del 35/50% anual en términos reales, si la elección de la compañía fue la acertada. La inversión tiene un horizonte de usualmente entre 3 y 8 años.

Existen 4 tipos de inversiones que se pueden distinguir dentro de Capital Privado. El primero es Capital de Expansión o Desarrollo. Este tipo de inversión es considerado para empresas ya maduras que buscan una transformación. Los fondos suelen ser utilizados para la adquisición de activos fijos, desarrollo de nuevos productos, o la inmersión a nuevos mercados. La incertidumbre no es tan alta en este tipo de negocios.

El segundo tipo de inversión es Capital de Sustitución. Este se utiliza para reemplazar una parte del accionariado actual.

En tercer lugar, se encuentra Operaciones Apalancadas o LBO. Este tipo de inversión se utiliza para la compra de otra empresa.

Por último, se encuentra el Capital de Reestructuración o Reorientación. En este tipo de inversión, los gestores de fondos se centran en empresas que están atravesando

dificultades y requieren de los fondos para subsistir. Este caso demuestra que el fondeo de Capital Privado, no se utiliza únicamente en empresas que están creciendo, sino también en situaciones complicada donde una identidad financiera formal, como un banco, no daría un préstamo.

Los Fondos de Capital Privado suelen tener una duración de ocho años. En la primera mitad de la vida del fondo se procede a invertir, de acuerdo con la Política de Inversión del Fondo; y, en la segunda mitad, se comienza a estructurar la “salida” de las inversiones, de modo tal que el fondo pueda recuperar el capital invertido y realizar el retorno de aquellas inversiones que hayan sido exitosas.”

Los fondos de inversión privado son por lo tanto más formales que los inversores ángeles. Ambos deben cumplir las normas y regulaciones según el país que estén, pero al ser inversiones de más envergadura, los Venture Capitals se encontrarían en cierta forma más regulados.

6.1.5. Corporate Venture Capital

Según el BID (2020) una característica del entorno latinoamericano es la falta de vínculos de las grandes empresas con el emprendimiento y la innovación como también la poca contribución en apoyo a los emprendedores y empresas jóvenes. En general, la estructura empresarial existente en América Latina es una de las principales limitantes de las oportunidades para el surgimiento de startups.

En Argentina existen corporaciones importantes que trabajan con startups como parte de sus estrategias corporativas. Esta es una tendencia que se ha venido observando en la última década en el mundo. A esto se lo llama Corporate Venture Capital. Uno de los factores que ha impulsado esta tendencia es el crecimiento en nuevas tecnologías y la liquidez de algunos mercados, lo que aumenta la posibilidad de “destrucción creativa”. Más de la mitad de empresas en la lista de Fortune 500 del 2000 han sido reemplazadas o han cambiado su modelo de negocios. Entre los gigantes corporativos que trabajan públicamente con startups en Argentina se encuentran YPF, Coca-Cola y Mercado Libre. YPF ha lanzado un fondo de capital de riesgo llamado YPF Ventures, ese fondo se enfoca en innovación energética y tecnología limpia con inversiones de hasta 4 millones de dólares. Coca-Cola y la empresa alimenticia Arcor formaron un fondo de capital de riesgo llamado Kamay Ventures que tiene el objetivo de invertir entre 100 y 300 mil dólares en 10 startups al año. En el 2012 Mercado Libre decidió invertir en startups que se enfocaran ofrecer servicios a usuarios a través de su plataforma de Mercado Libre, con el tiempo esta inversión fue migrando a Marketplace. Además de la inversión Mercado Libre ofrece orientación y retroalimentación. En los últimos diez años Mercado libre ha comprado más de 30 compañías en 5 países.

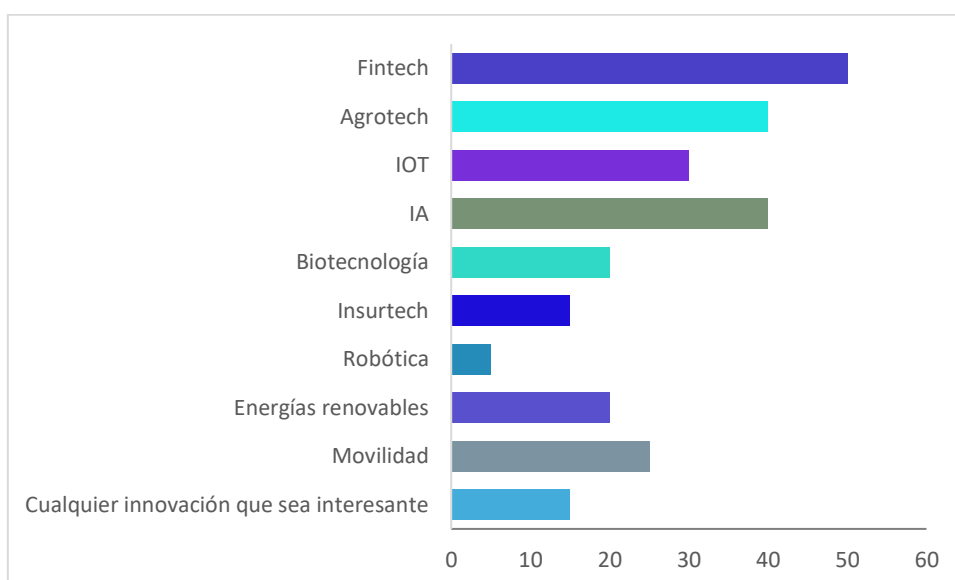
El capital de riesgo ha sido una fuente muy efectiva para estimular la innovación y el crecimiento. Sin embargo éste tipo de inversiones son de largo plazo en inversiones

riesgosas con tecnologías nuevas en mercados inciertos. El financiamiento de startups requiere de inversionistas con habilidades particulares ya que estas empresas conllevan riesgos especiales. El inversionista muchas veces tiene que administrar la empresa, posiblemente cambiar al equipo de administradores o aconsejar sobre el desarrollo de productos o estrategias de mercadotecnia. Con el tiempo estas empresas necesitan más dinero así que los inversionistas deben estar preparados para inyectar más capital o atraer a otros inversionistas. Finalmente el inversionista debe salir de la empresa, esto implica encontrar una empresa padre y negociar un acuerdo o asistir a la empresa a listarse en el mercado de valores. Estas habilidades son muy diferentes a las de por ejemplo un banquero, quien evalúa el riesgo de un préstamo.

Una encuesta realizada a líderes de iniciativas corporativas en Argentina, Colombia y Perú, BID (2020), revela que las razones por las que corporaciones establecidas deciden apostar a startups son diversas. El gráfico 8 muestra las principales razones para asociarse a un startup revelada por líderes de corporaciones grandes y maduras. La primera razón es porque son fuente de innovación en materia de productos y procesos, estas innovaciones son tanto radicales como incrementales. Una segunda razón para trabajar con startups es identificar productos para desarrollar en la empresa. Razones menos importantes son la atracción de talento, cambiar la cultura de la empresa, diversificar y obtener nuevos ingresos.

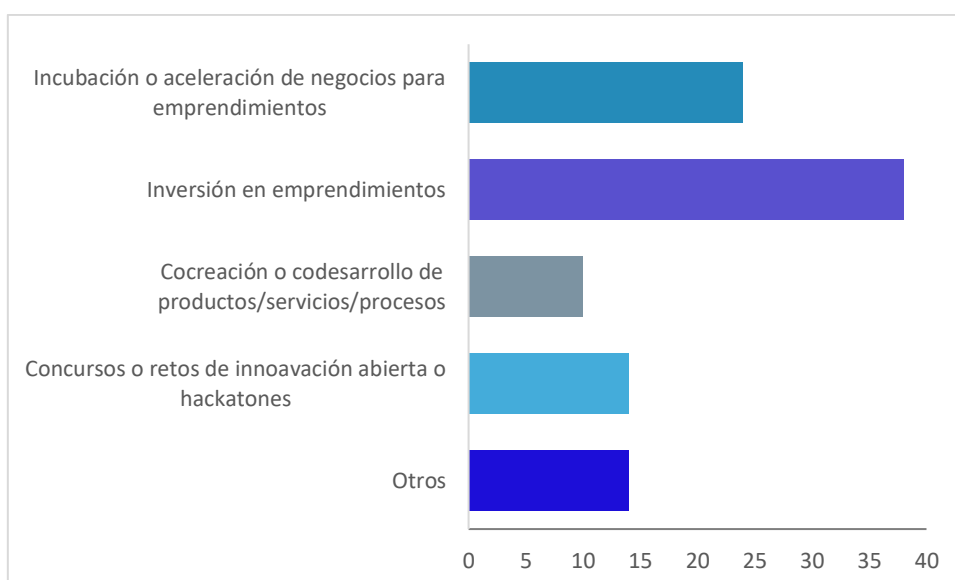
Entre los principales sectores en que las grandes corporaciones buscan en Argentina asociarse a una startup esta el Fintech primordialmente, seguido de Agrotech e Inteligencia Artificial. Asimismo otros sectores importantes son internet de las cosas (IoT) y movilidad. Por otro lado las actividades corporativas con startups son diversas, sin embargo en Argentina la inversión y la incubación son las actividades en las que se concentran las actividades con startups. Las iniciativas que incuban o aceleran suelen también perseguir cocreación o desarrollo de productos. Interesantemente las actividades de codesarrollo suelen tener como contraparte a una nueva empresa e incluyen a otros empresarios con altas capacidades.

Gráfico 8: Sectores de Startups buscados en Argentina.



Fuente: *Grandes empresas, startups e innovación en America Latina, 2020.*

Gráfico 9: Actividad que se busca desarrollar con Startup en Argentina.



Fuente: *Grandes empresas, startups e innovación en America Latina, 2020.*

6.2. La estrategia de salida en Argentina

Un aspecto importante de los inversores en startups es el la estrategia de salida. Esta es una inversión de largo plazo, pero desde el inicio se tiene en cuenta la estrategia de salida como parte de la estrategia de inversión. El mercado bursátil en Argentina está menos desarrollado que el de sus vecinos como Brasil o Chile y presenta algunos retos. La OCDE realizó una encuesta a empresas argentinas sobre la situación de la bolsa de valores. Los

principales beneficios que las empresas perciben de estar listadas públicamente son “beneficios suaves” en vez de percibir como principal beneficio el acceso a capital. Se les pidió a las empresas calificar del 1 al 10 las principales razones para listarse en la bolsa. La primera razón que las empresas encuentran para listarse es para sujetarse a la disciplina del mercado, la segunda razón es para aumentar la reputación de la empresa, y la tercera razón es para profesionalizar la empresa. La cuarta razón que se menciona es como estrategia de salida para inversionistas anteriores y la quinta razón es para tener acceso a capital.

Es decir, la bursatilización de la empresa como estrategia de salida para inversionistas se percibe como una razón para listarse antes que como una estrategia para aumentar el capital. Tal vez esto no es sorprendente al verificar que como penúltima razón para listarse se menciona el bajo costo del capital. Es decir que las empresas argentinas no utilizan la bursatilización como una estrategia de financiamiento sino por razones alternativas.

Las empresas listadas identifican al costo de hacerse públicas como el primer impedimento para que las empresas accedan a estos mercados de capital. La falta de experiencia interna de las empresas para listarse hace que estas recurran a expertos externos, pero aún estos expertos son escasos y por ende costosos. Cuando se desglosan los costos de hacerse público (banca de inversión, abogados, etc.) resulta que los costos de expertos son los más importantes relacionados a la oferta pública inicial (IPO) de las empresas, esto por supuesto es una barrera que un inversionista en capital de riesgo debe considerar al momento de hacer la inversión. Para las empresas listadas en el mercado doméstico las comisiones de la bolsa de valores no son tan altos pero sí para las empresas listadas en el extranjero. Una vez listadas las empresas el costo más relevante es el de cumplimiento con auditorías y procedimientos de control.

Asimismo, la encuesta pregunta a empresas no listadas en la bolsa de valores las principales razones para no listarse. Las razones mencionadas por las empresas para no listarse son: la primera razón mencionada es la falta de interés del subscriptor (underwriter) de la bolsa, como segunda razón se menciona la falta de subscriptores especializados y como tercera razón las cuotas de la bolsa de valores. Relacionado directamente a la estrategia de salida se menciona como razón siete el alto costo de la oferta pública inicial (IPO) de la empresa. Como penúltima razón para no listarse se menciona el alto costo de estar listado, costos como cumplimiento con la regulación existente.

6.3. El clima de inversión en Argentina

Al final del día los startups necesitan un clima favorable para hacer negocios y prosperar y los inversionistas necesitan eso mismo para invertir. La agenda de la administración actual del país se enfocó en 2020 a reestructurar la deuda soberana y a amortiguar el impacto de la pandemia COVID. El gobierno aumentó los impuestos al comercio internacional, aumentó los controles de capital y renovó programas de controles de precios. Por otro lado, se incrementaron los gastos del gobierno primariamente para combatir los efectos de COVID.

Empresas domésticas y extranjeras frecuentemente señalan que existe una carga tributaria alta e impredecible y leyes de trabajo muy rígidas, lo cual hace que sea difícil responder a

las empresas con flexibilidad al entorno y obstaculiza la inversión en Argentina. En 2019 Argentina fue calificada en lugar 36 de 41 países por cómo un país usa sus recursos productivos de acuerdo al Competitiveness Ranking del World Economic Forum. A continuación, se presentan unos indicadores para poder clasificar el clima para inversión en Argentina. Estos indicadores demuestran un aspecto económico y social en el cual estos dan una idea de lo que cada emprendedor tiene que sobrellevar para poder emprender. Se utilizan métricas o indicadores para intentar medir algo en particular y poder compararlo contra un objetivo que se quiera alcanzar o contra otra misma métrica que tenga otra variable distinta como tiempo, lugar, o contexto.

Tabla 3: Indicadores económicos del ambiente de negocios de Argentina

Métrica	Año	Índice	Fuente
Percepción de corrupción	2020	78 de 175	Transparency International
Facilidad de hacer negocios	2020	126 de 190	Banco Mundial
Índice de innovación global	2020	80 de 131	Global Innovation Index
Ingreso nacional per cápita	2019	11,130 USD	Banco Mundial
Competitividad en el uso de recursos	2019	36 de 41	World Economic Forum

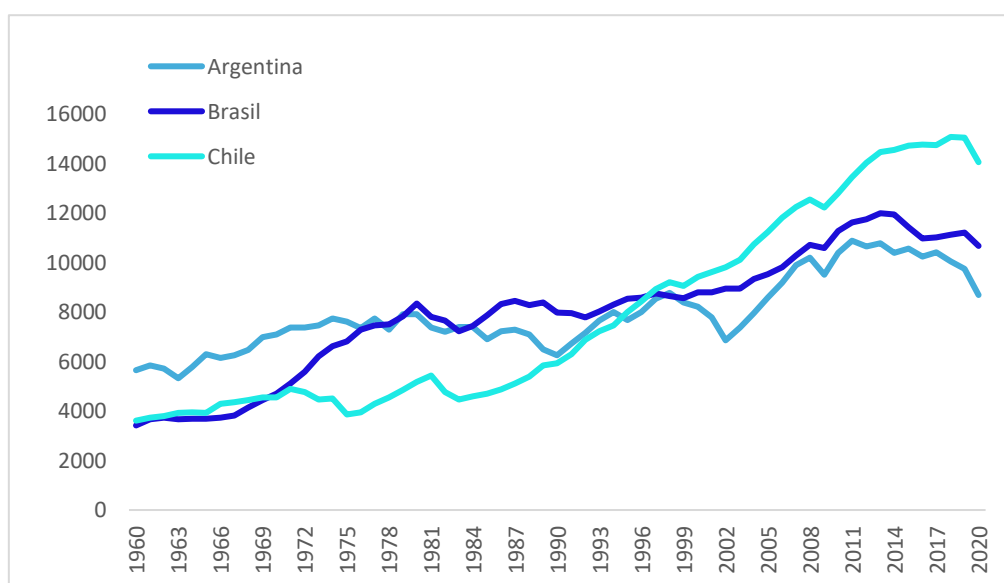
Como se puede observar Argentina por lo general se encuentra en los últimos registros de los índices mostrados en la tabla 3. También se encuentran por debajo del resto de los países de la región, por lo cual hay una oportunidad enorme para poder mejorar dichos índices y poder favorecer el clima de negocios tanto para los emprendedores como para los inversores.

7. Impacto de startups en el crecimiento económico

7.1. Crecimiento de Argentina

Argentina cuenta con un Producto Interno Bruto (PIB) de 400 billones de dólares, lo cual la hace una de las economías más grandes de América Latina. Sin embargo, la alta volatilidad histórica ha obstaculizado su crecimiento, la inflación a pesar de que se ha desacelerado fue de 36% en el 2020 a pesar de controles de precios. En el 2020 el gobierno logró terminar de reestructurar su deuda interna y externa en moneda extranjera. La reestructuración logró mejorar el perfil de madurez de la deuda en los siguientes ocho años. Históricamente sin embargo Argentina ha sufrido un deterioro importante con respecto a sus vecinos Brasil y Chile como lo muestra el gráfico 10. En 1960 el PIB per cápita de Argentina en dólares constantes de 2010 era de 5.642 dólares, mientras que el PIB per cápita de Brasil era de 3.417 y el de Chile de 3.611. Es decir, el PIB per cápita de Argentina era 165% el PIB de Brasil y 156% el PIB de Chile. Sin embargo, durante las décadas de 1960 y 1970 Brasil creció a una tasa más acelerada que Argentina por lo que en 1980 el PIB de Argentina era de 7.908 dólares mientras que el PIB de Brasil era de 8.349. A partir de 1990 Chile ha tenido una tasa de crecimiento muy acelerada y se ha mantenido en los últimos 30 años. En el año 2010 Argentina, Brasil y Chile tuvieron un PIB per cápita de 10.385 dólares, 11.286 dólares y 12.808 dólares, respectivamente. En el 2020 el PIB per cápita de estos países fue de 8.692, 10.672 y 14.050 dólares para Argentina, Brasil y Chile respectivamente. Es decir, hoy en día el PIB per cápita de Argentina es el 80% del PIB per cápita de Brasil y el 60% del PIB de Chile.

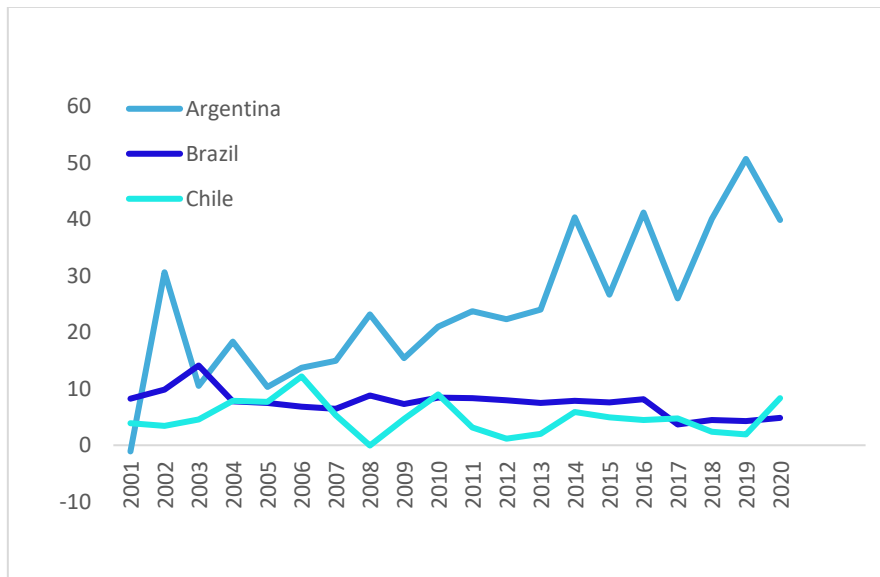
Gráfico 10: PIB per cápita en dólares en 2010.



Fuente: Banco Mundial, 2021.

La volatilidad de la economía argentina se manifiesta en sus variables económicas como la inflación, mostrada en el gráfico 11, como se puede apreciar mientras que la inflación de Argentina ha sido de más de 10% anual en los últimos 20 años, Brasil y Chile han mantenido su inflación anual en un dígito. Como comparación podemos tomar los datos de bancos centrales alrededor del mundo que tienen objetivos de inflación de 2% o 3% anuales.

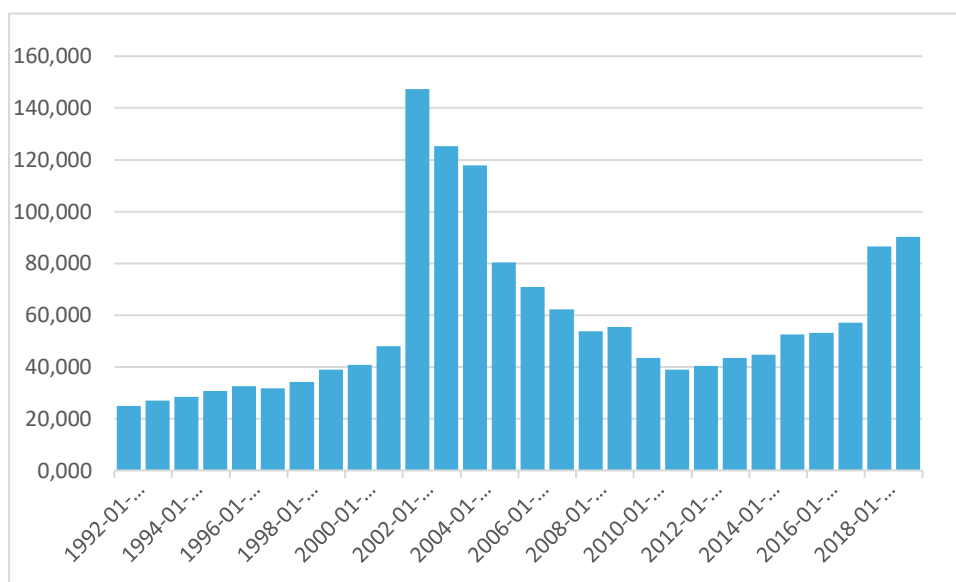
Gráfico 11: Inflación histórica Argentina, Brasil y Chile.



Fuente: Banco Mundial, 2021.

La deuda de Argentina ha sido un problema estructural importante para el país, en diciembre de 2001 Argentina cometió impago en su deuda externa por 93 billones de dólares, lo cual ha estado muy presente en la mente de los inversionistas a pesar de que el gobierno ha hecho varios esfuerzos por reestructurar su deuda. Actualmente el nivel bruto de deuda total del gobierno es de alrededor del 80% del PIB. Como referencia en 2002 llegó a ser 125% del PIB.

Gráfico 12: Deuda del Gobierno de Argentina como porcentaje del PIB.



Fuente: *Economic Research. FRED*

7.2. Inversión en startups y crecimiento

Podemos distinguir tres tipos de inversión en startups dependiendo del nivel de madurez del proyecto en el que se está invirtiendo.

Capital semilla se refiere a una inversión en las primeras etapas del proyecto, esta inversión ocurre antes de la ronda de serie A y generalmente en Argentina es entre 25,000 dólares y un millón de dólares. Esta ronda de financiamiento le permite a la empresa salir al mercado por primera vez.

Capital emprendedor es una inversión por parte de gestores de fondos en la ronda de serie A en adelante que generalmente en Argentina es mayor a un millón de dólares.

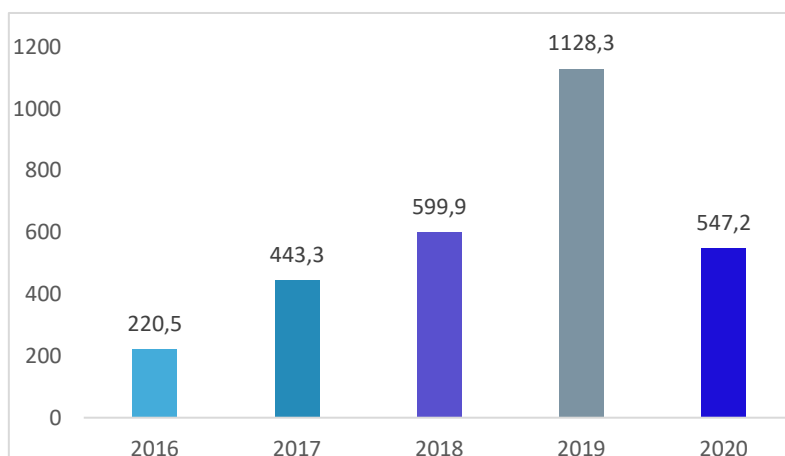
Capital privado es una inversión en empresas maduras en las que generalmente la participación es mayoritaria. Los fondos que invierten en capital privado aportan recursos de forma temporal entre tres y diez años a empresas que tienen una trayectoria extensa.

Es común referirse a la Industria de Capital Privado como la integración de inversiones en capital semilla, emprendedor y privado. Asimismo, es común definir a la Industria de Capital de Riesgo como a la suma de capital semilla y capital emprendedor. Estas dos definiciones resultan útiles en nuestro análisis para distinguir la relación de dichas industrias a la actividad económica de Argentina.

La inversión en la industria de capital privado (semilla, emprendedor y privado) en Argentina muestra un gran dinamismo en los últimos años. El monto invertido en esta industria se ha multiplicado por 5 de 2016 a 2019 (ARCAP, 2020). El gráfico 13 muestra el monto de capital privado en Argentina en millones de dólares. En 2016 esta inversión ascendió a 220,5 millones de dólares y este monto incrementó de forma constante a 1128,3

millones de dólares en 2019. Sin embargo, en 2020 el monto invertido en esta industria cayó a 547,2 millones de dólares.

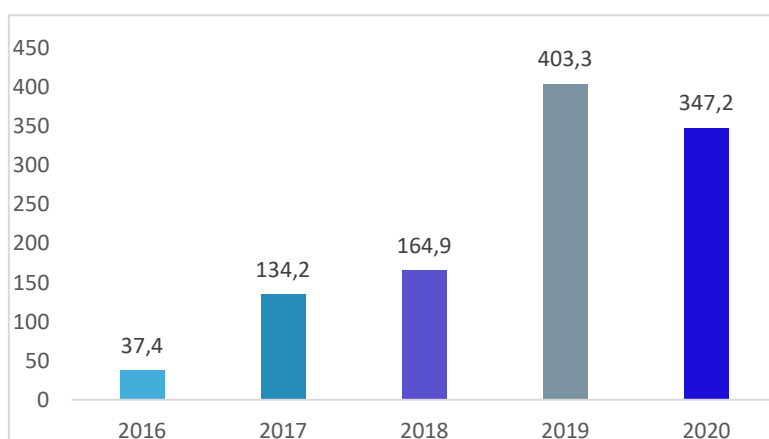
Gráfico 13: Monto anual de transacciones en USD millones. Capital Semilla, Emprendedor y Privado.



Fuente: Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina, 2020.

La parte de estas inversiones que corresponde a capital de riesgo (semilla y de riesgo) por su parte se multiplicó por 11 de 2016 a 2019. Esta industria pasó de 37,4 millones de dólares en 2016 a 403,3 millones de dólares en 2019. En 2020 el monto invertido en estas empresas se redujo, pero en menor grado que el capital privado, en 2020 la inversión cayó en 53 millones de dólares a 347,2 millones de dólares.

Gráfico 14: Monto anual de transacciones en USD millones. Capital Semilla y Emprendedor.

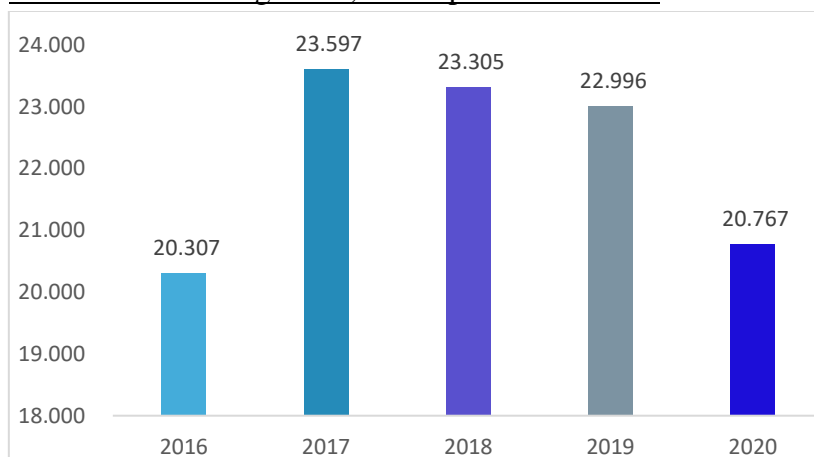


Fuente: Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina, 2020.

Por otro lado, al analizar la economía argentina no se ve el mismo dinamismo que las inversiones en las industrias de capital privado y capital de riesgo. En el gráfico 15 se muestra el Producto Interno Bruto (PIB) de Argentina para el período de 2016 a 2020. El

PIB está medido por precios de paridad de compra (PPP por sus siglas en inglés) de 2017. El PIB se ha mostrado relativamente estable, en 2016 el PIB ascendió a 20,307 dólares per cápita y en 2020 se ubicó en 20.767 dólares per cápita, mientras que en el periodo intermedio de 2017 a 2019 el PIB se mantuvo alrededor de 23.000 dólares per cápita.

Gráfico 15: PIB Argentina, PPP a precios de 2017.

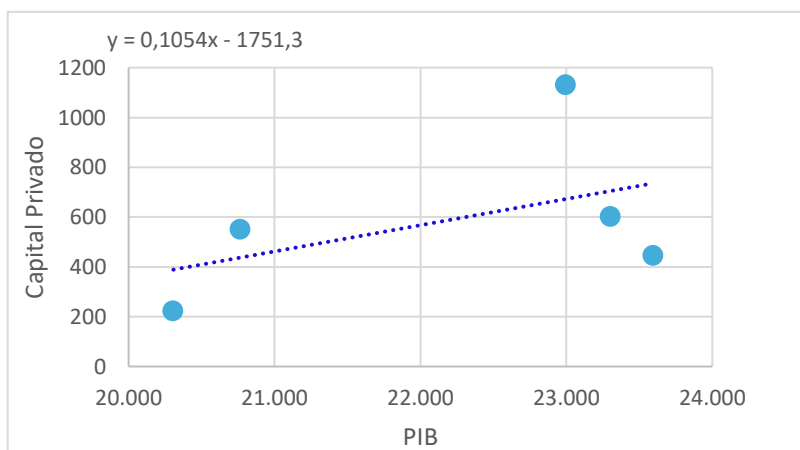


Fuente: Banco Mundial 2021

Así, cruzando la evolución del PIB y de la evolución del capital privado y el capital de riesgo en Argentina, mostrados en los últimos gráficos, no sugieren que exista una correlación entre estas medidas de actividad económica. Sin embargo, en el gráfico 16 y 17 se puede observar una correlación positiva entre la inversión en startups y la actividad económica en general, medida por el PIB.

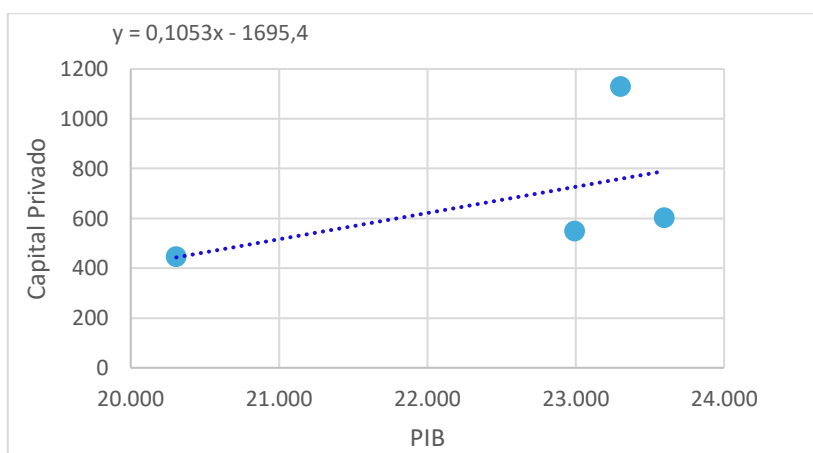
Si se realiza una regresión lineal entre el PIB per cápita y la inversión en capital privado muestra que la relación es positiva, el coeficiente de correlación es 0,1054. Si postulamos que le toma tiempo a la inversión en capital privado para tener su mayor impacto en la actividad económica podemos correr una regresión entre el PIB per cápita contemporáneo y el capital privado invertido el año previo (gráfico 17). Esta regresión del PIB per cápita contra el capital privado rezagado arroja un coeficiente de correlación positivo igual a 0,1053, muy similar al coeficiente de la regresión anterior. Con estos resultados no se puede llegar a una conclusión dado que no se tienen datos para un horizonte de tiempo lo suficientemente grande para poder tener en cuentas ciertas variables que pueden afectar dicha correlación.

Gráfico 16: Cruce entre PIB y Capital Privado



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 17: Cruce entre PIB y Capital Privado Rezagado.

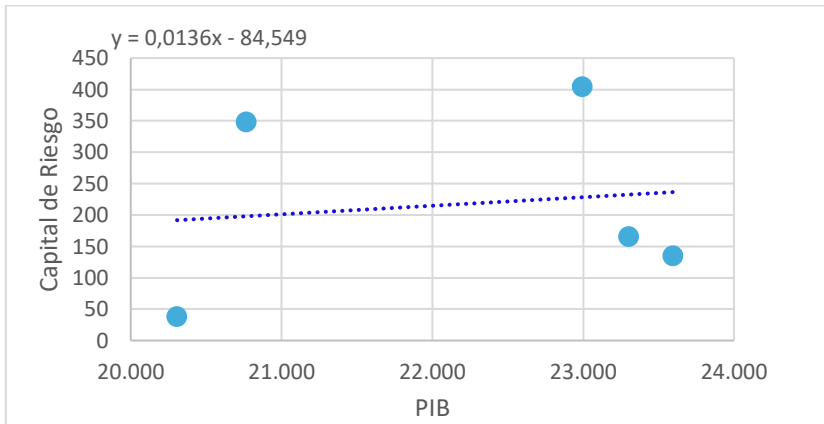


Fuente: Elaboración Propia

Para agregar al análisis sobre la causalidad entre inversiones en startups y el PIB, se procede correr una regresión entre el PIB per cápita y el capital de riesgo invertido en startups (gráfico 18). Es importante recordar que el capital de riesgo se refiere a inversiones en las primeras etapas de la empresa e incluye inversiones en capital semilla, pero excluye inversiones en capital privado. El gráfico 19 muestra que cuando corremos la regresión lineal, el coeficiente de correlación es positivo igual a 0,0136. Además, si rezagamos la inversión en capital de riesgo porque esta toma tiempo en generar el mayor impacto en el PIB, obtenemos que el coeficiente de correlación es 0,0478. Como hemos nombrado anteriormente no son suficientes los datos para poder obtener una conclusión certera sobre la correlación. Lo único que podemos obtener de este cruce es que tiene una correlación positiva y no negativa lo cual llevaría a pensar que a una mayor cantidad de inversión esto aumenta el PIB. O mismo de lo contrario, si existe alguna variación en la economía que

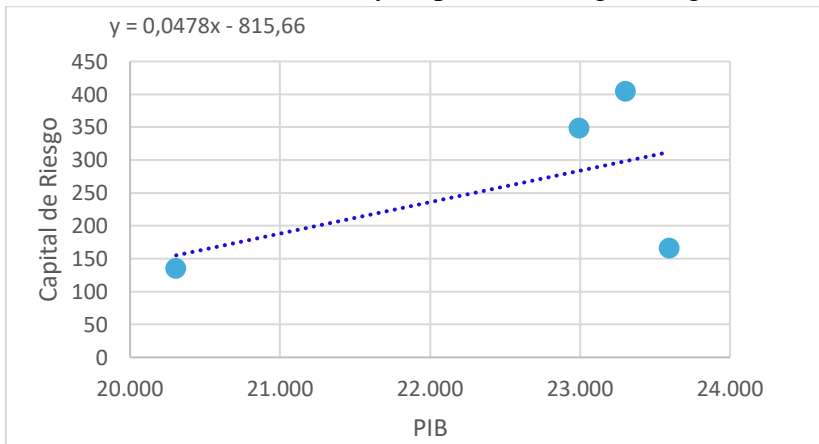
afecta el PIB este podrá también afectar positiva o negativamente, según haya afectado al PIB, al valor de la inversión.

Gráfico 18: Cruce entre PIB y Capital de Riesgo.



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 19: Cruce entre PIB y Capital de Riesgo rezagado. Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración Propia

8. Casos de startups en Argentina

Con el objetivo de ampliar la información sobre startups en Argentina se presenta a continuación los resultados obtenidos de una encuesta realizada a 12 emprendedores de startups argentinos. Se guarda por tema de confidencialidad el nombre de cada uno de los startups. Esto fue un requerimiento pedido por los emprendedores para contestar la encuesta. Se procederá entonces a llamarlos como “Empresa A” “Empresa B” y así. Para ver las respuestas por cada uno de los startups por favor revisar el Anexo 2

La encuesta contó con 20 preguntas en donde primero se obtuvieron datos generales del startup. El segundo apartado se refiere a las fuentes de financiamiento y por último se hacen preguntas del contexto argentino para emprendedores. Ver Anexo 1.

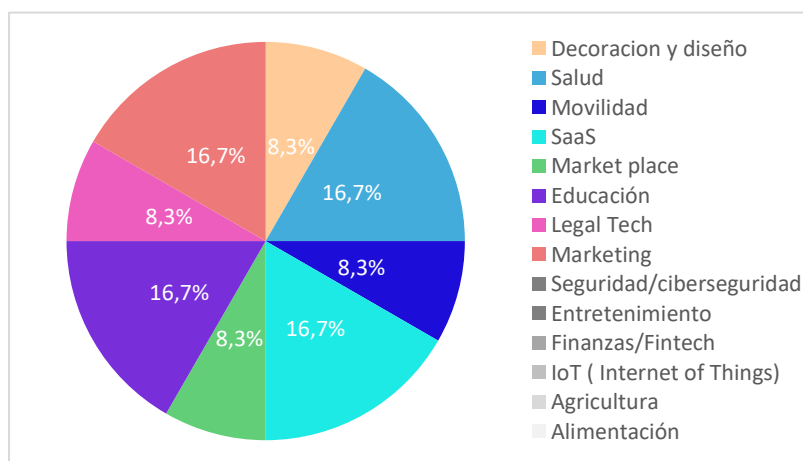
Al contar solo con 12 respuestas, se considera que esta muestra de la población no es lo suficientemente representativa. Por lo cual las conclusiones obtenidas de dicha encuesta, sirven más como ampliación de los temas tratados anteriormente.

En varias de las preguntas se permitió la opción de “otros” donde el encuestado podía también agregar su respuesta.

Los startups relevados fueron creados entre el periodo de tiempo de 2013 y 2021. Como hemos ya mencionado al principio, los startups tienen una gran relación con la tecnología, por lo que dichos entrevistados están relacionado con la tecnología.

Se contó con una gran variedad de industrias, en las cuales se encuentran los startups entrevistados, lo permite tener una visión diversificada según el contexto en el que emprenden. Los sectores donde mayormente se encuentran estos 12 startups es en Marketing, Salud, Software as a Service (SaaS) y Educación (16,7% cada una). Sectores como entretenimiento, finanzas o alimentación no surgieron como respuestas. Los encuestados agregaron las opciones de Legal Tech y decoración y diseño.

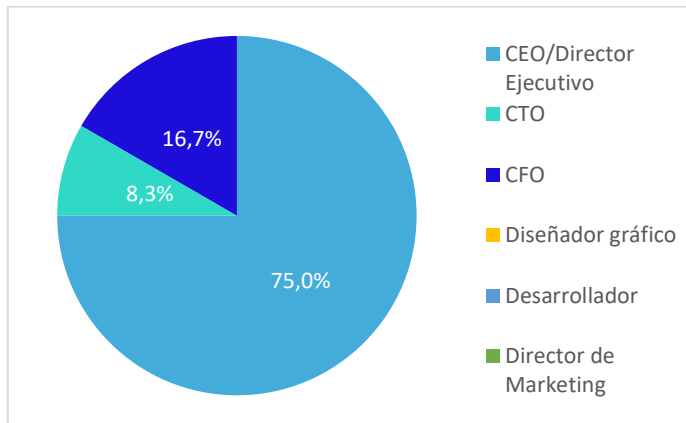
Gráfico 20: Industrias de los startups entrevistados.



Fuente: Elaboración Propia

En lo que respecta al emprendedor, se puede observar el 75% toma el puesto de CEO (Chief Executive Officer). Tradicionalmente el CEO es la cara de la compañía y es el que toma las decisiones de alto nivel. Después vemos que le sigue CFO (Chief Financial Officer). Este es el líder en lo que respecta a los departamentos de finanzas y contabilidad. Trabaja en conjunto con el CEO para la toma de decisiones proporcionando la gestión del riesgo de los distintos negocios. Por último, se observa que un solo emprendedor que se clasifica como CTO (Chief Technology Officer). Tiene como objetivo la tecnología y todo lo relacionado a investigación y desarrollo.

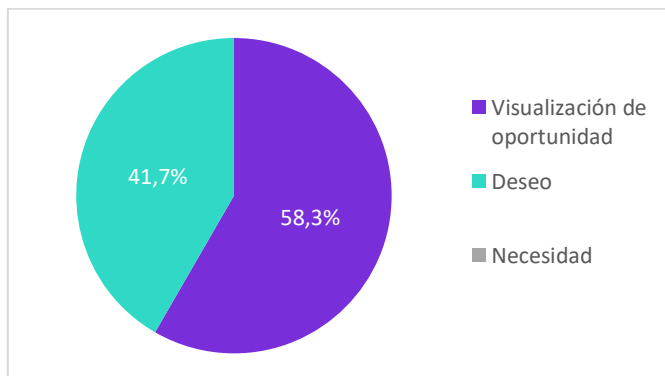
Gráfico 21: Cargo de emprendedores entrevistados.



Fuente: Elaboración Propia

En cuanto a por qué los emprendedores encuestados decidieron emprender vemos que la mayoría tomó la decisión por visualizar una oportunidad de negocio. El 41,7% en cambio decidió emprender por deseo propio. Resulta interesante que ningún escogió la posibilidad de emprender por necesidad. Esto concuerda con lo descrito en el marco teórico sobre el perfil emprendedor. Por lo general el emprendedor elige emprender porque tiene una idea que cree que puede llegar a ser productiva y no lo hace por una necesidad de trabajo.

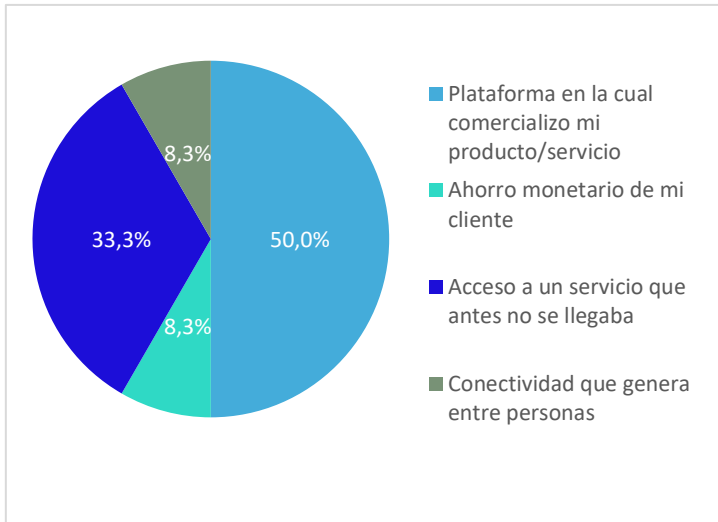
Gráfico 22: Decisión de emprender de los encuestados. Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración Propia

Al ver los resultados de la pregunta “¿En qué sentido crees que fue innovadora tu idea?” se obtiene que el 50% ha respondido que lo fue por la plataforma en la cual se comercializó el producto/servicio. Esto indica lo ligado que está la tecnología con los startups hoy en día. Contar con una plataforma robusta y que atienda la necesidad del cliente es algo esencial hoy en día para poder ofrecer un mismo producto/servicio que una empresa tradicional, pero de la mano de la tecnología.

Gráfico 23: Diferencial innovador de startups encuestados.

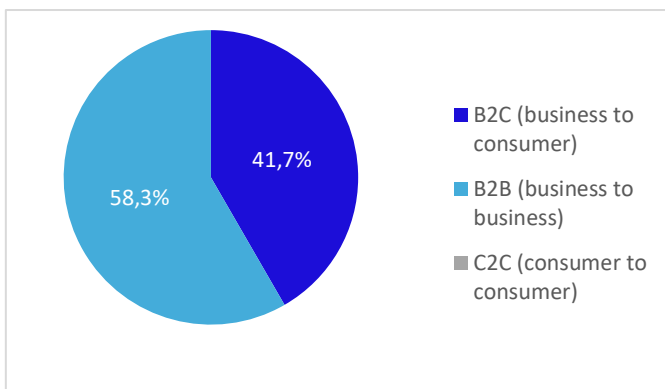


Fuente: Elaboración Propia

Entre los 12 encuestados solo hubo una respuesta de un startup que no sigue vigente actualmente. El encuestado respondió que esto se debe a que se vendió.

Por último, entre los startups encuestados vemos que la mayoría se categoriza como B2B (Business to Business). El resto se categoriza como B2C (Business to Consumer). Ninguno se categoriza como C2C (Consumer to Consumer)

Gráfico 24: Modelo de negocio de startups encuestados. Fuente: Elaboración propia

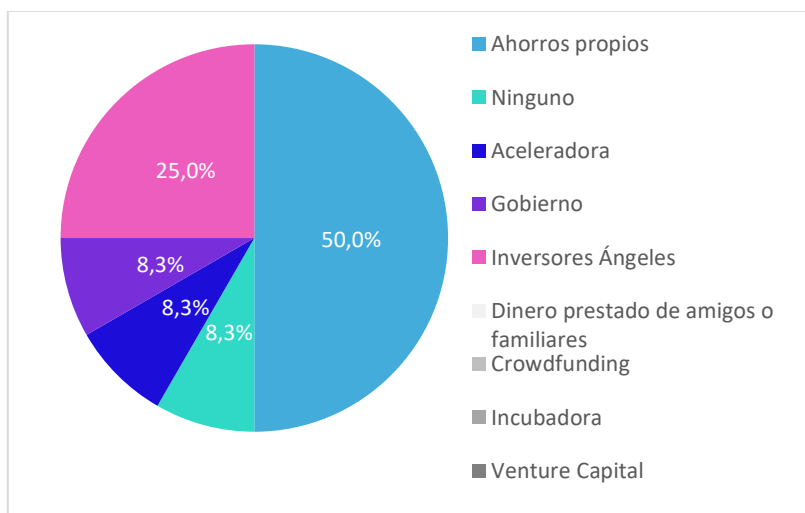


Fuente: Elaboración Propia

La segunda sección de la encuesta se relaciona a lo que tiene que ver con financiamiento.

Para el primer año de un startup el 50% contestó que la fuente de financiamiento más común fue el de ahorros propios. La segunda fuente de financiamiento que se tomó fue el de inversores ángeles. Le sigue gobierno y aceleradora. No se ha obtenido respuesta sobre private equity o venture capital, como se esperaba, ya que como hemos descrito no son fuentes utilizadas en los primeros años de un startup. Tampoco hubo respuesta sobre fondos tomados de crowdfunding o dinero prestado de amigos o familiares, fuente que sí son comunes en una primera etapa de un startup. Durante el primer año del startup el 75% de los encuestados logró recaudar menos a 200.000 dólares, mientras que el restante 25% logro recaudar entre 200.000 dólares y 500.000 dólares.

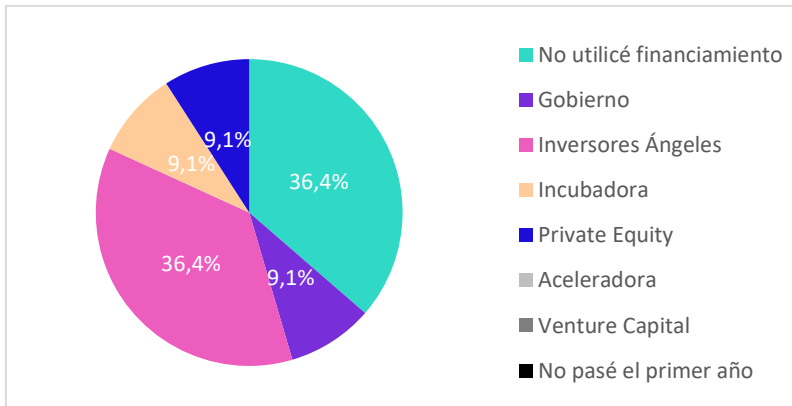
Gráfico 25: Fuente de financiamiento en el primer año del startup encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

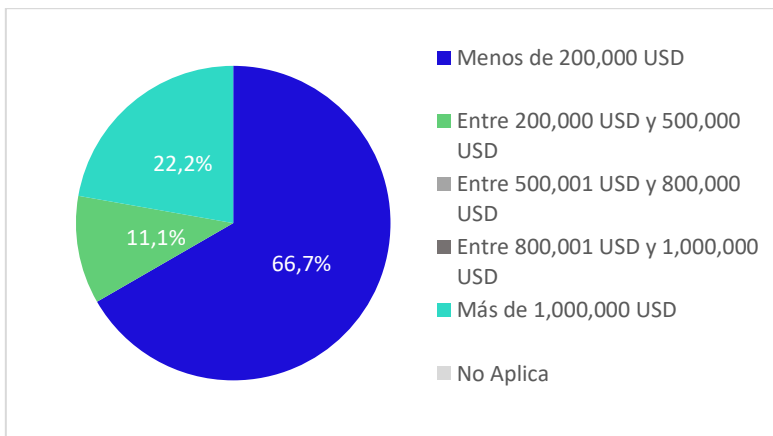
Después del primer año vemos que el financiamiento tomado por los startups empieza a diversificarse un poco más. Igualmente se obtuvo que el 36,4% de los encuestados no tomó financiamiento. Un 36,4% utilizó inversores ángeles como fuente de financiamiento. La proporción restante se divide entre private equity, incubadora y gobierno. Los montos recaudados en esta etapa son también mayores a los de la etapa previa aunque el 54,5% de los encuestados no logró superar los 200.000 dólares recaudados.

Gráfico 26: Fuente de financiamiento después del primer año del startup encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

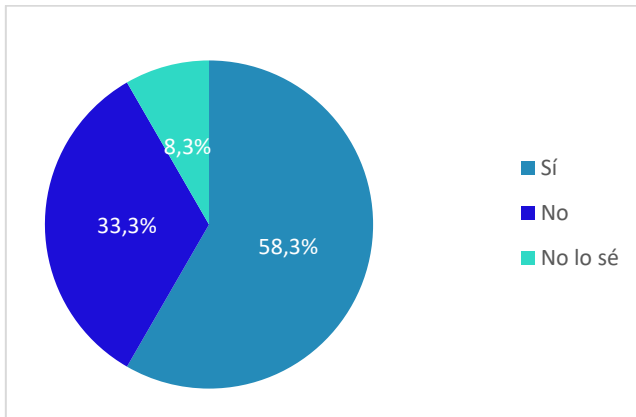
Gráfico 27: Monto de financiamiento tomado después del primer año del startup encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

Luego de preguntar sobre las fuentes de financiamiento tomadas se pasó a incursionar sobre el rendimiento de estas fuentes. Para empezar, se obtuvo que más del 50% de los startups encuestados ya lograron un break-even en su negocio, queriendo decir que obtuvieron ganancias netas. El 33,3% respondió que aún no lo logró y un 8,3% que no sabe. Dentro de los encuestados el 33,3% creó su startup entre los años 2020-2021 lo cual este resultado es sumamente positivo. Si vemos las respuestas individuales los que contestaron que no lograron aún el break-even son justamente aquellos startups creados en los dos últimos años.

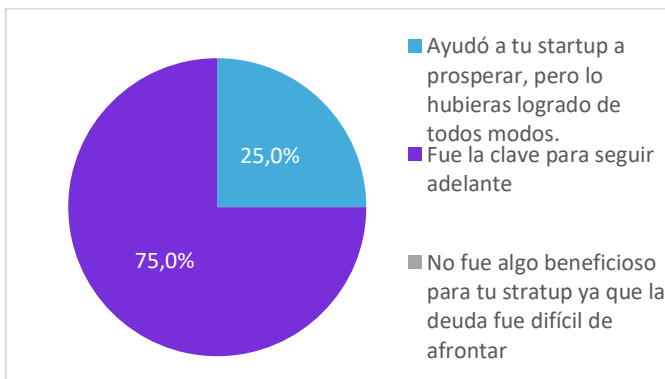
Gráfico 28: Break- even de stratup encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

Aquellos encuestados que contestaron que tomaron financiamiento en alguna de las etapas de los startups, se les preguntó: si creen que este financiamiento ayudó a prosperar pero que lo hubiesen conseguido de todos modos, fue clave para seguir adelante, no fue algo beneficioso para el startup ya que fue muy difícil afrontar la deuda. El 75% contestó que fue clave para seguir adelante.

Gráfico 29: Resultado del financiamiento tomado por emprendedores encuestados.

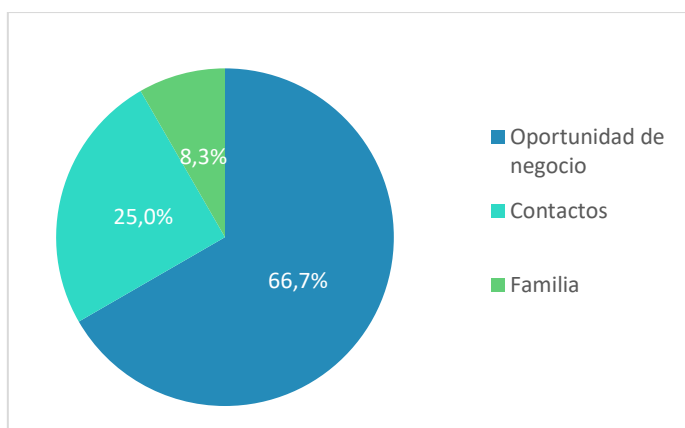


Fuente: Elaboración Propia

Resulta también relevante investigar sobre el contexto argentino en el cual estos startups encuestados están haciendo negocios.

Se preguntó la razón por la cual los emprendedores decidieron emprender en el país. El 66% respondió que fue por una oportunidad de negocio. El 25% respondió que lo fue por contactos, el 8,3% dijo que lo fue por razones familiares y un emprendedor agregó la razón de que lo hizo fue la obra barata que existe en su sector en el cual desarrolla el startup. Este último se recategorizó como oportunidad de negocio.

Gráfico 30: Razón por la cual se decidió emprender en Argentina por emprendedores encuestados.



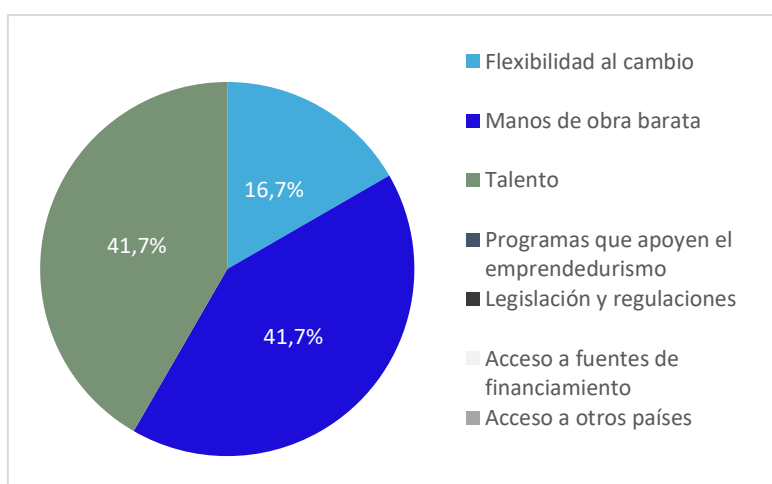
Fuente: Elaboración Propia

Luego se encuestó por los puntos positivos y negativos que se ven de emprender en Argentina. En los puntos positivos se obtuvieron resultados en cuestiones como mano de obra barata, talento encontrado en el país y flexibilidad al cambio. Ninguno de los encuestados respondió que encontraba como punto positivo lo de los programas que apoyan el emprendedurismo, legislación y regulaciones, acceso a fuentes de financiamiento o conectividad con otros países.

En los puntos negativos que se encuentran de emprender en Argentina, se obtuvieron repuestas de los factores como legislación y regulaciones, economía inestable, falta de financiamiento, restricciones a la comercialización con otros países.

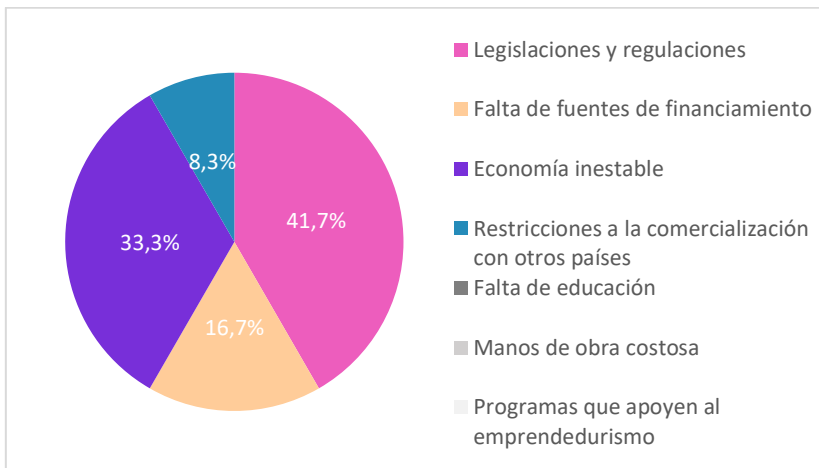
Resulta muy interesante este resultado obtenido ya que de los 12 participantes encuestados vemos una coherencia ya que todos contestaron de una forma similar. Los puntos positivos no se encuentran en los puntos negativos y viceversa.

Gráfico 31: Factores positivos de emprender en Argentina por emprendedores encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

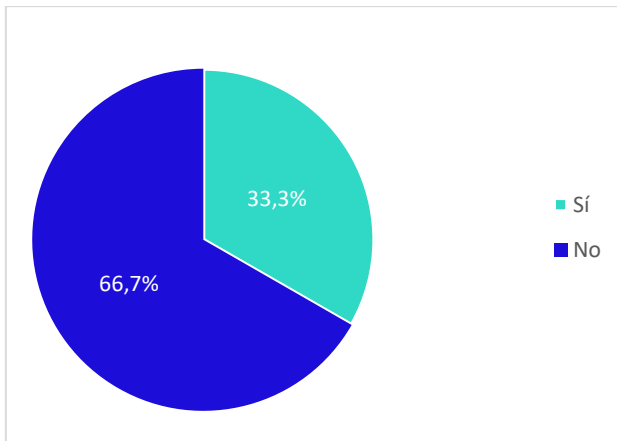
Gráfico 32: Factores negativos de emprender en Argentina por emprendedores encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

Para finalizar la encuesta se indagó sobre la ley de emprendedores analizada en el trabajo. El 66,7% de los encuestados respondió que esta ley no tuvo impacto en su negocio. El 33,3% restante respondió que, sí tuvo impacto, ya que esta ley ayudó en temas de constitución legal, y armado de las SAS.

Gráfico 33: Ley de emprendedores – repercusión sobre emprendedores encuestados.



Fuente: Elaboración Propia

9. Conclusiones

Según la hipótesis planteada se puede concluir que las fuentes de financiamiento disponibles para financiar un startup tienen un impacto sobre el crecimiento acelerado del mismo, pero no es la única variable que importa.

Por definición los startups tienen intrínsecamente el riesgo. Esto se debe a que son empresas que buscan innovar en algún aspecto dentro de la industria en la que se desarrollan. Este riesgo puede impactar positivamente convirtiéndose en una oportunidad de crecimiento acelerado o negativamente traduciéndose en una caída o quiebra del startup. Las variables que intervienen en poder administrar el riesgo de estas compañías no solo influyen en el crecimiento de los startups, sino que también en el de las fuentes de financiamiento. Por lo que ambos están relacionados y son afectadas por el contexto en el país en el cual están establecidos. Algunas de estas variables que influyen al desarrollo de startups y de las fuentes de financiamiento son leyes que favorezcan la actividad emprendedora, incentivos impositivos para la creación de este tipo de empresas y también para fondos de financiamiento y accesos a tecnologías de punta y técnicos capacitados. También es importante promover políticas que atraigan a extranjeros, tanto para que emprendan como para que inviertan. Hoy en día, el mundo está interconectado y sobre todo después de la pandemia mundial. En el rubro de los startups esto se potencia aún más, ya que es un ambiente flexible. Es entonces importante promover factores que faciliten esta conexión con otros países. Dentro de estos aspectos se puede distinguir, una política de inmigración, normas internacionales que ayuden a poner a todos en el mismo nivel y apertura a mercados sobre todo para estrategias de salida de los startups en etapas avanzadas.

En lo que respecta a la Argentina se pueden ver algunos avances que tuvieron efecto positivo en el surgimiento de startups, pero que aún tiene camino por recorrer comparado a los países de la región. La ley de la economía del Conocimiento de 2014 y del emprendedurismo de 2017, las creaciones de las sociedades por acciones simplificadas, el fondo Nacional de apoyo al capital emprendedor, son todas medidas que aportaron al ecosistema emprendedor. Entre las lecciones que esta investigación rescata como catalizadores de un ecosistema más favorable para el desarrollo de startups en Argentina se encuentran las siguientes: la experiencia internacional muestra que hay un papel muy importante en la educación tanto de inversores como de empresarios por lo que se detecta que en Argentina hace falta un programa de alto perfil de este tipo que ayude a cimentar no sólo los proyectos actuales sino además los futuros startups del país involucrando a jóvenes en etapa de formación que serán los futuros líderes del sistema empresarial. Un segundo reto es involucrar en el desarrollo del ecosistema de startups en Argentina a actores internacionales que no sólo expongan a inversionistas y empresarios a las mejores prácticas internacionales sino además que den a los startups argentinos exposición en una plataforma internacional. Otras reformas que son necesarias en Argentina son de carácter fiscal, legal y regulatorio, las cuales son más complejas de lograr ya que requieren de voluntad política para llevarlas a cabo. Sin embargo, estas reformas son necesarias para la actividad empresarial en general, si bien la Ley de Emprendedores de 2017 dio pie a reformas

importantes en el ambiente empresarial, aún faltan retos que atender. Estamos lejos de alcanzar un ecosistema similar al de Brasil o México donde por ejemplo hay leyes de capital de riesgo más favorables, y un mejor desarrollo de los mercados de capital. Esto ayuda también a las fuentes de financiamiento estén en un estadio más avanzado.

Estas conclusiones se condicen con las respuestas realizadas a los emprendedores argentinos, ya que el 41,7% respondió que uno de los aspectos negativos de emprender en Argentina son las legislaciones y regulaciones y por el otro lado el 33,3% respondió que es la economía inestable. Otra de las opciones marcada fue la falta de fuente de financiamiento (16,7%).

Respecto a las fuentes de financiamiento, se puede contemplar que las fuentes de financiamiento vienen creciendo, tanto en disponibilidad como en monto invertido. El monto invertido de capital semilla, emprendedor y privado se ha multiplicado por 5 de 2016 a 2019, y dentro de este, el de semilla y emprendedor alcanzó a multiplicarse por 11 en el mismo período de tiempo. Se cuenta con poca información de dichas fuentes (solo desde el año 2014) por lo cual sugiere también que este tipo de financiamiento es reciente en el país. Si bien las fuentes de financiamiento para startups ayudan el surgimiento de estos, podemos concluir que no es totalmente dependiente. Asimismo, en el trabajo se examinó la correlación entre el desarrollo de las fuentes de financiamiento y el PIB. Al no contar con tantos datos y representar tan poco dentro de la economía, no se pudo concluir que existe una correlación entre ambas variables. Dentro de los 12 emprendedores encuestados el 58,3% no utilizó ninguna de las fuentes de financiamiento estudiada en el trabajo en el primer año del startup. Si bien este porcentaje disminuye para la toma de financiamiento después del primer año, sigue siendo relevante el porcentaje que no toma financiamiento y los que sí lo toman, es igualmente por montos menores a 200,000 usd. Esto coincide con la literatura revisada sobre las fuentes de financiamiento en Argentina. Es igualmente interesante notar que a pesar del poco acceso que se tienen a estas fuentes, los startups en Argentina siguen creciendo y todos los días se puede escuchar el desarrollo de nuevos startups. Esto indicaría que estas fuentes sí ayudan a su crecimiento, pero también hay entonces otras variables.

Por consiguiente, cabe mencionar que en la Argentina existe un potencial enorme para el desarrollo del ecosistema emprendedor, ya que, pese al contexto económico y regulatorio, y las barreras que existen hoy en día, Argentina tiene unas de las empresas más valiosas de la región que comenzaron como startups (Mercado Libre y Globant). Argentina representa el 45% del total del valor del ecosistema emprendedor, pero según el último informe del LAVCA sobre puntaje de ecosistema emprendedor de LATAM, Argentina alcanzó un 51 posicionándose en 8vo lugar, por debajo de Chile, Brasil, México, Colombia, Uruguay, Costa Rica y Perú. Entonces si se pudiese mejorar el ecosistema emprendedor, dando mayores incentivos para startups y estimulando el desarrollo de fuentes de financiamiento, se podría lograr que el impacto de los startups sea significativo dentro de nuestro país, apoyando nuestra economía y llegando a estar a un mismo nivel o superior que el de nuestros países vecinos. A su vez, Argentina tiene la oportunidad de centrarse en lo que es educación, no solo a actuales y futuros emprendedores sino también empresarios con

posibilidad de invertir. Brasil, México y Chile optaron por este camino teniendo grandes resultados. Otra práctica posible es la de abrir los mercados, como tiene hoy Chile, lo cual ayuda también a atraer inversión. Lo más importante que debe tener cuidado la Argentina es la posible fuga de talento, dado que un emprendedor podría considerar un país vecino para desarrollar su startup ya que tiene mejores condiciones.

Analizando desde otro punto de vista, también es posible deducir que los emprendedores dentro de la Argentina están entrenados en lo que respecta al cambio constante de reglas, lo cual siempre les permite estar flexibles al cambio y “rebuscárselas” para encontrar la solución al problema. Este espíritu es el que también se necesita en cualquier país para emprender, ya que al estar innovando se necesita de una gran adaptación al cambio.

Para finalizar, podemos concluir, que Argentina es un país muy preparado y capacitado para tener un gran desarrollo de startups y lograr un crecimiento que pueda contribuir a la economía de país no solo generando ingresos sino también muchos puestos de trabajos que son muy necesario bajo el contexto actual. Solo falta la decisión política de darle mayor apoyo financiero tanto a los startups como a las fuentes de financiamiento, y no por lo contrario desalentar dichas medidas como está ocurriendo con las SAS (Sociedades por Acciones Simplificadas). Con el apoyo necesario, el sector de startups será sin duda, un pilar muy importante dentro de la economía del país como vemos que lo está siendo dentro del resto de las economías del mundo.

10. BIBLIOGRAFÍA

- Angelelli, P. y Kantis, H. (2020). Grande Empresas, Startups e innovación en América Latina. Recuperado de: <https://publications.iadb.org/es/grandes-empresas-startups-e-innovacion-en-america-latina-promesas-y-desafios>
- ARCAP. (2020). Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina. <http://arcap.org/estudios/>
- ARCAP y IAE. (2017). Encuesta sobre el inversor Angel Argentino. <http://arcap.org/estudios/>
- Banco Mundial. (2019). Ease of Doing Business rankings. <https://www.doingbusiness.org/en/rankings>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2020). Grandes empresas, startups e innovación en América Latina: Promesas y desafíos. <http://dx.doi.org/10.18235/0002820>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2021). Tecnolatinas 2021: The LAC Startup Ecosystem Comes of Age. <http://dx.doi.org/10.18235/0003080>
- Basante, M. (2020). Estudio Fintech 2020: Ecosistema argentino. <https://publications.iadb.org/es/estudio-fintech-2020-ecosistema-argentino>
- Betancourt, J. (2018). Fuentes de financiamiento para tu startup según estadio en Argentina. <https://medium.com/@betancourt/fuentes-de-financiamiento-para-tu-startup-en-argentina-ccff95999aba>
- Cano Perea, J. (2015). *EMPRENDEDORES: LA AVENTURA DE CREAR TU PROPIO CAMINO*. IT Campus Academy
- Casson, M. y Wadeson, N. (2007). *The Discovery of Opportunities: Extending the Economic Theory of the Entrepreneur*. Springer.
- Chapman, R.J. (2011). *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*. Reino Unido: John Wiley & Sons, Ltd.
- Day, G.S. y Schoemaker, P.J.H. (2001). *Gerencia de las Tecnologías Emergentes*. Buenos Aires: Wharton. Ediciones.
- Farina, J.M. (1999). *Contratos comerciales modernos*. Ciudad de Buenos Aires: Editorial Astrea

General Electric. (2018). GE Global Innovation Barometer 2018 Full Report. <https://www.usinnovation.org/reports/ge-global-innovation-barometer-2018>

Global Entrepreneurship Monitor. (2018). 2018/2019 Global Report. <https://www.gemconsortium.org/report>

Global Innovation Index. (2020). Global Innovation Index. <https://www.globalinnovationindex.org/analysis-indicator>

Kaplan, S.N. y Stromberg, P. (2007). How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation*, Vol 16, 273-311.

Kortum, S. y Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The RAND Journal of Economics*, Vol 3, 674-692. <https://www.jstor.org/stable/2696354>

LAVCA. (2018). Scorecard on The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America. <https://lavca.org/wp-content/uploads/2017/06/20172018-Scorecard-FINAL.pdf>

Ley N° 27349. Apoyo al capital emprendedor. Buenos Aires, Argentina, 29 de marzo de 2017.

Martin, F. (2004). *Análisis del proceso de identificación de oportunidades de negocios. Estudio de casos de emprendedores argentinos*. Victoria: Universidad del San Andres.

Martinez, F. (2016). *Startupismo*. Mexicaplan de las Tunas: @D.R.

Oliveira, D. (15 de Junio de 2021). El kirchnerismo dará la estocada final a sociedades que usan emprendedores (y te contamos por qué). *IProUP*. <https://www.iproup.com/innovacion/23662-sas-que-son-y-por-que-el-gobierno-quiere-liquidarlas>

Pacheco-Torgal, F., Rasmussen, E., Granqvist, C.G., Ivanov, V., Kaklauskas, A. y Makonin, S. (2016). *Start-Up Creation*. Cambridge: Elsevier Ltd.

Pukala, R., Sira, E. y Vavrek, R. (2018). *Risk Management and Financing among Start-ups*. Sumy State University: Marketing & Management of Innovation.

Puri, M. y Zarutskie, R. (2008). On the Lifecycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. *National Bureau of Economic Research*. DOI 10.3386/w14250

Ruano, L., Alemanu, L., Fernandez Ortiz, R., Rodriguez Osés, E. (2018). Valor añadido de los Venture Capital a las Startups: Preferencias de los emprendedores e inversores. *Revista Española de Capital de Riesgo*, (1), 33-5.

Schwienbacher, A. y Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. Oxford: SSRN.

Startup Commons (s.f). *Startup Development Phases*.
<https://www.startupcommons.org/startup-development-phases.html>

Torres Carbonell, S. (2012). *Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales*.
<https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/inforevista.aspx?IdArticulo=167>

Transparency International (2020). *Corruption Perceptions Index*.
<https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>

Tunguz, T. (2019). *Los 11 riesgos que los inversores evalúan en una startup*.
<https://emprendedoresnews.com/emprendedores/los-11-riesgos-que-los-inversores-evaluan-en-una-startup.html>

United Nations Conference on Trade and development. (2005). *Entrepreneurship and Economic Development: The Empretec Showcase*.
https://unctad.org/en/docs/webiteteb20043_en.pdf

World Economic Forum. (2020). <https://www.weforum.org/reports/>

11. Anexos

11.1. Anexo 1. Encuesta a emprendedores

Los resultados de la encuesta serán utilizados en una tesis de maestría como soporte a la investigación sobre fuentes de financiamiento para startups en Argentina. No se utilizarán nombres reales para resguardar la privacidad de quienes contesten. Son 20 preguntas.

Datos generales del Startup

- 1) Nombre de startup.....
- 2) Año en la que fue creada.....
- 3) ¿Qué es lo que ofrece tu startup?
- 4) ¿Qué puesto ocupas en tu startup? (Es posible seleccionar más de una respuesta)
 - CEO/Director Ejecutivo
 - Director de Marketing
 - CFO
 - CTO
 - Desarrollador
 - Diseñador gráfico
 - Otra
- 5) ¿Cuáles fueron las razones por las que decidiste emprender?
 - Necesidad
 - Visualización de oportunidad
 - Deseo
 - Otra
- 6) ¿Qué tipo de modelo tiene?
 - B2B (business to business)
 - B2C (business to consumer)
 - C2C (consumer to consumer)
 - Otra
- 7) ¿En qué industria está tu startup?
 - Agricultura
 - Alimentación
 - Educación
 - Entretenimiento
 - Finanzas/Fintech
 - IoT (Internet of Things)
 - Market place
 - Marketing
 - Movilidad
 - Salud
 - Seguridad/ciberseguridad

- Otra
- 8) ¿En qué sentido crees que fue innovadora tu idea?
- Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio
 - Conectividad que genera entre personas
 - Ahorro monetario de mi cliente
 - Acceso a un servicio que antes no se llegaba
 - Otra
- 9) ¿Sigue vigente tu startup?
- Sí
 - No
- 10) Si contestaste que no, ¿Por qué no sigue vigente?
- La vendí
 - No obtuve el rendimiento que esperaba
 - Otra

Fuentes de financiamiento

- 11) ¿Qué tipo de financiamiento utilizaste en el primer año de tu startup?
- Ahorros propios
 - Dinero prestado de amigos o familiares
 - Crowdfunding
 - Inversores Ángeles
 - Gobierno
 - Incubadora
 - Aceleradora
 - Venture Capital
 - Private Equity
 - Otra
- 12) ¿Cuánto lograste recaudar en ese tiempo?
- Menos de 200,000 USD
 - Entre 200,000 USD y 500,000 USD
 - Entre 500,001 USD y 800,000 USD
 - Entre 800,001 USD y 1,000,000 USD
 - Más de 1,000,000 USD
 - Otra
- 13) ¿Qué tipo de financiamiento utilizaste después del primer año de tu startup?
- Inversores Ángeles
 - Dinero prestado de amigos o familiares
 - Crowdfunding
 - Inversores Ángeles
 - Gobierno
 - Incubadora
 - Aceleradora
 - Venture Capital
 - Private Equity

- No pasé el primer año
- No utilicé financiamiento
- Otra

14) ¿Cuánto lograste recaudar en ese tiempo?

- Menos de 200,000 USD
- Entre 200,000 USD y 500,000 USD
- Entre 500,001 USD y 800,000 USD
- Entre 800,001 USD y 1,000,000 USD
- Más de 1,000,000 USD
- No Aplica

15) ¿Lograste el break-even point en tu startup?

- Sí
- No
- No sé

Contexto Argentino

16) ¿Por qué decidiste emprender en Argentina?

- Oportunidad de negocio
- Contactos
- Familia
- Otra

17) ¿Qué puntos positivos encontrás de emprender en la Argentina?

- Talento
- Manos de obra barata
- Programas que apoyen el emprendedurismo
- Legislación y regulaciones
- Flexibilidad al cambio
- Acceso a fuentes de financiamiento
- Acceso a otros países
- Otra

18) ¿Qué puntos negativos encontrás de emprender en la Argentina?

- Falta de educación
- Manos de obra costosa
- Programas que apoyen al emprendedurismo
- Legislaciones y regulaciones
- Economía inestable
- Falta de fuentes de financiamiento
- Restricciones a la comercialización con otros países
- Otra

19) ¿Te ayudó en algo la Ley de Emprendedores de 2017?

- Sí
- No

20) Si tu respuesta fue sí, en qué te ayudó?.....

11.2. Anexo 2. Respuesta por emprendedor

Fecha de Realización	7/25/2021 18:09:59	7/25/2021 18:14:45	7/25/2021 18:41:14	7/25/2021 19:22:15	7/25/2021 20:08:02	7/25/2021 20:09:57	7/25/2021 20:19:49	7/25/2021 21:25:28	7/25/2021 22:11:18	7/26/2021 9:21:51	7/26/2021 18:06:19	7/26/2021 18:52:40
Nombre de startup	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E	Empresa F	Empresa G	Empresa H	Empresa I	Empresa J	Empresa K	Empresa L
Año en la que fue creada	2016	2020	2013	2015	2013	2020	2020	2018	2015	2017	2021	2017
¿Qué es lo que ofrece tu startup?	Muebles para el hogar	Salud de forma digital	Digital automatiz	Software para Hoteleros Independientes	Acceso a cientos de gimnasios y centros de fitness	Clases de idioma a empresas	Membresia online con acceso a programas de entrenamiento, nutrición y bienestar.	Producto Digital. Legal Tech	Servicios de MKT digital	Plataforma que automatiza, con inteligencia artificial, el marketing digital de performance para e-commerce	Clases online	Software de Projects Profitability
¿Qué puesto ocupás en tu startup? (Es posible seleccionar más de una respuesta)	CFO	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CEO/Director Ejecutivo	CTO	CEO/Director Ejecutivo	CFO
¿Cuáles fueron las razones por las que decidiste emprender?	Visualización de oportunidad	Visualización de oportunidad	Deseo	Deseo	Deseo	Deseo	Visualización de oportunidad	Visualización de oportunidad	Visualización de oportunidad	Deseo	Visualización de oportunidad	Visualización de oportunidad

¿Qué tipo de modelo tiene?	B2C (business to consumer)	B2B (business to business)	B2B (business to business)	B2B (business to business)	B2B (business to business)	B2B (business to business)	B2C (business to consumer)	B2C (business to consumer)	B2C (business to consumer)	B2B (business to business)	B2C (business to consumer)	B2B (business to business)
¿En qué industria está tu startup?	Decoración y diseño	Salud	Movilidad	SaaS	Market place	Educación	Salud	Legal Tech	Marketing	Marketing	Educación	SaaS
¿En qué sentido crees que fue innovador a tu idea?	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Ahorro monetario de mi cliente	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Acceso a un servicio que antes no se llegaba	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Acceso a un servicio que antes no se llegaba	Conectividad que genera entre personas	Plataforma en la cual comercializo mi producto/servicio	Acceso a un servicio que antes no se llegaba	Acceso a un servicio que antes no se llegaba
¿Sigue vigente tu startup?	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Si contestaste que no, ¿Por qué no sigue vigente?					La vendí							
¿ Que tipo de financiamiento utilizaste en el primer año de tu startup?	Ahorros propios	Ninguno	Ahorros propios	Aceleradora	Gobierno	Inversores Ángeles	Ahorros propios	Ahorros propios	Ahorros propios	Ahorros propios	Inversores Ángeles	Inversores Ángeles
¿Cuánto lograste recaudar en ese tiempo?	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Entre 200,000 USD y 500,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Entre 200,000 USD y 500,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Entre 200,000 USD y 500,000 USD
¿ Qué tipo de financiamiento	No utilicé financiamiento	No utilicé financiamiento	No utilicé financiamiento	Gobierno	Inversores Ángeles	Inversores Ángeles	Inversores Ángeles	Incubadora	Private Equity	No utilicé financiamiento		Inversores Ángeles

¿Cuánto utilizaste después del primer año de tu startup?												
¿Cuánto lograste recaudar en ese tiempo?	Menos de 200,000 USD	No aplica	Entre 200,000 USD y 500,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Más de 1,000,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	Menos de 200,000 USD	No aplica		Más de 1,000,000 USD
¿Lograste el break-even point en tu startup?	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No lo sé	Sí	No	No
Si sí, ¿En cuanto tiempo lo lograste?	Primer año		3 años	2 años	Un año		1 año			Siempre fuimos saludables. Al no tener inversión, siempre apuntamos a tener EBITDA 0		
Si no, ¿En cuanto tiempo crees que lo lograrías?		18 meses				7 años		6 meses	2/3 años		3 meses	No estamos buscando alcanzar el break even
Si obtuviste financiamiento de algún tipo, crees que:			Ayudó a tu startup a prosperar, pero lo hubieras logrado de todos modos.	Fue la clave para seguir adelante	Ayudó a tu startup a prosperar, pero lo hubieras logrado de todos modos.	Fue la clave para seguir adelante	Fue la clave para seguir adelante	Fue la clave para seguir adelante			Fue la clave para seguir adelante	Fue la clave para seguir adelante

¿Por qué decidiste emprender en Argentina?	Oportunidad de negocio	Oportunidad de negocio	Oportunidad de negocio	Contactos	Familia	Contactos	Oportunidad de negocio	Oportunidad de negocio	Contactos	Oportunidad de negocio	Oportunidad de negocio	Oportunidad de negocio
¿Qué puntos positivos encontrás de emprender en la Argentina?	Flexibilidad al cambio	Manos de obra barata	Talento	Talento	Manos de obra barata	Talento	Manos de obra barata	Flexibilidad al cambio	Manos de obra barata	Talento	Talento	Manos de obra barata
¿Qué puntos negativos encontrás de emprender en la Argentina?	Legislaciones y regulaciones	Falta de fuentes de financiamiento	Legislaciones y regulaciones	Economía inestable	Legislaciones y regulaciones	Economía inestable	Economía inestable	Restricciones a la comercialización con otros países	Legislaciones y regulaciones	Economía inestable	Falta de fuentes de financiamiento	Legislaciones y regulaciones
¿Te ayudó en algo la Ley de Emprendedores de 2017?	No	No	Sí	No	No	Sí	No	Sí	No	No	No	Sí
Si tu respuesta fue sí, en qué te ayudó?			Sas en 24 ha			Armamos una SAS		Constitución legal				Abrimos una SAS en Argentina que era subsidiaria de nuestra holding de USA

