

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Fuentes de financiamiento para empresas *start-up* en
Argentina en el periodo 2016-2021

AUTOR: NORBERTO MARIANO NARDI

JULIO 2023

Resumen

El interrogante al que se busca dar respuesta en este trabajo es mediante qué fuentes puede acceder a financiamiento una empresa *start-up* en Argentina. De esta manera, el objetivo general planteado es identificar cuáles son las alternativas de financiamiento específicas para *start-ups* más adecuadas para una empresa emergente con intenciones de desarrollarse en el país, considerando la evolución del sector en el periodo 2016-2021. A su vez, los objetivos intermedios que se busca alcanzar son, en primer lugar, distinguir qué fuentes de financiamiento se encuentran disponibles y cuáles son algunas de las entidades que lo otorgan. En segundo lugar, detectar *start-ups* que pueden considerarse casos de éxito luego de haber accedido a las mencionadas fuentes. Finalmente, con la incorporación del punto de vista de los emprendedores acerca del tema, precisar los medios de financiamiento más adecuados.

Para ello se definen fuentes tales como las denominadas 3F, inversores ángeles, programas gubernamentales, aceleradoras, incubadoras, *crowdfunding*, *Venture Capital* y *Private Equity*; y se analizan sus particularidades, ventajas y desventajas para el emprendedor, formas de acceso, montos y entidades que lo otorgan. Posteriormente, se presentan siete *start-ups* seleccionadas como casos de éxito y se detalla la manera en que se financiaron desde su creación hasta su consolidación en sus respectivos mercados. También se analiza el financiamiento de las siete empresas argentinas que, iniciadas como *start-ups*, alcanzaron la categoría de unicornio en el periodo de análisis. En una siguiente instancia, se recurre directamente al testimonio de fundadores de *start-ups* entre 2016 y 2021 mediante una encuesta acerca del financiamiento de sus compañías.

Finalmente, se busca arribar a conclusiones acerca de las fuentes de financiamiento disponibles en el país, las entidades que lo otorgan, la posibilidad de acceder a ellas en manera conjunta en los inicios de una *start-up* y la necesidad de contar con capitales de riesgo para respaldar una mayor expansión.

Palabras clave: Startup, Startup Financing, Entrepreneurship (M13 New Firms; Startups)

Índice de contenidos

1. Introducción al tema	4
1.1. Fundamentación y planteamiento del problema	4
1.2. Objetivos de investigación.....	5
1.3. Aspectos metodológicos	5
1.4. Estructura del trabajo final de especialización	6
2. Marco teórico.....	7
2.1. Introducción.....	7
2.2. El concepto de <i>bootstrapping</i>	7
2.3. El <i>Venture Capital</i> y su impacto en las <i>start-ups</i>	8
2.4. Préstamos bancarios y préstamos informales	10
2.5. Inversores informales e inversores institucionales	11
2.6. El papel de las aceleradoras.....	12
2.7. El rol de los inversores ángeles	13
2.8. Conclusiones.....	14
3. Fuentes de financiamiento para <i>start-ups</i> en Argentina	16
3.1. Introducción.....	16
3.2. Incubadoras y aceleradoras.....	16
3.3. Inversores ángeles.....	18
3.4. Programas gubernamentales	20
3.5. <i>Crowdfunding</i>	21
3.6. <i>Venture Capital</i>	22
3.7. <i>Private equity</i>	23
3.8. Conclusiones.....	24
4. Casos de financiamiento <i>start-up</i> exitosos en el periodo 2016-2021	26
4.1. Introducción.....	26
4.2. Casos de éxito.....	27
4.3. Casos de éxito particulares: Unicornios argentinos.....	31
4.4. Conclusiones.....	34
5. El financiamiento desde el punto de vista de los emprendedores	35
5.1. Introducción.....	35
5.2. Perfil de las <i>start-ups</i> participantes.....	35
5.3. Acceso a fuentes de financiamiento específicas para <i>start-ups</i>	37
5.4. Preferencias de financiamiento.....	40
5.5. Conclusiones.....	41
6. Conclusiones.....	42
7. Referencias bibliográficas	45
8. Anexo.....	48

1. Introducción al tema

1.1. Fundamentación y planteamiento del problema

En los últimos años, numerosas empresas argentinas alcanzaron la categoría de “unicornio”, es decir, una capitalización bursátil superior a los mil millones de dólares. Mercado Libre, Despegar, OLX y Globant fueron las primeras en lograr esa condición, y luego se incorporaron Auth0, Vercel, Aleph, Mural, Bitfarms, Ualá y Tiendanube (Radici, 2021). Estas empresas, iniciadas como *start-ups*, no solo generan riqueza sino también empleo e innovación en el país y para obtener este título debieron acceder a numerosas rondas de financiamiento.

En los primeros momentos en la vida de un proyecto, los emprendedores requieren financiamiento para llevar a cabo una serie de actividades iniciales: la elaboración de su plan de negocios, la realización de estudios de mercado, el desarrollo de un producto mínimo viable, entre otras. Sin embargo, al tratarse de empresas de reciente creación, no se encuentran en condiciones de recurrir a la tradicional financiación bancaria; ya que no cuentan con garantías prendarias, no pueden presentar estados contables de ejercicios anteriores y aún no generan utilidades.

A nivel mundial, la cantidad de emprendimientos financiados por inversores de manera informal supera a los respaldados por capitales de riesgo. “Por cada nueva empresa que empieza su vida con capitales de riesgo, hay más de 10.000 que empiezan sólo con financiación de los mismos emprendedores, y en muchos casos inversores informales” (Torres Carbonell, 2012, pág. 51). Sin embargo, las características propias de nuestro país, con un reducido mercado de capitales y sucesivas crisis económicas permiten suponer una situación aún más adversa para el emprendedor.

Mediante este trabajo se buscará identificar cuáles de las modalidades de financiamiento específicas para *start-ups* (aceleradoras, inversores ángeles, *crowdfunding*, fondos de capital de riesgo, etc.) se encuentran efectivamente disponibles en el país, cuál es su real aplicación, sus ventajas y desventajas y sus posibilidades de acceso; y permitirle al emprendedor reconocer aquellas más convenientes para financiar su proyecto y lograr su consolidación en el mercado.

En síntesis, el problema al que se busca dar respuesta es mediante qué fuentes puede acceder a financiamiento una empresa *start-up* que quiere desarrollarse en el país y cuáles serían las más adecuadas, tomando en consideración la evolución del sector durante el periodo 2016-2021.

1.2. Objetivos de investigación

El objetivo general planteado en este trabajo es identificar cuáles son las fuentes de financiamiento específicas para *start-ups* más adecuadas para una empresa emergente con intenciones de desarrollarse en el país, considerando la evolución del sector en el periodo 2016-2021.

A su vez, los objetivos específicos que se busca alcanzar son, en primer lugar, distinguir cuáles de las fuentes de financiamiento típicas para *start-ups* (Incubadoras, aceleradoras, fondos de *venture capital*, *crowdfunding*, programas gubernamentales, etc.) se encuentran disponibles en el país y cuáles son algunas de las entidades que lo otorgan.

En segundo lugar, detectar *start-ups* que lograron consolidarse en sus mercados y pueden considerarse casos de éxito luego de haber accedido a las mencionadas fuentes de financiamiento en el país en los últimos años.

Finalmente, precisar los medios de financiamiento más adecuados para las *start-ups* en Argentina, a partir del análisis de los casos de éxito mencionados y con la incorporación del punto de vista de los emprendedores acerca del tema.

1.3. Aspectos metodológicos

Respecto a la metodología a llevar adelante, se identificarán en primer lugar los principales estudios acerca del financiamiento para empresas *start-ups* y su evolución a lo largo del tiempo. Para ello se partirá desde la investigación desarrollada por Bhidé (1992) y su valoración del concepto de *bootstrapping* y se buscará seguir una línea cronológica de acuerdo con las investigaciones que se llevaron a cabo en el sector: Hellmann y Puri (1999), Astebro y Bernhardt (2003), Nofsinger y Wang (2011), Radojevich-Kelley y Lynn Hoffman (2012) y Kerr, Lerner y Schoar (2014), entre otras.

Luego, se definirán fuentes tales como las denominadas 3F, inversores ángeles, *Venture Capital*, *Private Equity*, programas gubernamentales, aceleradoras, incubadoras y *crowdfunding*. Presentados los medios de financiamiento, se buscará identificar cuáles de esas alternativas para *start-ups* se encuentran efectivamente disponibles en el país y se analizarán sus particularidades, ventajas y desventajas para el emprendedor, formas de acceso, montos y entidades que lo otorgan. La Asociación Argentina de Capital Privado, Emprendedor y Semilla (ARCAP) brinda información al respecto¹. Se indagará también

¹ La Asociación Argentina de Capital Privado, Emprendedor y Semilla (ARCAP) es una organización sin fines de lucro cuyo objetivo es promover el desarrollo de la Industria de Capital Privado en Argentina. Busca

acerca de programas de financiamiento *start-up* desarrollados por las distintas esferas de gobierno y se investigará si la legislación argentina permite alternativas de financiamiento no convencionales, como por ejemplo el *crowdfunding*.

Posteriormente se presentará un conjunto de *start-ups* que lograron acceder a los mencionados medios de financiamiento y pueden ser consideradas casos de éxito. Se detallará la manera en que se financiaron desde su creación hasta su consolidación en sus respectivos mercados. Se buscará analizar desde empresas que accedieron a financiación semilla hasta aquellas que alcanzaron la categoría de unicornio en el periodo de análisis. Para determinar si los resultados fueron positivos y puede considerarse un caso exitoso, los parámetros a seguir serán, en primer lugar, la supervivencia de la empresa y luego la expansión de sus operaciones, registro de patentes, incremento en sus ventas, etc. La fuente de consulta principal serán artículos periodísticos.

En una siguiente instancia, se recurrirá directamente al punto de vista de los emprendedores acerca del tema para precisar los medios de financiamiento más adecuados. Se realizará una encuesta a fundadores de *start-ups* a partir del directorio del sitio *web* startupeable.com acerca del financiamiento de sus empresas: mediante qué fuentes lo obtuvieron, las dificultades que encontraron al hacerlo, qué destinos tuvieron los primeros fondos, a qué fuentes desearían poder acceder, cuál es su valoración del impacto del financiamiento en sus empresas, entre otras cuestiones. Tomando en consideración *start-ups* listadas con fecha de creación en el periodo 2016-2021, el tamaño de la muestra será de 113 empresas.

1.4. Estructura del trabajo final de especialización

El trabajo se organizará de la siguiente manera: en la sección 2 se analizarán brevemente las principales investigaciones realizadas sobre el financiamiento de las *start-ups*. En el capítulo 3 se presentarán fuentes de financiamiento disponibles en el país. En el capítulo 4 se describirán casos de financiamiento considerados exitosos y finalmente, en el capítulo 5, se expondrán los resultados de la encuesta realizada a fundadores de *start-ups*.

2. Marco teórico

2.1. Introducción

De acuerdo con el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2017), una *start-up* se define como:

Una empresa de nueva creación que presenta grandes posibilidades de crecimiento. Aunque el término de *start-up* puede referirse a compañías de cualquier ámbito, normalmente se suele utilizar para aquellas que tienen un fuerte componente tecnológico, que están relacionadas con el mundo de Internet y la tecnología (pág. 284).

Las grandes posibilidades de crecimiento, o escalabilidad del negocio, constituyen un elemento primordial: “Una *start-up* no es una versión en pequeño de una gran empresa. Una *start-up* es una organización temporal en busca de un modelo de negocio rentable, que puede repetirse y que puede hacerse más grande” (Blank & Dorf, 2013, pág. 24).

“Uno de los pasos más importantes para iniciar un emprendimiento empresarial es asegurar una fuente de financiamiento adecuada” (Čalopa y otros, 2014, pág. 25). En las últimas décadas, se desarrollaron en distintos países numerosos estudios para determinar las características del financiamiento de este tipo de empresas. En nuestro país, el surgimiento de *start-ups* es un fenómeno relativamente nuevo, aún con necesidad de ser investigado y los principales informes sobre el financiamiento del sector son realizados por la Asociación Argentina de Capital Privado, Emprendedor y Semilla (ARCAP). Por lo tanto, la bibliografía a analizar en este marco teórico se corresponde principalmente con investigaciones y estudios realizados en el exterior. Sin embargo, las características generales de los distintos tipos de financiamiento pueden extrapolarse a la situación en Argentina. Los estudios de referencia se presentarán en orden cronológico de acuerdo con su fecha de publicación.

2.2. El concepto de *bootstrapping*

A principios de 1990, el profesor Amar Bhidé realizó una serie de entrevistas a fundadores de cien compañías listadas por la revista especializada Inc. entre las 500 empresas privadas de más rápido crecimiento en los Estados Unidos, con la idea de estudiar su financiamiento. Las conclusiones de este estudio resaltan el valor del concepto de “*bootstrapping*”: lanzar empresas con modestos fondos personales. Más del 80% de estas compañías se habían financiado con ahorros personales de sus fundadores, tarjetas de crédito y segundas hipotecas. El capital inicial promedio era de USD 10.000 y luego se sustentaban en deuda o ganancias retenidas para crecer. De esta manera, menos de la quinta parte de los casos

analizados habían accedido a financiamiento externo mediante *equity* en los cinco años siguientes a su creación (Bhidé, 1992).

“*Bootstrapping* es emprendimiento en su forma más pura. Es la transformación de capital humano en capital financiero” (Lahm & Little, 2005). El concepto puede dividirse en dos partes que se superponen: desarrollo del negocio y desarrollo del producto. Las técnicas más comunes de *bootstrapping* de desarrollo del negocio incluyen compensación reducida o diferida para los fundadores, el uso de ahorros, tarjetas de crédito o préstamos con garantía hipotecaria, tal como menciona Bhidé. Las formas más habituales de *bootstrapping* de desarrollo de producto abarcan acuerdos especiales de acceso a hardware, licencias prepagas, regalías o anticipos de clientes, investigación y desarrollo financiado por clientes y conversión de proyectos de consultoría en proyectos comerciales. Los emprendimientos basados en tecnología, especialmente de la industria del *software*, se apoyan más frecuentemente en las técnicas de desarrollo de negocio que en las de producto (Freear y otros, 2002).

Según Bhidé, los capitales de riesgo o *Venture Capital* son inapropiados para la mayoría de las *start-ups*, ya que típicamente las empresas emergentes carecen de algunos o todos los criterios utilizados por los inversores para identificar sus oportunidades: escala, ventajas patentadas, planes bien definidos y fundadores reconocidos o bien considerados. El autor también señala la disminución de la flexibilidad como una consecuencia negativa de la financiación prematura: con frecuencia las estrategias iniciales de las *start-ups* deben ser modificadas radicalmente y, en caso de hacerlo, se generaría incertidumbre en los inversores. Por lo tanto, los emprendedores sin certeza sobre sus mercados o sin experiencia lidiando con la presión de inversores podrían desenvolverse mejor sin recurrir a capital ajeno.

De esta manera, los *bootstrappers* en búsqueda de ser exitosos deberían tener especial cuidado de expandirse solamente a la velocidad que puedan controlar, dado que es prudente desde el punto de vista financiero y ayuda al empresario a desarrollar habilidades de gestión. Entre las recomendaciones formuladas por Bhidé para emprendedores se encuentran: iniciar las operaciones rápidamente, buscar proyectos que generen un flujo de caja positivo lo antes posible y cultivar relaciones con entidades bancarias con anticipación (Bhidé, 1992).

2.3. El *Venture Capital* y su impacto en las *start-ups*

Años más tarde, en un estudio publicado por Thomas Hellmann y Manju Puri se investigó la relación entre el financiamiento mediante *Venture Capital* y los distintos tipos de *start-ups*. Los autores establecieron una distinción entre compañías innovadoras y compañías

imitadoras a partir de sus estrategias. Las innovadoras son aquellas empresas pioneras en introducir nuevos productos o servicios para los que todavía no se ofrecen sustitutos en el mercado. Por su parte, las imitadoras también participan en productos y tecnologías relativamente nuevos, pero no son los primeros en moverse en sus mercados, y necesitan competir en aspectos distintos a la innovación. Los interrogantes planteados eran sí la elección de una estrategia de mercado de productos podía influir en el tipo de financiación obtenida por una *start-up* y, en segundo lugar, sí la elección de un tipo de inversionista afectaba los resultados de los productos o servicios en el mercado.

Para desarrollar su investigación se valieron de un conjunto de datos único, recopilado a mano, acerca de 173 empresas de alta tecnología en Silicon Valley y de diversos instrumentos como encuestas, entrevistas, bases de datos comerciales y todo tipo de información públicamente disponible. Examinaron, por un lado, la relación entre la estrategia utilizada -innovadora o imitadora- y el tipo de financiamiento -*Venture capital* u otras alternativas-; por otro, la relación entre el tipo de financiamiento y el resultado en el mercado de productos, principalmente en cuanto a *time to market*, definido como el periodo entre la creación de la *start-up* y la primera venta de su producto o servicio.

Concluyeron que las firmas innovadoras tienen mayores posibilidades de ser financiadas mediante *Venture Capital* que las firmas imitadoras. También observaron que las *start-ups* innovadoras eran financiadas por capitales de riesgo más temprano en su ciclo de vida. A su vez, este tipo de financiamiento se asocia con una reducción significativa en el tiempo que demora el producto en lanzarse al mercado, principalmente en el caso de las innovadoras. Por último, comprobaron que el *Venture Capital* se asocia con montos de financiamiento significativamente mayores para las empresas imitadoras que para las innovadoras. Esto sugiere que el capital de riesgo toma diferentes roles en diferentes tipos de compañías. En el caso de las imitadoras el aspecto más relevante es la provisión de fondos, mientras que, para las innovadoras, el impacto en el mercado de productos puede ser más importante (Hellmann & Puri, 1999).

Por su parte, Antonio Davila, George Foster y Mahendra Gupta investigaron el rol del *Venture capital* en el crecimiento de las *start-ups*, puntualizando su enfoque en la evolución de la cantidad de empleados. Para ello confeccionaron una base de datos compuesta por 494 *start-ups*, ubicadas también en Silicon Valley. Observaron que, en líneas generales, la cantidad de empleados en las empresas invertidas por *Venture Capital* empieza a crecer inmediatamente antes del evento de financiamiento y el crecimiento se acelera en los meses posteriores. Su conclusión es que el apoyo del *Venture Capital* provee una señal poderosa al

mercado de trabajo acerca de la calidad de la empresa y permite a los potenciales empleados superar la asimetría de la información (Davila y otros, 2003).

2.4. Préstamos bancarios y préstamos informales

Por otro lado, Thomas Astebro e Irwin Bernhardt investigaron en 2001 la relación entre la supervivencia de empresas emergentes y el acceso a préstamos bancarios. Se basaron en la encuesta "Características de los propietarios de empresas" (CBO por sus siglas en inglés) realizada en 1987 y analizaron la supervivencia de los emprendimientos cuatro años después, independientemente de que se haya producido un cambio de propietarios. La muestra seleccionada se compuso por 738 *start-ups*.

Los investigadores desarrollaron un modelo de la probabilidad de supervivencia utilizando tres conjuntos de predictores. El primero de ellos era si la *start-up* había accedido a un préstamo bancario o de otro tipo en el momento de la puesta en marcha. En segundo lugar, definieron las características del capital humano, incluyendo la cantidad de propietarios, su nivel de educación formal y su experiencia previa. Por último, tomaron en cuenta las características de las compañías, su tipo societario y su capital inicial.

Los resultados de la investigación indican que, si bien es probable que un préstamo bancario mejore las posibilidades de supervivencia de una *start-up*, existe una correlación negativa entre contar con un préstamo bancario y la supervivencia del negocio, y una correlación positiva entre contar con un préstamo no bancario (familiares, amigos, hipoteca, tarjetas de crédito personales) y la supervivencia del negocio. También identificaron un gran grupo de *start-ups* (22%) con propietarios altamente calificados y mayores ratios de supervivencia que las *start-ups* con acceso a créditos bancarios. Se concluye que los resultados se deben a la autoselección de propietarios con mayores niveles de educación y experiencia contra la banca comercial, es decir, su preferencia por otras alternativas de financiamiento (Astebro & Bernhardt, 2003).

Estudios más recientes, basados en una muestra de 9.715 *start-ups* creadas entre 2005 y 2009 en Alemania, indican que las firmas de las industrias clasificadas como *high-tech*, que requieren una mayor intensidad de investigación y desarrollo, son menos propensas a utilizar préstamos bancarios y encuentran mayores dificultades para el acceso que empresas pertenecientes a otras industrias (Brown y otros, 2012).

2.5. Inversores informales e inversores institucionales

Posteriormente, un análisis desarrollado en el año 2009 por John R. Nofsinger y Weicheng Wang en base a la encuesta Global Entrepreneurship Monitor (GEM) del año 2003 examinó los determinantes del financiamiento inicial para la puesta en marcha de empresas en 27 países. Investigaron la respuesta de los inversores institucionales (Fondos de *Venture Capital*, bancos y agencias gubernamentales) e informales (familiares, amigos, colegas, empleadores, etc.) a tres diferentes tipos de señales: tipo de producto (ya existente o nuevo), producción de tecnología (ya existente o nueva) y la experiencia previa del emprendedor. Para desarrollar su investigación, seleccionaron una muestra de 1.869 *start-ups* con menos de seis meses de antigüedad. También tomaron en consideración las características del ambiente institucional respecto a la protección de la propiedad privada, la calidad del cumplimiento de los contratos y la ausencia de corrupción. El objetivo era comprender cuáles son los factores que determinan las fuentes de financiamiento de las *start-ups* dentro de un marco internacional.

Los resultados empíricos muestran que el grado de protección del inversor tiene un notable impacto positivo en el acceso a financiamiento externo, independientemente del tipo de inversionista. En primer lugar, los institucionales se basan mayormente en la experiencia de los emprendedores en la gestión de nuevas empresas y en la calidad de la protección del inversor para reducir el riesgo moral y la asimetría de la información. También tienden a invertir en productos ya existentes. Por otro lado, los inversores informales suelen ser atraídos por aquellas firmas que proponen nuevos productos. En comparación, es más probable que los inversores informales tengan una relación social con el emprendedor, y cuenten así con información sobre la habilidad y el carácter de esa persona, lo que convierte a la experiencia empresarial en un factor menos importante. Finalmente, el interés de los inversores institucionales en financiar productos nuevos se incrementa en ambientes con una fuerte protección del inversor y recae más fuertemente en la experiencia del emprendedor en ambientes con una baja protección legal (Nofsinger & Wang, 2011).

Julia Korostelevaa y Tomasz Mickiewicz**b** profundizaron el análisis sobre la influencia del ambiente institucional, basándose también en las encuestas del GEM en el periodo 2001-2006. Examinaron específicamente el impacto del marco financiero, los sistemas de derechos de propiedad y los flujos financieros internacionales en el financiamiento de *start-ups*. Confirmaron que una fuerte protección legal y la liberalización financiera tienen un impacto positivo en el acceso y el tamaño del financiamiento externo. Por otro lado, mientras que los préstamos informales facilitan a las *start-ups* el financiamiento externo, no mejoran

el proyecto a gran escala. Su conclusión es que las *start-ups* de alto crecimiento requieren instituciones más sofisticadas y un sistema financiero bien desarrollado (Korosteleva & Mickiewicz, 2011).

2.6. El papel de las aceleradoras

Un trabajo publicado en 2012 por Nina Radojevich-Kelley y David Lynn Hoffman examinó el rol de las aceleradoras en Estados Unidos. Se enfocaron en cinco de las principales compañías de capital semilla: Capital Factory, Launch Box Digital, Start@Spark, Y Combinator y Tech Stars. Para desarrollar su investigación analizaron a las *start-ups* participantes de los programas de entrenamiento, entrevistaron a los directores de las aceleradoras, estudiaron sus sitios *web* y distintos materiales. También contactaron a los fundadores de las aceleradoras para llevar a cabo un cuestionario abierto.

La motivación de su investigación era examinar el papel de las aceleradoras en la asistencia a las *start-ups*. Los interrogantes específicos a los cuales se buscaba dar respuesta eran si las aceleradoras tienen un rol fundamental en el apoyo, educación y asistencia al éxito de las compañías emergentes; qué tipo de soporte brindan estas compañías; cómo es su proceso de selección de candidatos y qué desafíos y obstáculos observan en las *start-ups*.

Los resultados de la investigación indican que las *start-ups* participantes en los procesos de aceleración alcanzan mayores tasas de éxito que las no participantes, medido por su longevidad en el negocio y el acceso a futuro financiamiento. Mientras que la Administración de Pequeños Negocios (SBA, por sus siglas en inglés) reporta que el 50% de los nuevos proyectos fracasan en los primeros cuatro años, tres de las aceleradoras analizadas demostraron que entre un 60 y un 70% de las *start-ups* respaldadas recibieron fondos adicionales y muchas fueron adquiridas por terceros.

Respecto al tipo de soporte brindado, los principales beneficios reportados son las redes de contacto o *networking* y mentoría. Las aceleradoras fueron creadas para proveer soporte, educar y cubrir la brecha de financiamiento sufrida por los emprendedores a cambio de una participación en la compañía.

Acerca del proceso de selección, la mayoría de los fundadores de aceleradoras coinciden en que invierten predominantemente en *start-ups* basadas en tecnología, especialmente *mobile*, aplicaciones *web*, *cloud* y otras tecnologías en evolución. Sin embargo, también aceptan ocasionalmente proyectos que no se basan en tecnología si consideran viable la propuesta de negocio, están personalmente interesados en la idea o les agrada el equipo emprendedor.

Finalmente, casi tres cuartas partes de las aceleradoras analizadas consideran que, luego del financiamiento, los mayores desafíos enfrentados por las *start-ups* son no conocer su mercado objetivo, no contar con conocimientos sobre *marketing*, dificultades para llegar a sus clientes y falta de experiencia en general en el negocio propuesto (Radojevich-Kelley & Lynn Hoffman, 2012).

Un impulsor clave de los efectos positivos de las aceleradoras sobre las *start-ups* es la presencia de un mecanismo de aprendizaje novedoso denominado consulta amplia, intensiva y pautada (BIP, por sus siglas en inglés) con terceros. De esta manera, en lugar de desarrollar un proceso de “prueba y error”, las *start-ups* pueden ampliar su búsqueda y, a la vez, evitar la exploración de oportunidades que deberían permanecer sin explorar (Hallen y otros, 2020).

2.7. El rol de los inversores ángeles

En el año 2014, William R. Kerr, Josh Lerner y Antoinette Schoar presentaron un estudio centrado en el rol de los inversores ángeles y su impacto en las *start-ups*. La tarea consistió en comparar la evolución de las *start-ups* que se presentaron frente a los inversores y recibieron financiamiento con las que también se postularon, pero no lo obtuvieron.

Se enfocaron en la actividad de dos grupos de inversores ángeles, Tech Coast Angels y CommonAngels, durante el periodo 2001-2006. Tech Coast Angels es un grupo de inversores con más de 300 integrantes localizado en el sur de California. Entre 2001 y 2006, más de 2.500 *start-ups* se acercaron buscando financiamiento. La muestra final para el análisis se compuso por 87 firmas, de las cuales 45 obtuvieron el respaldo del grupo. Por su parte, CommonAngels es un grupo de más de 70 miembros radicado en Boston, Massachusetts, y sus objetivos se focalizan en industrias de alta tecnología. En este caso, la muestra seleccionada fue de 43 acuerdos. El análisis empírico consideró a los dos grupos de manera conjunta, con una muestra total de 130 *start-ups*.

Las *start-ups* seleccionadas fueron evaluadas respecto a tres características: supervivencia y éxito de la empresa, crecimiento de las operaciones y financiamiento. En el primer caso, se buscaba determinar si la *start-up* seguía en funcionamiento a diciembre de 2010. Para considerarla exitosa, se estableció como requisito comenzar a cotizar en bolsa mediante una IPO, haber sido adquirida, o bien contar con más de 75 empleados. En segundo lugar, el crecimiento de las operaciones se midió a través del incremento en la cantidad de empleados, la cantidad de patentes de propiedad intelectual registradas y el tráfico en sus sitios *web*.

Finalmente, se observó si la empresa logró acceder a instancias posteriores de financiamiento.

Concluida la investigación, los autores observaron que los emprendimientos respaldados por inversores ángeles lograron ser más exitosos que aquellos que fueron rechazados. Las *start-ups* financiadas presentaron entre un 20% y un 25% de mayores probabilidades de sobrevivir (considerando un periodo mínimo de cuatro años posteriores al financiamiento) y fueron entre un 9% y un 11% más propensas a cotizar en bolsa o ser adquiridas por empresas consolidadas. A su vez, emplearon a un mayor número de personas que los financiados por otras alternativas, desarrollaron mayor cantidad de patentes, lograron un mayor tráfico *web* y presentaron un 70% de mayores posibilidades de acceder a capitales de riesgo.

Finalmente, desde el punto de vista de los inversores, los investigadores pudieron comprobar que el rendimiento de sus inversiones durante el periodo analizado fue similar al logrado por fondos institucionales de *Venture Capital* (Kerr y otros, 2014).

Adicionalmente, los inversores ángeles desempeñan un rol significativo en el financiamiento de las *start-ups* basadas en nuevas tecnologías. En una investigación desarrollada en 2009, con una base de datos compuesta por 193 firmas en Reino Unido, se observó que los inversores ángeles eran los primeros en invertir en *equity* en este tipo de compañías, o bien, al mismo momento que los “micro fondos” de *Venture Capital* (Definidos por los autores como aquellos con inversiones menores a dos millones de libras en una compañía individual y menores a 30 millones en su portafolio total). La particularidad es que los inversores ángeles mantienen su inversión a medida que se desarrollan las sucesivas rondas de financiamiento (Sharpe y otros, 2009).

2.8. Conclusiones

A lo largo de este marco teórico se recopilaron distintas investigaciones acerca del financiamiento de *start-ups* desarrolladas en las últimas décadas. Como primera conclusión, resulta llamativo como con el correr de los años se pasó de un modelo con predominio de la autofinanciación o el *bootstrapping* como la alternativa más adecuada para una empresa emergente, a otro con énfasis en la búsqueda de medios de financiamiento más sofisticados. Esto podría deberse a un mayor acceso a la información y al avance tecnológico, o bien a la existencia de un ambiente de negocios más competitivo que exige alternativas más complejas. Por otro lado, se podría concluir que la financiación bancaria nunca constituyó una opción adecuada para los fundadores de *start-ups*, como indican los resultados del trabajo realizado por Astebro y Bernhardt.

Un elemento para destacar es la importancia de la innovación en este tipo de empresas. Así lo demuestra la investigación elaborada por Hellmann y Puri, al concluir que las firmas innovadoras tienen mayores posibilidades de ser financiadas mediante *Venture Capital* que las firmas imitadoras y que acceden de manera más temprana a capitales de riesgo. A su vez, Nofsinger y Wang comprueban que el interés de los inversores institucionales en financiar productos nuevos se incrementa en ambientes con una fuerte protección del inversor.

Finalmente, el acceso a fuentes de financiamiento específicas para *start-ups* mejora las probabilidades de alcanzar el éxito, como marcan los resultados de las investigaciones de Radojevich-Kelley y Lynn Hoffman y de Kerr, Lerner y Schoar. En ambos casos, los emprendimientos participantes en los procesos de aceleración y los respaldados por inversores ángeles alcanzaron mayores tasas de éxito que los no participantes o rechazados. A partir de este marco teórico, se buscará analizar de qué formas puede acceder a financiamiento una empresa *start-up* que quiere desarrollarse en Argentina, tomando en consideración la evolución del sector durante el periodo 2016-2021, y cuál sería la más adecuada para incrementar sus posibilidades de éxito y supervivencia.

3. Fuentes de financiamiento para *start-ups* en Argentina

3.1. Introducción

En las primeras etapas en la vida de un proyecto, los emprendedores requieren financiamiento para llevar a cabo una serie de actividades iniciales tales como la elaboración de su plan de negocios, estudios de mercado o el desarrollo de un producto mínimo viable (ARCAP, 2017). No obstante, dado que se trata de empresas recientemente creadas, no se encuentran en condiciones de recurrir a la tradicional financiación bancaria, ya que no cuentan con garantías, no pueden presentar estados contables de años anteriores y probablemente aún no estén generando utilidades. Adicionalmente, Denis identifica dos dificultades fundamentales para el acceso de los emprendedores al financiamiento: la asimetría de la información y el riesgo moral. En el primer caso, resulta difícil para los inversores externos evaluar la calidad y el valor potencial de la innovación propuesta, mientras que el emprendedor la conoce de primera mano. Acerca del riesgo moral, una vez reunidos los fondos, los emprendedores pueden tener el incentivo al mal uso en búsqueda de un beneficio personal (Denis, 2004).

Por ello, los fundadores de *start-ups* suelen recurrir a sus ahorros, fuentes de financiamiento personales como tarjetas de crédito y préstamos y al capital de amigos, familiares y “tontos” (*friends, family and fools* en inglés, las denominadas 3 F), a quienes convencen de realizar su aporte al nuevo negocio. Cuando el capital es aportado por familiares y amigos del emprendedor, se suele denominar *love money* (Dinero amoroso). Debido al vínculo existente entre las partes, la contribución está basada en la confianza en el emprendedor (Torres Carbonell, 2012).

Sin embargo, junto con las mencionadas fuentes internas o cercanas de financiamiento, los emprendedores pueden recurrir a un conjunto de fuentes externas denominadas financiación semilla, compuesta por incubadoras y aceleradoras, inversores ángeles, programas gubernamentales y *crowdfunding*, y en estadios más avanzados, *Venture capital* y *Private equity*. En este capítulo se buscará identificar cuáles de estas alternativas para *start-ups* se encuentran efectivamente disponibles en el país y se analizarán sus particularidades, ventajas y desventajas para el emprendedor, formas de acceso, montos y entidades que lo otorgan.

3.2. Incubadoras y aceleradoras

En primer lugar, las incubadoras son organizaciones creadas por individuos o corporaciones privadas para impulsar *start-ups* en sus primeros estadios mediante inversión, espacios de *co-working*, mentoría, capacitaciones y redes de contacto, a cambio de una participación en

el negocio. Por su parte, el término aceleradora se utiliza para referirse a un tipo particular de incubación, desarrollada mediante un programa con una duración preestablecida (ARCAP, 2017).

A mediados de 2018, el Ministerio de Producción llevó a cabo una medición del desempeño de las incubadoras “basado en la presentación de proyectos de financiamiento, los casos de éxito, las metodologías de incubación y servicios que brindan, y el acompañamiento a emprendedores, guías de incubación y servicios que brindan” (Murúa, 2018). Algunas de las incubadoras mejor calificadas fueron Inicia, Founders Latam, Incutex y FIDE, entre otras.

Inicia es una incubadora radicada en la provincia de Buenos Aires y cuenta con tres programas distintos. “Nuevos emprendedores” tiene una duración de cuatro meses y ofrece asesoramiento, mentoría y capacitación a quienes buscan iniciar un emprendimiento. “Empresas del mañana”, con dos meses de duración, se enfoca en compañías en marcha que necesitan llevar adelante procesos de cambio. Finalmente, el programa “Consolidación” dura un año y se conforma por grupos de asistencia mutua que comparten sus problemáticas.

Por su parte, Founders Latam administra dos fondos de USD 4.000.000 cada uno, en asociación con el Instituto Tecnológico de Buenos Aires (ITBA). Se enfoca en nuevas tecnologías como *Cloud computing* y *Big data*.

Incutex se creó en 2011 en la provincia de Córdoba. Su programa de incubación se compone de nueve etapas y provee un espacio físico, oportunidades de *networking*, apoyo administrativo y financiero, mentoría y consultoría tecnológica. También en la provincia de Córdoba se encuentra radicada la Fundación para la Incubación de Empresas (FIDE), creada en 1997 de manera conjunta por el municipio, la Universidad Nacional de Córdoba y la UTN.

Respecto al funcionamiento de las aceleradoras, Cohen observa:

(...) son programas de duración limitada -aproximadamente tres meses- que ayudan a cohortes de *start-ups* con el proceso de emprender. Por lo general, proporcionan una pequeña cantidad de capital semilla, además de espacio de trabajo. También ofrecen una gran cantidad de oportunidades para establecer contactos, tanto con empresas de pares como con mentores, que pueden ser empresarios exitosos, graduados de programas, capitalistas de riesgo, inversionistas ángeles o incluso ejecutivos corporativos. Finalmente, la mayoría de los programas terminan con un gran evento, un “día de demostración” en el que las empresas se presentan a una gran audiencia de inversores calificados (Cohen S. L., 2013, pág. 19).

En Argentina, la mayoría de las aceleradoras e incubadoras están radicadas en la Ciudad de Buenos Aires. Sin embargo, también pueden encontrarse en el interior del país e incluso algunas de ellas se especializan en sectores específicos de la economía (ARCAP, 2017). Por ejemplo, la aceleradora Embarca, situada en la provincia de Mendoza, ofrece un programa

integrado por dos etapas. En la etapa de pre-aceleración, con una duración de cuatro meses, se desarrolla el modelo de negocio, se descubre el cliente objetivo y se elabora un prototipo de producto. Es una inversión pre-semilla y la aceleradora cubre la mitad del costo. Luego, en la fase de aceleración, se desarrollan nuevas funcionalidades, se prueba el producto o servicio en otros mercados y se planifica el crecimiento. La duración del proceso es de cinco meses y la aceleradora ofrece financiamiento por entre USD 25.000 y USD 50.000 a cambio del 10% del *equity* (Embarca, 2021).

Por otra parte, NXTP LABS es un fondo de inversión y aceleradora especializada en compañías de base tecnológica digital. Gestiona tres fondos de inversión activos entre USD 25.000 y USD 3.000.000 para *start-ups* en distintas etapas de crecimiento (Ministerio de Desarrollo Productivo, 2022). El programa tiene una duración de doce semanas y normalmente invierte en rondas de USD 50.000, de los cuales USD 25.000 se proporcionan como servicios.

La aceleradora Glocal trabaja con *start-ups* del sector agroalimentario y realiza aportes en efectivo por entre USD 25.000 y USD 50.000. Por otro lado, YAVU otorga fondos por entre USD 50.000 y USD 100.000 en emprendimientos *early-stage* de todo el país, que cuenten con proyectos innovadores y potencial de escalabilidad regional y global. Finalmente, Wayra Argentina cuenta con rondas medias de USD 250.000, y parte de sus operaciones se han implementado a través de notas convertibles (ARCAP, 2017). Otras aceleradoras en el país, mencionadas en el sitio web del Ministerio de Desarrollo Productivo, son: Globant Ventures, Founders Lab, Incutex, Cites, Grid y Aceleradora del Litoral.

3.3. Inversores ángeles

Se denomina inversores ángeles a las personas que, actuando por su cuenta o en grupo, y sin tener ningún tipo de vínculo con los fundadores de la *start-up*, invierten su dinero en un proyecto con la idea de obtener a cambio una rentabilidad, generalmente mediante participaciones o deuda convertible (ARCAP, 2020). Sin embargo, la apreciación del capital no suele ser su única motivación. Los motivos no económicos por los cuales los inversores ángeles se involucran en un nuevo emprendimiento pueden ser diversos, desde recibir gratificaciones emocionales, conseguir flamantes recursos y capacidades, volcar sus experiencias y conocimientos hasta crear beneficios sociales (Jacobsohn, 2008).

De esta manera, además del aporte monetario, los inversores pueden colaborar con las *start-ups* mediante la aplicación de sus conocimientos y experiencias, y posibilitando contactos profesionales, por lo que se suele denominar a su participación como *smart money* o “Dinero

inteligente” (Torres Carbonell, 2012). Una de las principales diferencias entre un inversor ángel y una aceleradora es el horizonte temporal. Mientras que el proceso de las aceleradoras tiene una duración limitada, la naturaleza del inversor ángel es continua (Cohen & Hochberg, 2014).

Según la Encuesta sobre el inversor ángel argentino 2020, en nuestro país el inversor ángel promedio invierte entre 30 y 40 mil dólares anuales. Del total de inversores, el 75% invierte menos de 70 mil dólares anuales, el 11% invierte entre 70 mil y 100 mil dólares y sólo el 14% invierte más de 100 mil dólares. Respecto a los sectores a los que pertenecen las *start-ups* que obtuvieron financiamiento, se encuentran en primer lugar las empresas de *software* y servicios, seguidas por los proyectos vinculados a la agricultura. Los instrumentos más utilizados para realizar su aporte son la suscripción de acciones comunes, la deuda convertible en acciones y la suscripción de acciones preferidas (ARCAP, 2020).

Por otro lado, mientras que en los Estados Unidos es más común que los inversores ángeles tomen contacto con la actividad a través de un grupo de pares que por iniciativa propia, en Argentina se presenta la situación inversa. Sin embargo, algunos de los clubes de ángeles que funcionan en nuestro país son: el Club de Business Angels del IAE, el Club de Inversores Ángeles IG, Emprear Business Angels, Cygnus Angel Club, businessangelsclub.co & Ventures, Startup Mendoza y Nest (ARCAP, 2017).

Por ejemplo, el Club de Business Angels del IAE llevaba invertidos a fines de 2018 USD 4.500.000 en 28 empresas. La inversión típica consiste en cuatro miembros que aportan USD 50.000 cada uno, a cambio de un quince o veinte por ciento de valuación de la compañía. El club no actúa como un fondo, sino que cada miembro a título individual decide en qué proyecto invertir, y puede realizarlo solo o en grupo. Por su parte, en el club Emprear Business Angels, el *ticket* promedio ronda entre USD 25.000 y USD 30.000 (Iglesias, 2018). Finalmente, un aspecto a considerar son los motivos por los cuales fracasan las *start-ups* financiadas mediante inversores ángeles. Principalmente se relacionan con problemas con el equipo fundador, en segundo lugar, con la inexistencia de necesidad en el mercado por el producto o servicio ofrecido y, en tercer lugar, con la falta de caja (ARCAP, 2020).

En resumen, los inversores ángeles cumplen un rol único en el financiamiento de *start-ups* en sus inicios, cuando sus necesidades de capital son más reducidas. “En lugar de competir directamente con los capitalistas de riesgo, los inversionistas ángeles parecen desempeñar un papel complementario al proporcionar un tipo de financiamiento puente hasta que la empresa esté en condiciones de recibir financiamiento de capital de riesgo” (Denis, 2004, pág. 308).

3.4. Programas gubernamentales

No solamente los capitales privados proveen financiamiento a las *start-ups*, sino también los gobiernos, ya que buscan fomentar la innovación y la productividad. Con la sanción de la Ley N° 27.349 de Apoyo al Capital Emprendedor, publicada en el Boletín Oficial el 12 de abril de 2017, se creó el Fondo Fiduciario Para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE). Tiene por objeto financiar emprendimientos e instituciones de capital emprendedor. El Banco Argentino de Desarrollo (BICE) es el fiduciario y el Ministerio de Producción, representado por la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPYME), el fiduciante (Banco de Desarrollo Argentino BICE, 2021).

En el marco del FONDCE, en las bases y condiciones de la convocatoria al Programa “Fondo Semilla” (Res. SEPYME N° 434/2017 – Anexo III), se estipulaban como objetivo “asistir técnica y financieramente a aquellos Emprendedores que deseen dar inicio a un proyecto o potenciar uno ya existente, que prevean un componente innovador que tiendan a generar impacto económico y/o social a nivel local, nacional, regional y/o global.” El programa contemplaba un préstamo de honor de hasta \$250.000 (El 19 de septiembre de 2017, fecha en que fue publicada en el Boletín Nacional la convocatoria, equivalían a USD 14.409) y la asistencia al emprendimiento por parte de una aceleradora. El plazo determinado para la amortización del préstamo era de diecinueve meses, considerando como excepción la imposibilidad de devolución por falta de capacidad de repago.

Por su parte, la Agencia Nacional de Promoción de la Investigación, el Desarrollo Tecnológico y la Innovación (Agencia I+D+i), mediante el Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), otorga préstamos o subsidios orientados a proyectos dirigidos al mejoramiento de la productividad a través de la innovación tecnológica. Los instrumentos utilizados son aportes no reembolsables (ANR), aportes reembolsables (AR) y aportes no reembolsables asociativos (Los beneficiarios se deberán asociar en convenios asociativos público-privados). De acuerdo con las bases de la convocatoria 2021, los beneficiarios podían recibir subvenciones de hasta \$15.000.000 para las actividades relacionadas a las etapas de investigación y desarrollo, mientras que para las etapas relacionadas al escalado productivo podían recibir hasta \$15.000.000 en aportes reembolsables (Al 28 de junio de 2021, fecha límite para la presentación de proyectos, equivalían a USD 149.253). El componente AR del financiamiento se realizaba con las siguientes condiciones: Tasa equivalente al 50% de la tasa BADLAR en pesos de bancos privados, sistema de amortización francés, un periodo de gracia de ocho meses para el capital, cuotas cuatrimestrales y un plazo de amortización de cuatro años.

Otros programas instrumentados por el Gobierno nacional incluyen el financiamiento mediante el Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC), orientado a empresas de base tecnológica o consorcios público-privados interesados en desarrollar capacidades críticas en áreas de alto impacto potencial y transferencia permanente al sector productivo; el financiamiento mediante el Fondo Fiduciario de Promoción de la Industria del Software (FONSOFT), destinado a PyMEs productoras de bienes y servicios del sector TIC (Tecnologías de la información y la comunicación) y los créditos Exporta, orientados a PyMEs del sector TIC que busquen iniciar o consolidar su actividad exportadora (Estado argentino, 2021).

Por otro lado, el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires desarrolla el programa IncuBAte. El proyecto “estimula el fortalecimiento y consolidación de emprendimientos innovadores en la Ciudad, a través del acompañamiento personalizado y de la posibilidad de acceder a un Aporte No Reembolsable (ANR) y a un espacio de trabajo.” El monto medio de financiamiento es de USD 25.000 (Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, 2021).

3.5. Crowdfunding

El *crowdfunding*, integrado por los términos en inglés *crowd* (multitud) y *funding* (financiación), es una alternativa emergente de financiamiento, referida a la convocatoria pública vía internet, para financiar un proyecto mediante donaciones, contribuciones monetarias a cambio de una recompensa, preventa de productos, préstamos o inversiones. En una operación de *crowdfunding* intervienen tres actores: el promotor, es decir, aquella persona física o jurídica propietaria del proyecto que requiere financiamiento, los inversores que cuentan con la intención participar económicamente en el proyecto para que pueda realizarse y, por último, la plataforma que presta el servicio y hace posible la transacción (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2017).

Entre las plataformas internacionales de *crowdfunding*, se destacan: Kickstarter, Indiegogo e Idea.me. Por ejemplo, mediante dos campañas en la plataforma Indiegogo, la *start-up* argentina Bluesmart, que producía valijas inteligentes equipadas con baterías de litio, había logrado recaudar USD 3.500.000 (ARCAP, 2017).

En Argentina, esta modalidad de financiamiento se encuentra regulada por la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor 27.349. La ley establece “la implementación del Sistema de financiamiento colectivo como régimen especial de promoción para fomentar la industria de capital emprendedor”, con el objetivo de “fomentar el financiamiento de la industria de capital emprendedor a través del mercado de capitales”.

En enero de 2018, la Comisión Nacional de Valores (CNV) dictó las normas para el funcionamiento de las plataformas de financiamiento colectivo (PFC) mediante la resolución 717. Para poder prestar su servicio, las PFC deben constituirse como sociedades anónimas y separarse completamente de la posesión, promoción discriminatoria o financiación de los proyectos. El objetivo es que las plataformas funcionen como un canal neutral, cuyo único fin sea el de promocionar en iguales condiciones a todos los proyectos listados y guiar el capital inversor a estos nuevos emprendimientos publicitándolos principalmente por la *web*. El monto máximo de emisión por parte de los emprendedores es de 20 millones de pesos (Di Yenno, 2018).

Entre las plataformas argentinas que surgieron a partir de la sanción de la ley, se puede mencionar a Crowdium, con orientación al mercado inmobiliario, Wuabi, enfocada en agronegocios y Sesocio, con una mayor variedad de proyectos, entre otras (ARCAP, 2017). Sin embargo, las actividades de la última plataforma no fueron debidamente validadas por la CNV y fue objeto de distintos sumarios. Además, sus fundadores actualmente enfrentan denuncias por incumplimientos por parte de los inversores. La plataforma fue recientemente vendida a la firma Blockchain.com (Diamante, 2022).

En cuanto a las desventajas para los emprendedores presentadas por esta alternativa de financiamiento, se destacan:

Siempre existe el temor de perder la confidencialidad ya que la idea se comparte con muchos otros y existe el riesgo de que la idea sea robada e implementada antes que el pionero. Además, se requiere mucho tiempo y esfuerzo para promover una idea a través de campañas y promociones (Manchanda & Muralidharan, 2014, pág. 371).

3.6. *Venture Capital*

Cuando las *start-ups* logran afianzarse e ingresan en la etapa de crecimiento, requieren un mayor capital que no logra ser cubierto mediante el aporte de aceleradoras, inversores ángeles o *crowdfunding*. Es entonces cuando deben recurrir a los fondos de capital de riesgo o *Venture Capital* para poder cubrir esa “brecha de capital” o “brecha de financiación” (Torres Carbonell, 2012). Los fondos de capital de riesgo son organizaciones que canalizan el aporte de inversores, principalmente institucionales, con el fin de obtener altas rentabilidades invirtiendo en empresas que aún no cotizan en bolsa. Se diferencian de los inversores ángeles por contar con una gerencia profesional y un reglamento de gestión, de manera similar a un fondo común de inversión. Invierten bajo la modalidad de portafolio y se espera que, de cada 10 inversiones, cinco resulten perdedoras, cuatro obtengan una

rentabilidad normal y solamente una logre un éxito tal que permita cubrir con creces las pérdidas del resto de las inversiones (Jacobsohn, 2008).

Este tipo de capitales no constituyen un financiamiento a largo plazo, suelen invertir con un horizonte de 3 a 5 años, buscando que el emprendimiento logre consolidarse y generar rédito económico. Una vez cumplido el objetivo, el emprendimiento estará en condiciones de obtener financiación de nuevas fuentes, ser vendido a otras empresas o bien abrir su capital a la Bolsa (Torres Carbonell, 2012).

Hellman y Puri señalan algunos aspectos a tener en consideración al momento de recurrir al financiamiento mediante capitales de riesgo:

Por otro lado, la obtención de financiación del capital riesgo también tiene sus costos. La participación cercana del capitalista de riesgo puede consumir mucho tiempo para los emprendedores y los emprendedores también pueden experimentar una pérdida de control significativa. Es más, se dice que el capital de riesgo es una fuente costosa de capital, lo que a su vez refleja los beneficios de tener un inversionista involucrado (Hellmann & Puri, 1999, pág. 4).

En Argentina, se suele aplicar una distinción dentro de la industria de *Venture Capital* entre Capital Semilla, compuesto por rondas de inversión inferiores a un millón de dólares, y Capital Emprendedor, para aquellas inversiones que superen el millón de dólares. De acuerdo con el Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina (ARCAP, 2021), en el año 2016 se produjeron 59 transacciones de *Venture Capital*, 54 en el año 2017, 77 en 2018, 91 en 2019, 95 en 2020 y 110 en 2021. A su vez, los montos invertidos muestran también una tendencia alcista, comenzando con USD 37,4 millones en 2016, USD 134,2 millones en 2017, USD 164,9 millones en 2018, USD 403,3 millones en 2019, USD 347,2 millones en 2020 y USD 1.337,2 en 2021. Como ejemplos de fondos de *Venture Capital* es posible mencionar a Kaszek Ventures, Nexo Emprendedor, Patagonia Ventures, Cygnus Capital, Moderna Technologies Capital Partners, Primary Ventures S.A. y MELI Fund (ARCAP, 2017).

3.7. Private equity

El término *Private Equity* (capital privado) se refiere a la inversión por parte de gestores de fondos en compañías ya maduras, donde la participación suele ser mayoritaria. Aportan recursos financieros de forma temporal (3 a 10 años) en empresas no cotizadas, con grandes perspectivas de desarrollo y, a diferencia de las compañías invertidas por los fondos de *Venture Capital*, con una trayectoria más extensa y una historia en el mercado. Al igual que en el caso del Capital Semilla y Capital Emprendedor, las ganancias de los fondos de *Private Equity* están sujetas al buen desempeño de la compañía. Una vez que la inversión dio

resultado y generó el valor esperado, se organiza un proceso de venta y la compañía pasa a ser desinvertida. Casi en el 90% de los casos la venta se realiza a inversores estratégicos, es decir, firmas desarrolladas en la misma industria de la empresa en cuestión, en búsqueda de lograr una integración horizontal o vertical (ARCAP; KPMG, 2020).

De esta manera, el volumen de los montos invertidos por transacción resulta mayor a cualquier otra alternativa de financiamiento. En 2016 se llevaron a cabo 3 transacciones de *Private Equity*, 7 en 2017, 4 en 2018, 1 en 2019 y 2 en 2020. En 2021 no se registraron operaciones. En millones de dólares, las cantidades operadas fueron 183 en 2016, 309 en 2017, 435 en 2018, 725 en 2019 y 200 en 2020 (ARCAP, 2021).

Algunos de los fondos de *Private Equity* operando en Argentina son Linzor Capital Partners, Victoria Capital, Southern Cross Group, Advent International y Pegasus (ARCAP; KPMG, 2020).

3.8. Conclusiones

Durante este capítulo se analizó la disponibilidad de fuentes de financiamiento para empresas *start-up* en Argentina. Como primera conclusión, se verifica que los emprendedores efectivamente cuentan con distintas opciones en el mercado: incubadoras y aceleradoras, inversores ángeles actuando tanto de manera individual como mediante clubes, programas gubernamentales, *crowdfunding* y, en estadios más avanzados de su ciclo de vida, fondos de *Venture capital* y *Private equity*.

Como ejemplos de incubadoras encontramos a Inicia, Founders Latam, Incutex y FIDE. En el caso de las aceleradoras, Embarca, NXTP LABS, Glocal, YAVU, Wayra Argentina, Globant Ventures, Founders Lab, Incutex, Cites, Grid y Aceleradora del Litoral. Algunos de los clubes de ángeles en operación son el Club de Business Angels del IAE, el Club de Inversores Ángeles IG, Emprear Business Angels, Cygnus Angel Club, businessangelsclub.co & Ventures, Startup Mendoza y Nest. Como programas gubernamentales, se destacan el Fondo Fiduciario Para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE), el Programa “Fondo Semilla”, el Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), el Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC), el Fondo Fiduciario de Promoción de la Industria del Software (FONSOFT), los créditos Exporta y el programa IncuBate. Entre las plataformas argentinas de *crowdfunding*, se puede mencionar a Crowdium, Wuabi y Sesocio. Como ejemplos de fondos de *Venture Capital* encontramos a Kaszek Ventures, Nexo Emprendedor, Patagonia Ventures, Cygnus Capital, Moderna Technologies Capital Partners, Primary Ventures S.A. y MELI Fund. Finalmente, dentro de los fondos de *Private*

Equity operando en Argentina se destacan Linzor Capital Partners, Victoria Capital, Southern Cross Group, Advent International y Pegasus.

Respecto a los montos otorgados en cada alternativa, se observa que los inversores ángeles invierten en promedio hasta 70.000 USD, las incubadoras y aceleradoras generalmente entre 25.000 y 50.000 USD con casos excepcionales que llegan a los 250.000 USD, y los programas gubernamentales varían entre los 15.000 y los 150.000 USD dependiendo de la convocatoria. Las normas para el funcionamiento de las plataformas de financiamiento colectivo establecen un monto máximo de emisión de 20 millones de pesos. Por su parte, los fondos de *Venture capital* cuentan con una distinción entre capital semilla, compuesto por rondas de inversión inferiores a un millón de dólares, y capital emprendedor, para aquellas inversiones que superen el millón de dólares. Los montos invertidos por transacción en el caso del *Private Equity* resultan mayores a cualquier otra alternativa de financiamiento.

Un aspecto para destacar en estas alternativas de financiamiento es el rol complementario del denominado *smart money*. Los inversores ángeles, las aceleradoras y los fondos de capital de riesgo, además del aporte monetario que realizan, también pueden resultar de utilidad para las *start-up* mediante la aplicación de sus conocimientos y experiencias, y posibilitando contactos profesionales.

Acerca de las *start-ups* financiadas por inversores ángeles, un elemento para tener en cuenta son los motivos por los cuales pueden llegar a fracasar. Están vinculados con la falta de caja, inexistencia de necesidad en el mercado por el producto o servicio ofrecido y, principalmente, con problemas con el equipo fundador.

En el caso del *crowdfunding*, resulta necesario que las plataformas utilizadas cuenten con el aval de la Comisión Nacional de Valores para resguardar tanto a los promotores como a los inversores de posibles incumplimientos.

4. Casos de financiamiento *start-up* exitosos en el periodo 2016-2021

4.1. Introducción

Los emprendedores argentinos han demostrado en reiteradas ocasiones su habilidad para crear *start-ups* de alto impacto. Los resultados de la encuesta a población adulta realizada en 2018 por el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) muestran el crecimiento de la Tasa de Actividad Emprendedora en Edad Temprana (TEA) en Argentina. En ese momento, el 9,11% de la población entre 18 y 64 años se encontraba involucrada en algún tipo de actividad emprendedora en etapa temprana. Además, se observaba un crecimiento en los indicadores de “actitudes emprendedoras”, como la percepción de buenas oportunidades para comenzar un negocio (Centro de Entrepreneurship IAE, 2018).

Por otro lado, de acuerdo con el *Global Startup Ecosystem Index 2022* elaborado por Startup Blink², Argentina se encuentra en el puesto 37 de los ecosistemas para el desarrollo de *start-ups* a nivel mundial y cuarta en Latinoamérica. A nivel ciudades, Buenos Aires se ubica en el puesto 56 globalmente y tercera en la región. Córdoba es la segunda ciudad argentina mejor posicionada, en el puesto 248. En tercer lugar, Mendoza en el puesto 677 y finalmente Rosario en el 693 (Startup Blink, 2022).

Sin embargo, el país también posee una de las tasas de éxito de proyectos más bajas del planeta: alrededor del 80% de los proyectos no sobreviven más de dos años (Freire, 2015). Las dificultades en el acceso al financiamiento podrían ser uno de los motivos. Un informe de la consultora estadounidense CB Insights analizó 111 cartas de despedida de *start-ups* de distintos países al abandonar sus operaciones entre 2018 y 2021, e identificó las 12 principales causas para el cierre de las compañías. La más frecuente, en un 38% de los casos, fue la falta de fondos o la imposibilidad de acceder a nuevo financiamiento (CB Insights, 2021).

En este capítulo se analizarán casos de éxito de *start-ups* argentinas que accedieron a las fuentes de financiamiento mencionadas en el capítulo anterior y lograron consolidarse en sus mercados: Digital House, Agrofy, Tomorrow Foods, Rapiboy, Alquilando.com, Worcket y Panarum. También se tendrá en cuenta el caso particular de las compañías que alcanzaron la categoría de “unicornio”, y se buscará obtener conclusiones sobre el financiamiento de *start-ups* a partir de los casos analizados.

² El *Global Startup Ecosystem Index* se actualiza de manera anual desde 2017 y es el ranking de ecosistemas para *start-ups* más completo a nivel mundial, compuesto por 1000 ciudades y 100 países. Un algoritmo analiza varias docenas de parámetros para evaluar el ambiente de negocios y asigna un puntaje a cada ecosistema.

4.2. Casos de éxito

Digital House

La *start-up* Digital House ofrece formación remota en programación, experiencia del usuario, datos y *marketing* digital a través de cursos intensivos, capacitaciones a empresas y programas con escuelas. Con una inversión inicial de USD 2,5 millones, fue fundada en 2016 por Nelson Duboscq, Eduardo Bruchou, Diego Pando, Sebastián Mackinlay, Marcos Galperín, Carlos Rohm y Mariano Wechsler (Del Rio, 2016).

Consiste en un caso atípico, en el cual los fundadores pueden recurrir a fondos propios por montos considerables. Sin embargo, las distintas rondas en las que recurrió a *Venture Capital* le permitieron expandir sus operaciones.

En 2017 Kaszek Ventures lideró la ronda Serie A. Poco tiempo después TPG Rise Fund lideró la ronda Serie B de USD 20 millones, siendo su primera inversión en América Latina (ARCAP, 2018). En marzo de 2021 cerró con éxito una nueva ronda con inversores y recaudó USD 50 millones para el desarrollo de sus recursos académicos. Recibió los aportes de dos unicornios argentinos, Globant y Mercado Libre, y de Riverwood Capital junto a, nuevamente, Kaszek Ventures (La Nación, 2021).

Actualmente, la empresa se encuentra operando en Brasil, Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, y planea continuar su expansión a nuevos países de Latinoamérica.

Agrofy

Agrofy es un *marketplace* orientado al sector agropecuario fundado en Santa Fe por Maximiliano Landrein y Alejandro Larosa. En sus orígenes el sitio estaba orientado a clasificados de maquinaria agrícola y se reconvirtió en 2015. En este caso, los fundadores utilizaron financiamiento externo desde un inicio y, nuevamente, el acceso a distintas rondas de *Venture Capital* apalancó el crecimiento exponencial.

En 2016 recibió financiamiento por parte del primer inversor, Cresud, por USD 300.000 (Clarín, 2021). Posteriormente, concretó una Serie *Seed* por USD 3 millones. En marzo de 2018, sumó USD 6 millones con la Serie A y en noviembre de 2019, otros USD 24 millones con la Serie B (Perfil, 2021). La ronda B estuvo liderada por SP Ventures de Brasil y también participaron Fall Line Capital, Acre Capital, Brasil Agro, GLOCAL y Cygnus Capital. Los fondos se recaudaron con el objetivo de continuar con una estrategia agresiva de expansión en la región (ARCAP, 2019).

En diciembre de 2021 Agrofy concretó su serie C por USD 30 millones. Yara Venture Capital fue el inversor principal, pero también participaron otros inversores privados y los

accionistas previos, acompañando la ronda. El dinero se destinó al crecimiento de sus diferentes unidades de negocio: “la plataforma de *e-commerce* de productos para el agro, la billetera electrónica Agrofy Pay y el próximo lanzamiento de Agrofy Créditos” (Perfil, 2021).

A fines de 2021 Agrofy contaba con 300 empleados y operaciones en siete países, incluyendo Estados Unidos, Brasil, Colombia y Chile (Clarín, 2021).

Tomorrow Foods

Es una empresa especializada en el desarrollo de sistemas y soluciones proteicas vegetales para la industria de alimentos y bebidas. El emprendimiento se fundó en mayo de 2018 en la ciudad bonaerense de Pergamino por Gonzalo Segovia, César y Agustín Belloso y Guillermo Lentini. Para poder llevar a cabo sus investigaciones, realizaron un convenio con el Instituto Nacional de Tecnología Industrial (INTI). Además, en 2019 la compañía recibió el apoyo y la inversión de la aceleradora de empresas de biotecnología GRIDX (Vazquez, 2021).

Al analizar el desarrollo de la *start-up*, se observa como particularidad la articulación con el sector público, como así también la combinación de diferentes medios de financiamiento. A mediados de 2021, Tomorrow Foods logró inversiones por un total de USD 3 millones por parte de inversores ángeles locales e importantes empresas referentes en biotecnología que apuestan al sector *plant based*. Agustín Belloso, uno de sus fundadores, declaró: “Estas inversiones las vamos a destinar a profundizar y acelerar los esfuerzos en materia de I+D+I, investigación, desarrollo e innovación, y ampliar a su vez, nuestra huella comercial en Argentina y Latinoamérica” (Martínez Dodda, 2021).

Rapiboy

Rapiboy es una plataforma de logística urbana dedicada a conectar mediante su *web* y su *app* empresas con sus clientes, a través de una red de socios repartidores. Fue fundada en 2016 en la provincia de Córdoba por Francisco Copello, Agustín Achával, Lucio Paone y Alejandro Guzmán.

Como se mencionó en el capítulo anterior, el aporte de las incubadoras a las *start-ups* no es solamente económico. Rapiboy contó con el soporte de la incubadora Incutex Company Builders para profesionalizar la gestión, capacitarse para resolver problemas y darle una visión global a la *start-up*. Respecto al financiamiento, el CFO de la plataforma Agustín Achával, señala:

Por medio de Incutex, accedimos al programa de coinversión Córdoba Acelera, por 100.000 dólares, que usamos en desarrollo de *software* y la apertura comercial en Buenos Aires. Además, nos adjudicaron un Aporte no Reembolsable del Ministerio de Producción por US\$15.000 e ingresamos en el programa Emprende Industria del Ministerio de Producción y Minería de la provincia de Córdoba (Murúa, 2018).

En este caso también se verifican virtudes que surgen de la combinación entre el sector público y privado. En 2019 la compañía accedió a una nueva inyección de fondos por cuenta del Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Capital Emprendedor (FONDCE), del Ministerio de Producción. Los fondos reunidos le permitieron expandir sus operaciones a México y Paraguay (Ledesma, 2019). Actualmente también operan en Uruguay, Chile, Colombia y Brasil.

Alquilando.com

Alquilando.com es una *start-up* lanzada en 2017 por Mauro Ayala, Victoria Simón, Javier La Banca y Carlos Missirian en Buenos Aires. Su negocio se desarrolla mediante una plataforma *online* para la gestión de alquileres inmobiliarios, productos financieros y seguros para inquilinos.

La primera inversión de los socios fue destinada a adquirir el dominio *web* alquilando.com, investigar el mercado y desarrollar las primeras pruebas de su propuesta de valor. En un inicio, recurrieron al concepto de *bootstrapping* con los ingresos que generaba la ocupación hasta ese momento de Simón, Ayala y La Banca, una agencia de *marketing* digital. En el año 2016 recibieron su primera inversión Pre-Semilla por USD 300.000, para enfocarse plenamente en el proyecto y validar el modelo de negocio al año siguiente (Della Vecchia, 2021).

También recibieron asesoramiento por parte de la incubadora Founders Latam y colaboración para acceder al programa gubernamental PAC Emprendedor, por 400.000 pesos, utilizados para el desarrollo tecnológico de las aplicaciones *mobile* (Murúa, 2018).

En 2021, inversiones de *Venture Capital* por USD 2,5 millones encabezadas por Rosental Inversiones, Alpha 4 Ventures, Ciro Ventures y el Consorcio Inmobiliario Protech (CIP), les permitieron expandirse a Colombia y Perú. A principios de octubre del mismo año, fue seleccionado entre los 20 emprendimientos argentinos elegidos por Google y la plataforma WeXchange de BID Lab (Banco Interamericano de Desarrollo) para el programa de aceleración de *start-ups* gestadas por mujeres, denominado STEM LAC Women Founders Accelerator 2021 (Della Vecchia, 2021).

El caso *alquilando.com* resalta la importancia del *bootstrapping* en los momentos iniciales, el papel de la incubación para consolidar el negocio y el del *Venture capital* para expandirlo. A su vez, muestra la particularidad de recibir el soporte de una aceleradora por más que se trate de un negocio afianzado.

Worcket

Worcket es una plataforma de herramientas en la nube para digitalizar el proceso de selección de personal empresarial utilizando inteligencia artificial, *Big Data* y *Machine Learning*. Fue fundada en noviembre de 2018 por Gonzalo Agüero (CEO), Leandro Boffi (CTO) y Nicolás Cirigliano (Desarrollo de negocios). Para llevar a cabo el lanzamiento reunieron USD 1,5 millones mediante fondos propios, aportes de familiares y amigos e inversores ángeles.

En octubre de 2019 recibieron financiamiento por otros USD 1,5 millones por parte de NXTP Ventures. Los fondos se destinaron a ampliar los equipos de tecnología, comerciales y de *management*, fortalecer el área de Investigación y Desarrollo e iniciar su expansión a Latinoamérica y España. Sin embargo, el impacto de la transacción no fue solamente monetario: el grupo inversor tomó un rol de aliado estratégico y colaboró en la toma de decisiones, la reestructuración de la compañía y la mejora de procesos internos (El Cronista Comercial, 2019).

Nuevamente se observa la combinación de fuentes para el financiamiento inicial de la *start-up* y el *Venture Capital* como fuente predominante para la expansión.

Panarum

Panarum es una empresa nanotecnológica creada en 2017 por Milena Batalla. Su desarrollo más importante es Proteoral, un dispositivo de aplicación oral universal de proteínas terapéuticas. En un comienzo, Batalla recurrió al *bootstrapping*, incluso ganó el primer premio en el concurso IB 50K del Instituto Balseiro, por una suma de USD 37.500 destinados al financiamiento inicial para la empresa. También contó con el apoyo de la Fundación Argentina de Nanotecnología (FAN). Actuando como incubadora, le brindó acceso a infraestructura, capacitación en temas de gestión y planificación y asistencia en la obtención de capitales mediante el Fondo Semilla del Ministerio de Producción, el programa PAC Emprendedores e inversores ángeles (López & Pascuini, 2019). Al igual que en el caso Rapiboy, la articulación entre los sectores público y privado resultó beneficiosa para la compañía.

En 2020 Panarum obtuvo financiamiento por parte del programa FONDCE (Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Capital Emprendedor) junto a la aceleradora Draper Cygnus. Los fondos se destinaron a contrataciones de empleados y al avance de los procesos de aprobación de estudios clínicos y de regulación ante la Food and Drug Administration de Estados Unidos (Estado argentino, 2021).

En enero de 2021, Panarum recibió una inversión de USD 640.000 liderada por la aceleradora Draper Cygnus bajo la modalidad de fideicomiso.

4.3. Casos de éxito particulares: Unicornios argentinos

Durante el periodo analizado en este trabajo, siete compañías argentinas lograron alcanzar la categoría de “unicornio”³: Auth0, Vercel, Aleph, Mural, Bitfarms, Ualá y Tiendanube. Las empresas “unicornio” se inician como *start-ups* y gracias a su crecimiento resultan empleadores de recursos altamente calificados y generan un impacto multiplicador en el desarrollo de empresas Pymes, al proveer distintos tipos de servicios y soluciones (iProUP, 2022).

Auth0

Auth0 es una empresa proveedora de servicios de autenticación de identidad, encargada de mejorar la seguridad y evitar el robo de contraseñas. Creada en 2013 por Eugenio Pace y Matias Woloski, cuenta con más de 2000 clientes en más de 70 países.

En 2014, los fondos de Venture Capital Cygnus Capital y NXTP Ventures invirtieron en su ronda semilla. Diego Gonzalez Bravo, *Managing Partner* de Cygnus Capital declaró: “Invertimos en Auth0 en etapa temprana porque veíamos tres cosas claras que le daban un alto potencial de crecimiento: un producto simple (...); un mercado gigantesco (...), y un equipo *world class* (...)” Posteriormente, recibió en 2019 USD 103 millones en una ronda liderada por Sapphire Ventures. La operación le otorgó a la *start-up* una valuación de USD 1.100 millones, alcanzando la categoría de unicornio (ARCAP, 2019).

En marzo de 2021 Auth0 fue comprada por la compañía californiana Okta, en una operación de USD 6.500 millones (Kantor, 2022).

³ El término unicornio fue acuñado por Aileen Lee en 2013, en su artículo *Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups*. Lee es fundadora de *Cowboy Ventures*, un fondo semilla que respalda a emprendedores que reinventan el trabajo y la vida personal a través del software. Se refería originalmente a compañías de software radicadas en Estados Unidos, con menos de diez años de antigüedad y con una valuación pública o privada superior a mil millones de dólares.

Al igual que en los casos de éxito mencionados anteriormente, y en los que siguen a continuación, el *Venture Capital* resulta clave para el crecimiento de la empresa. También se verifica la participación del *Private Equity* una vez que la empresa logró alcanzar su madurez.

Vercel

Es una plataforma en la nube para desarrolladores *web* fundada en Estados Unidos por el argentino Guillermo Rauch en 2015. Cuenta con 400 empleados y está valorada en USD 2.500 millones. Se convirtió en unicornio en junio de 2021 mediante una ronda de financiación Serie C por USD 102 millones liderada por Bedrock Capital. En diciembre de 2021 finalizó una Serie D por USD 150 millones (Anderson, 2022).

Aleph

Es un *holding* dedicado a captar publicidad y anunciantes en mercados emergentes para redes sociales y otros sitios como Facebook, Twitter, LinkedIn, Snapchat, Twitch, TikTok y Spotify. Cuenta con 1.200 empleados y operaciones en Estados Unidos, Argentina, Dubai y España. Fue creada en 2005 por Gastón Taratuta con tan solo USD 5.000 (Kantor, 2022). Entre sus socios inversores se encuentran Twitter, Snap, Mercado Libre, Sony y el fondo de capital de riesgo CVC Capital Partners, cuya inversión de USD 470 millones en julio de 2021 le permitió alcanzar una valuación cercana a los USD 2.000 millones (La Nación, 2022).

Mural

Fue creada en 2011 por Patricio Jutard, Mariano Suárez Batán y Agustín Soler. Se dedica a producir software de colaboración digital, enfocado en presentaciones visuales. A principios de 2020 concretó una serie A por USD 23 millones. En agosto del mismo año una serie B por USD 118 millones con la participación de Insight Partners y Tiger Global, con la que alcanzó una valuación de USD 500 millones. Se convirtió en unicornio al cerrar una serie C de USD 50 millones, liderada nuevamente por los mismos grupos inversores, y alcanzar una valuación de más de USD 2.000 millones (Wilhelm, 2021).

Bitfarms

Fundada en 2017 por los argentinos Emiliano Grodzki y Nicolás Bonta, se dedica a la minería de criptomonedas. Es el primero de este grupo de “unicornios” en alcanzar una oferta

pública inicial, cotiza en Nasdaq bajo el símbolo BITF y en la bolsa de Toronto. Alcanzó la categoría de “unicornio” en la primera semana de agosto de 2021 (El Cronista Comercial, 2021).

Ualá

Es una *fintech* fundada por Pierpaolo Barbieri en 2017 y apunta a la inclusión financiera de personas que no están bancarizadas. Inició su negocio con una tarjeta prepaga Mastercard asociada a una cuenta personal.

A fines de 2017 obtuvo fondos por USD 10 millones por parte de Soros Fund Management LLC, junto con Jefferies LLC y Point72 Ventures, entre otros. En septiembre de 2018 cerró su segunda ronda por USD 34 millones con Goldman Sachs Investment Partners (GSIP), Ribbit Capital y Monashees. En noviembre de 2019 cerró su ronda C mediante *Venture Capital* por USD 150 millones. La ronda fue liderada por Tencent y Softbank Group (Velázquez, 2019).

En septiembre de 2021 recaudó otros USD 350 millones nuevamente por parte de Softbank y Tencent, lo que permitió alcanzar una valuación de USD 2.450 millones (Kantor, 2022).

Tiendanube

Creada en 2015 por Santiago Sosa, Alejandro Vázquez y Martín Palombo, se especializa en el comercio electrónico y les permite a las marcas instalar sus propias tiendas *online*. El caso Tiendanube comprueba también la importancia de la combinación de distintas fuentes de financiamiento, con la particularidad de la presencia de un programa gubernamental actuando como incubadora al inicio.

En 2010 sus fundadores fueron seleccionados por el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires para participar en su proyecto de incubadora denominado Baitec. Al año siguiente recibieron USD 300.000 de inversores ángeles y al poco tiempo lanzaron su proyecto en Brasil bajo el nombre Nuvem Shop. En 2014 Kaszek Ventures invirtió en una Serie A.

En septiembre de 2017 Tienda Nube recibió una nueva inversión de USD 7 millones liderada por el fondo Elevar Equity. También participaron los fondos IGNIA, Kaszek Ventures, NXTP Labs y FJ Labs (ARCAP, 2018).

En septiembre de 2021 cerró una ronda por USD 500 millones y alcanzó una valuación de USD 3.100 millones. Actualmente cuenta con más de 1.000 empleados y 90.000 usuarios (Kantor, 2022).

4.4. Conclusiones

En este capítulo se seleccionaron casos de *start-ups* argentinas que accedieron a financiamiento en los últimos años y pueden considerarse exitosas por su consolidación en sus mercados. Varias de ellas presentan puntos en común, por ejemplo, en los casos Tomorrow Foods, Rapiboy, Alquilando.com, Worcket y Panarum, la necesidad de recurrir a una combinación de fuentes de financiamiento cuando los fondos propios no son significativos. Por el contrario, el caso Digital House pareciera mostrar que al iniciarse con una fuerte inversión propia el paso siguiente en el financiamiento es el acceso a *Venture Capital*. A su vez, el *Venture Capital* demuestra ser la fuente de financiamiento que permite alcanzar el crecimiento exponencial e internacionalizar las operaciones, como ocurre en el caso de Agrofy.

Otro aspecto para destacar es el actuar conjunto de los sectores público y privado. En los casos Rapiboy, Alquilando.com y Panarum las incubadoras y aceleradoras facilitaron el acceso a programas gubernamentales, en una sinergia beneficiosa para las *start-ups*. Por otro lado, en el caso de Tomorrow Foods se destaca mediante el acuerdo con el INTI.

También se verifica la importancia del *smart money* mencionada en el capítulo anterior: en los casos Rapiboy y Worcket, las incubadoras y los fondos de *Venture Capital* tomaron el rol de aliados estratégicos.

Luego se tomaron en consideración las siete compañías argentinas que alcanzaron la categoría de “unicornio” en el periodo 2016-2021: Auth0, Vercel, Aleph, Mural, Bitfarms, Ualá y Tiendanube. A excepción de Tiendanube que recurrió a distintas fuentes, públicas y privadas, las demás accedieron en reiteradas oportunidades a *Venture Capital*, lo que pareciera constituir un requisito para lograr valuaciones elevadas.

5. El financiamiento desde el punto de vista de los emprendedores

5.1. Introducción

Con el objetivo de precisar los medios de financiamiento más adecuados para *start-ups* en Argentina, se llevó a cabo una encuesta a fundadores de empresas emergentes listados en el directorio del sitio *web* Startupeable.com⁴. Fueron consultados acerca del financiamiento de sus empresas: mediante qué fuentes lo obtuvieron, las dificultades encontradas en caso de no poder hacerlo, qué destinos tuvieron los primeros fondos, a qué fuentes desearían poder acceder, cuál es su valoración del impacto del financiamiento en sus empresas, entre otras cuestiones.

A octubre de 2022 el directorio contaba con 205 *start-ups*. Se eliminaron cuatro registros duplicados y se completaron datos faltantes en 12 casos (específicamente, año de constitución y nombre de los fundadores) mediante datos obtenidos de LinkedIn y artículos periodísticos. Luego, se seleccionaron los registros con fecha de fundación entre 2016 y 2021, obteniendo un total de 113 *start-ups*. Se contactó a los emprendedores por LinkedIn y se les envió un *link* de acceso a un cuestionario anónimo en la plataforma Google Forms. En total se obtuvieron 22 respuestas.

En este capítulo se expondrán los resultados del cuestionario, comenzando por el perfil de las empresas participantes en cuanto a su antigüedad, estadio en que se encuentran, tipo de formalización societaria y sector al que pertenecen. En segundo lugar, las características de sus procesos de financiamiento: la búsqueda de fuentes tradicionales y de fuentes específicas, las dificultades para el acceso, los montos obtenidos y su asignación, y el tipo de soporte adicional brindado por el denominado *smart money*. Finalmente, se presentarán las fuentes de preferencia de los emprendedores para futuras instancias de financiamiento y los motivos por los cuáles las elegirían.

5.2. Perfil de las *start-ups* participantes

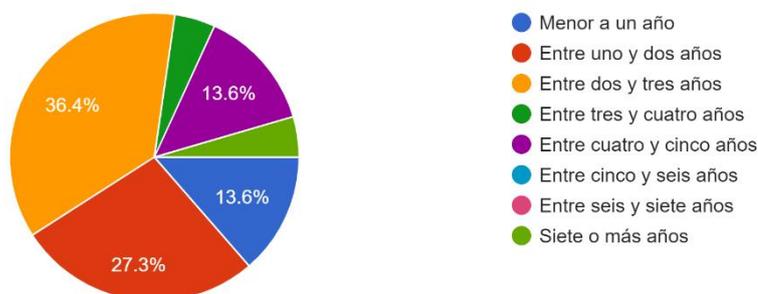
Al analizar las respuestas de las 22 *start-ups* participantes se observan 18 en etapa de comercialización y solamente cuatro en proceso de validación de su idea de negocio, es decir, se trata mayormente de empresas en una instancia operativa. Respecto a su antigüedad, el 36,4% presentan entre dos y tres años, y el 27,3% cuentan con entre uno y dos años. De esta

⁴ Startupeable.com es un sitio *web* lanzado en 2020 que surgió como un blog personal de Enzo Cavalie y se convirtió en un medio de educación en español sobre *start-ups* y *Venture Capital* en Latinoamérica. Su misión es incrementar el acceso a conocimiento, consejo y capital para emprendedores latinoamericanos (Startupeable, 2022).

manera, el 63,7% de las respuestas son brindadas por fundadores de *start-ups* con una antigüedad de entre uno y tres años.

¿Cuál es la antigüedad de la start-up?

22 respuestas



Con respecto a la formalización de las compañías, los resultados indican que solamente el 13,6% no se encuentran formalizadas. La forma jurídica de preferencia para su constitución es la Sociedad por Acciones Simplificada (SAS), tipo societario creado por la mencionada Ley N° 27.349 de Apoyo al Capital Emprendedor.

¿La start-up se encuentra formalizada?

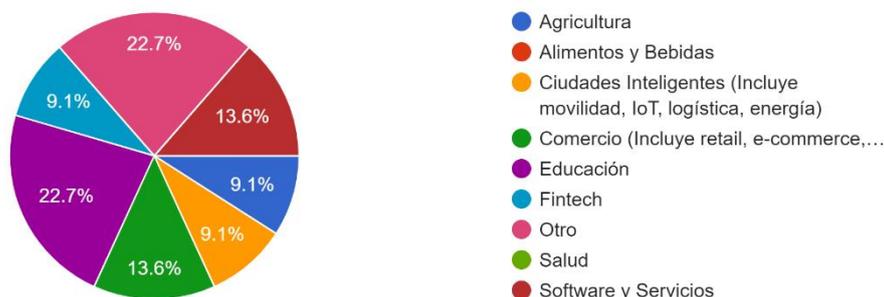
22 respuestas



Acerca del sector en el cual se desempeñan, la mayor parte lo hacen en Educación y en Otros con un 22,7% cada uno, seguidos por *Software* y *Servicios*, y *Comercio* con un 13,6% respectivamente. Las categorías disponibles para dar respuesta a esta pregunta se establecieron de acuerdo con la Encuesta sobre el Inversor Ángel Argentino 2020 desarrollada por ARCAP.

¿A qué sector pertenece la empresa?

22 respuestas



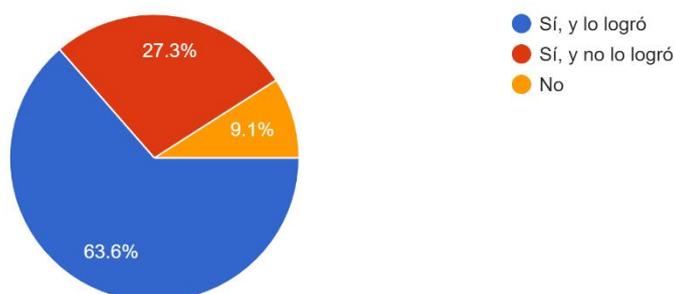
5.3. Acceso a fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*

Al indagar acerca del acceso a fuentes de financiamiento, se constata que ninguno de los fundadores intentó acceder al financiamiento bancario tradicional mediante un préstamo. De esta manera, se verifica la validez de lo concluido por Astebro y Bernhardt en su trabajo, referido a la autoselección de propietarios contra la banca comercial y su preferencia por otras alternativas de financiamiento más adecuadas (Astebro & Bernhardt, 2003).

Luego se consultó respecto de la búsqueda de financiamiento mediante fuentes específicas para *start-ups*: Familiares, amigos y otros (3F), incubadoras, aceleradoras, inversores ángeles, programas gubernamentales, *crowdfunding*, *Venture Capital* y *Private Equity*. El 90,9% de los encuestados intentaron acceder a ellas, y el 63,6% pudo lograrlo.

¿Intentó acceder a fuentes de financiamiento específicas para start-ups?

22 respuestas



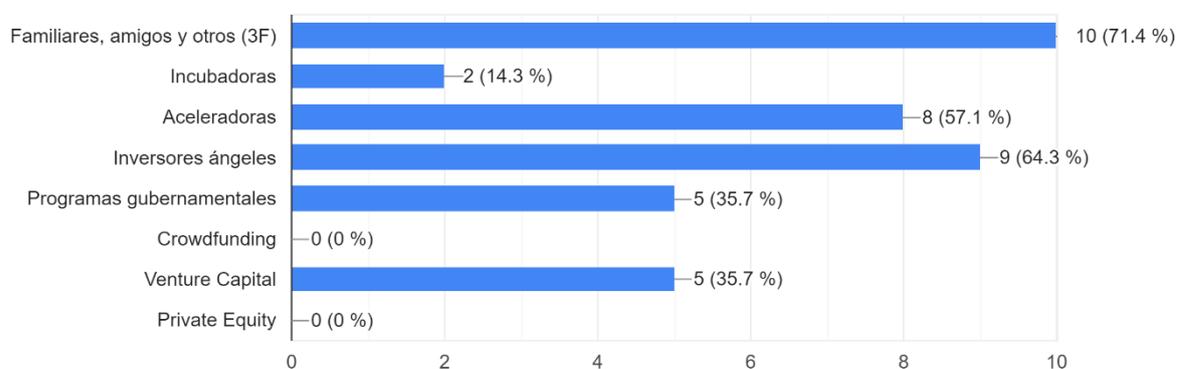
Los fundadores que no tuvieron éxito en la búsqueda de financiamiento señalan como principales dificultades la imposibilidad de presentar suficientes métricas positivas sobre el desempeño del negocio, lo que podría englobarse bajo el concepto de “tracción”. Otras

respuestas señalan la falta de oferta de capital para *start-ups* de impacto⁵ y la necesidad de encontrarse operando en otros países como un requisito previo para poder acceder a financiamiento.

Por su parte, las *start-ups* que sí lograron acceder a fuentes de financiamiento específicas lo hicieron mayormente mediante una combinación de distintas alternativas, en el 71,4% de los casos. La opción con mayor cantidad de observaciones es el aporte de familiares, amigos y otros (3F), seguida por inversores ángeles y aceleradoras. Un escalón por debajo se ubican los programas gubernamentales y el *Venture Capital*, mientras que ninguno de los encuestados tuvo acceso a instancias de *crowdfunding* ni a *Private Equity*.

¿Mediante que fuente accedió a financiamiento específico para *start-ups*? -Admite más de una opción-

14 respuestas



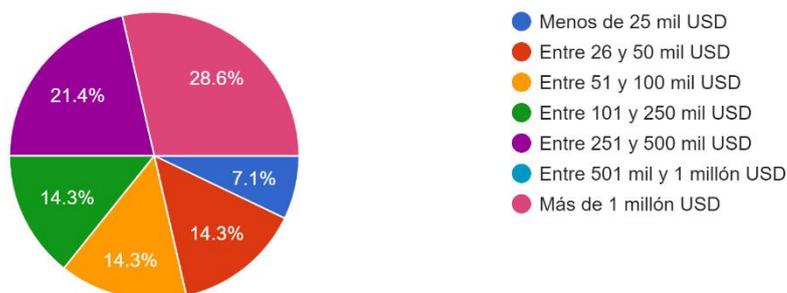
Solamente el 9,1% de las *start-ups* no intentó acceder a fuentes de financiamiento específicas ni bancarias, lo que permite suponer que decidieron solventarse mediante fondos propios o *bootstrapping*.

Acerca de los montos de financiamiento obtenidos, el 71,4% accedió a cifras inferiores a los USD 500 mil. El 28,6% restante pudo superar el millón de dólares, con la particularidad de que para hacerlo accedieron a tres o más fuentes de financiamiento.

⁵ Las *start-ups* de impacto son “aquellas que identifican un problema de índole social o ambiental y proponen una forma de resolverlo o reducirlo” (Iglesias, 2022).

¿Cuál fue el monto al que tuvo acceso?

14 respuestas



Los fondos obtenidos tuvieron como principal destino el desarrollo de un producto mínimo viable, en el 50% de los casos, y la contratación de personal en el 42,9%. Por otro lado, de las 14 *start-ups* que lograron financiamiento, el 92,9% recibió soporte adicional, entendido como mentoría o asesoramiento, capacitación, redes de contacto o acceso a un espacio de trabajo. La modalidad presente en la mayoría de los casos es mentoría o asesoramiento, con un 64,3%. El único caso que no recibió soporte adicional se financió mediante el aporte de *love money*.

Además del aporte económico, ¿Recibió algún tipo de soporte adicional por parte de la fuente de financiamiento?

14 respuestas



Al consultar sobre el impacto del financiamiento específico en las *start-ups*, los conceptos que más se reiteran son crecimiento, aceleración y la posibilidad de iniciar la actividad. También se hace referencia a la profesionalización, en un caso financiado por inversores ángeles, y a un mayor *runway*, es decir, la cantidad de meses por delante antes de que la empresa se encuentre en una situación de insolvencia, en una *start-up* financiada por familiares, amigos y otros.

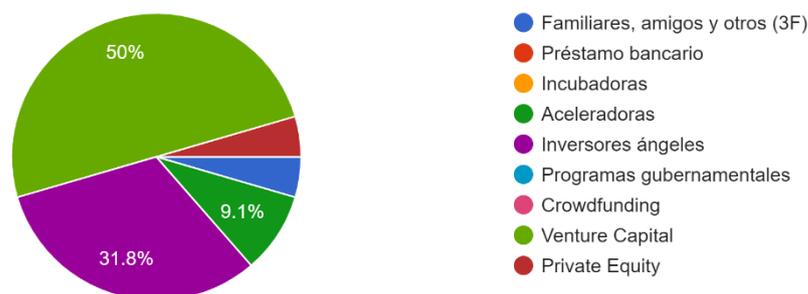
Muchos de los elementos involucrados podrían resumirse en la siguiente respuesta: “Primero sin financiamiento no hubiéramos podido pagar al equipo y desarrollar. Podríamos quizás haber ido muy lento, pero no hubiéramos ganado la tracción suficiente. Además de financiamiento muchos inversores aportaron aspectos no monetarios”. Se trata de las palabras del fundador de una SAS, con una antigüedad de entre cuatro y cinco años, perteneciente al sector de *software* y servicios y con financiamiento superior al millón de dólares mediante familiares, amigos y otros (3F), aceleradoras, inversores ángeles, programas gubernamentales y *Venture Capital*.

5.4. Preferencias de financiamiento

El 77,3 % de las *start-ups* participantes se encuentra actualmente en la búsqueda de financiamiento. En nueve casos se trataría de financiamiento adicional. Al indagar acerca de cuál sería la fuente de preferencia, la primera seleccionada es *Venture Capital* en un 50% de los casos, seguida por inversores ángeles con un 31,8% y aceleradoras con un 9,1%.

Si se encuentra, o si se encontrara en la búsqueda, ¿Cuál sería su fuente de financiamiento de preferencia?

22 respuestas



Entre los principales motivos para seleccionar el *Venture Capital* como fuente de financiamiento de preferencia se mencionan los mayores montos de financiamiento, el *networking*, redes de contacto o *smart money* a un nivel más general, y el soporte que puede otorgar.

Los fundadores con preferencia por la participación de inversores ángeles consideran que es el tipo de financiamiento que encajaría para la etapa en que se encuentran sus empresas. A su vez, destacan el nivel de conocimiento de esta clase de inversores sobre los negocios en los que deciden invertir y la posibilidad de facilitar el acceso a contactos.

En el caso de las aceleradoras, quienes las prefieren se guían por la búsqueda de impulsar sus ventas e ingresar a nuevos mercados. Se trata de fundadores de empresas de reciente creación, con una antigüedad de entre uno y dos años.

Finalmente, la preferencia por *Private Equity* y por las 3F se basa principalmente en el estadio actual de las *start-ups*. En el caso del *Private Equity*, fue seleccionado por una SRL de entre dos y tres años de antigüedad ya financiada por 3F, inversores ángeles y *Venture Capital* por un monto de entre 251 y 500 mil USD. Por su parte, el fundador con predilección por 3F se encuentra validando su idea de negocio con una antigüedad menor a un año.

5.5. Conclusiones

Durante este capítulo se presentaron los resultados de la encuesta sobre financiamiento de *start-ups* en Argentina realizada a emprendedores. Como primera conclusión, se detecta una gran necesidad de financiamiento por parte de quienes deciden iniciar una compañía emergente: solamente el 9,1% de los participantes no intentó acceder a fuentes de financiamiento específicas ni bancarias y, actualmente, el 77,3% se encuentra en la búsqueda de capital, ya sea inicial o adicional. A su vez, se confirma que la financiación bancaria tradicional no constituye una alternativa viable para este tipo de empresas.

Acerca del acceso a fuentes de financiamiento, se observa como un comportamiento bastante generalizado valerse de una combinación de ellas y no necesariamente de una sola en particular. El aporte de familiares y amigos, los inversores ángeles y las aceleradoras son las fuentes con mayor cantidad de observaciones, seguidas por los programas gubernamentales y el *Venture Capital*. Por otro lado, ninguno de los casos participantes en la encuesta tuvo acceso a financiamiento mediante *crowdfunding*. La misma situación se presentó al analizar los casos de éxito en el capítulo cuatro de este trabajo. Se podría inferir que la microfinanciación todavía no constituye una fuente de financiamiento con un impacto concreto en el país.

Finalmente, al momento de pensar en preferencias de financiamiento, el *Venture Capital* constituye la alternativa más buscada por los emprendedores, en un 50% de los casos, lo que resulta más que razonable si se tiene en cuenta el impacto de esta alternativa en las empresas observado en el capítulo anterior. Otras fuentes con buena consideración son los inversores ángeles con un 31,8%, por sus conocimientos específicos en distintos sectores, y las aceleradoras en un 9,1% por su capacidad de potenciar proyectos en etapas iniciales.

6. Conclusiones

El interrogante al que se buscó dar respuesta en este trabajo es mediante qué fuentes puede acceder a financiamiento una empresa *start-up* con intenciones de desarrollarse en el país y cuáles serían las más adecuadas, tomando en consideración la evolución del sector durante el periodo 2016-2021. De esta manera, el primer objetivo específico planteado consistió en distinguir cuáles de las fuentes de financiamiento típicas para *start-ups* se encuentran disponibles en el país y cuáles son algunas de las entidades que lo otorgan. En segundo lugar, detectar *start-ups* que lograron consolidarse en sus mercados y pueden considerarse casos de éxito luego de haber accedido a las mencionadas fuentes de financiamiento en los últimos años. Finalmente, precisar los medios de financiamiento más adecuados para las *start-ups* en Argentina, a partir del análisis de los casos de éxito mencionados y con la incorporación del punto de vista de los emprendedores acerca del tema.

La información recabada demuestra la existencia en el mercado de alternativas para el financiamiento *start-up*: incubadoras y aceleradoras, inversores ángeles actuando tanto de manera individual como mediante clubes, programas gubernamentales, *crowdfunding* y, en estadios más avanzados del ciclo de vida de las empresas, fondos de *Venture capital* y *Private equity*. Sin embargo, al recolectar evidencia de su aplicación concreta mediante los mencionados casos de éxito y el cuestionario a fundadores de *start-ups*, se arriba a la conclusión de que el acceso al *crowdfunding* o la microfinanciación como medio de financiamiento para *start-ups* aún no se encuentra generalizado.

Acerca de las incubadoras y aceleradoras, la mayoría están radicadas en la Ciudad de Buenos Aires. Sin embargo, también pueden encontrarse en el interior del país e incluso algunas de ellas se especializan en sectores específicos de la economía. Como ejemplos de incubadoras se mencionan en este trabajo a Inicia, Founders Latam, Incutex y FIDE. En el caso de las aceleradoras encontramos a Embarca, NXTP LABS, Glocal, YAVU, Wayra Argentina, Globant Ventures, Founders Lab, Incutex, Cites, Grid y Aceleradora del Litoral. El monto de financiamiento otorgado ronda entre 25.000 y 50.000 USD con casos excepcionales que llegan a los 250.000 USD.

Los inversores ángeles invierten en promedio hasta 70.000 USD y presentan la particularidad de poder actuar de forma individual o mediante clubes. Algunos de los clubes mencionados son el Club de Business Angels del IAE, el Club de Inversores Ángeles IG, Emprear Business Angels, Cygnus Angel Club, businessangelsclub.co & Ventures, Startup Mendoza y Nest.

Algunos programas gubernamentales en funcionamiento durante el periodo de análisis son el Fondo Fiduciario Para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE), el Programa “Fondo Semilla”, el Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), el Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC), el Fondo Fiduciario de Promoción de la Industria del Software (FONSOFT), los créditos Exporta y el programa IncuBAte. Los programas gubernamentales otorgan montos que oscilan entre los 15.000 USD y los 150.000 USD dependiendo de la convocatoria.

Como ejemplos de fondos de *Venture Capital* podemos encontrar a Kaszek Ventures, Nexo Emprendedor, Patagonia Ventures, Moderna Technologies Capital Partners, Primary Ventures S.A., MELI Fund, GLOCAL, NXTP Ventures, Draper Cygnus y Softbank Group. Se establece una distinción entre capital semilla, compuesto por rondas de inversión inferiores a un millón de dólares, y capital emprendedor, para aquellas inversiones que superen el millón de dólares.

Finalmente, dentro de los fondos de *Private Equity* operando en Argentina encontramos a Linzor Capital Partners, Victoria Capital, Southern Cross Group, Advent International y Pegasus. Los montos invertidos por transacción en este caso resultan mayores a cualquier otra alternativa de financiamiento.

Como ejemplos de casos de éxito de *start-ups* argentinas que accedieron a las mencionadas fuentes de financiamiento en el periodo 2016-2021 y lograron consolidarse en sus mercados se identificó a Digital House, Agrofy, Tomorrow Foods, Rapiboy, Alquilando.com, Worcket y Panarum. También se incorporó en el análisis el caso particular de las compañías que alcanzaron la categoría de “unicornio” en el mismo intervalo: Auth0, Vercel, Aleph, Mural, Bitfarms, Ualá y Tiendanube.

Al momento de intentar precisar cuáles serían las fuentes de financiamiento más adecuadas para incrementar sus posibilidades de éxito y supervivencia, el análisis de los casos de éxito y los resultados de la encuesta a fundadores indican que en los inicios del proyecto no hay una única mejor manera de financiarse, sino que se puede recurrir a una combinación de fuentes. Así lo hizo el 71,4% de las empresas participantes. La alternativa con mayor cantidad de observaciones es el aporte de familiares, amigos y otros (3F), seguida por inversores ángeles y aceleradoras. Un escalón por debajo se ubican los programas gubernamentales y el *Venture Capital*. La financiación bancaria tradicional no constituye una alternativa viable para este tipo de empresas.

Un elemento para destacar en las posibilidades de combinación de fuentes específicas es el actuar conjunto de los sectores público y privado. En los mencionados casos Rapiboy,

Alquilando.com y Panarum las incubadoras y aceleradoras facilitaron el acceso a programas gubernamentales, en una sinergia beneficiosa para las *start-ups*.

Por otro lado, los inversores ángeles, las aceleradoras e incubadoras y los fondos de capital de riesgo no solamente efectúan un aporte monetario. También pueden resultar de utilidad para las *start-ups* mediante la aplicación de sus conocimientos y experiencias, y posibilitando contactos profesionales. De la encuesta a fundadores se desprende como principal aporte la mentoría o asesoramiento.

Sin embargo, al momento de buscar una mayor expansión, el *Venture capital* sí demuestra ser la alternativa más adecuada. Entre los principales motivos esgrimidos por los participantes para seleccionar el *Venture Capital* como fuente de financiamiento de preferencia se mencionan los mayores montos de financiamiento, el *networking*, redes de contacto o *smart money* a un nivel más general, y el soporte que puede otorgar. Del análisis del financiamiento de las empresas unicornio se desprende que, a excepción de Tiendanube que recurrió a distintas fuentes públicas y privadas, las demás accedieron en reiteradas oportunidades a *Venture Capital*, lo que pareciera constituir un requisito para lograr valuaciones elevadas.

En base a las palabras del grupo inversor en Auth0, el elemento que debe estar presente para acceder a capitales de riesgo es un alto potencial de crecimiento, materializado en un producto simple, un mercado amplio y un gran equipo. Por otro lado, investigaciones sobre el sector señalan que la obtención de financiación del capital de riesgo puede consumir mucho tiempo para los emprendedores y hacerlos experimentar una pérdida de control significativa.

Como futuras líneas de investigación se plantea la conveniencia de llevar a cabo un estudio de campo completo, en el cual se puedan relevar las características de la gran mayoría de las *start-ups* argentinas, acerca de su financiamiento y otros aspectos. De esta manera, se podría contar con un registro que funcione como base para analizar el desenvolvimiento luego de transcurrido un cierto periodo, como en el caso del estudio planteado por Thomas Astebro e Irwin Bernhardt. El dinamismo del sector, y la falta de registros en muchos casos, constituirían las principales dificultades a vencer para su elaboración.

7. Referencias bibliográficas

- Anderson, S. (30 de Agosto de 2022). Es argentino, fundó un unicornio en EE.UU. y ahora es uno de los empresarios más destacados de ese país. *Forbes Argentina*.
- ARCAP. (2017). *Panorama argentino de inversiones de capital privado, emprendedor y semilla*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP. (2018). *Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla 2016-1S2018*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP. (2019). *Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina 2016-2019*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP. (2020). *Encuesta sobre el Inversor Ángel Argentino*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP. (2020). *Evolución 2016-2020: Estudio de la Industria de Capital Privado, Emprendedor y Semilla en Argentina*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP. (2021). *Estudio de la industria de capital privado, emprendedor y semilla en Argentina*. Buenos Aires: ARCAP.
- ARCAP; KPMG. (2020). *El private equity en Argentina 2010-2020*. Buenos Aires: KPMG.
- Astebro, T., & Bernhardt, I. (2003). Start-up financing, owner characteristics, and survival. *Journal of Economics and Business*, 303-319.
- Banco de Desarrollo Argentino BICE. (2021). *FONDCE*. Banco de Desarrollo Argentino BICE: <https://www.bice.com.ar/fondce/>
- Bhidé, A. (1992). Bootstrap Finance: The Art of Start-ups. *Harvard Business Review*.
- Blank, S., & Dorf, B. (2013). *El manual del emprendedor*. Barcelona: Centro Libros PAPF.
- Brown, M., Degryse, H., Höwer, D., & Penas, M. F. (2012). How do Banks Screen Innovative Firms? Evidence from Start-up Panel Data. *ZEW Discussion Papers*, 12(032).
- Čalopa, M. K., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management : Journal of Contemporary Management Issues*, 19, 19-44.
- CB Insights. (3 de Agosto de 2021). *The Top 12 Reasons Startups Fail*. CB Insights: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>
- Centro de Entrepreneurship IAE. (2018). *GEM 2018*. Buenos Aires.
- Clarín. (15 de Diciembre de 2021). Los innovadores top de la Argentina desde nanosatélites a ciberseguridad. *Clarín*.
- Cohen, S. G., & Hochberg, Y. V. (2014). *Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon*.
- Cohen, S. L. (2013). What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels. *Innovations: Technology, Governance, Globalization* 8, no. 3-4, 19-25.
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 689-708.
- Del Rio, J. (14 de Febrero de 2016). Llega la primera escuela de coders de la Argentina para abastecer al mercado IT. *La Nación*.
- Della Vecchia, F. (10 de Noviembre de 2021). Cómo es la startup argentina que está revolucionando el alquiler en la región. *Forbes Argentina*.
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 301-326.
- Di Yenno, F. (2018). Crowdfunding en Argentina: claves de la reglamentación. *Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario*.

- Diamante, S. (22 de Junio de 2022). Inician una demanda judicial contra una empresa argentina que fue vendida por US\$120 millones el año pasado. *La Nación*.
- El Cronista Comercial. (3 de Octubre de 2019). Worcket: la startup argentina de RRHH e inteligencia artificial que recibió otra inversión de u\$s 1,5. *El Cronista Comercial*.
- El Cronista Comercial. (17 de Agosto de 2021). Se sumaron tres en el último mes y ya son 11: uno por uno, quiénes son los unicornios argentinos. *El Cronista Comercial*.
- Embarca. (2021). *Embarca Blog*. <https://www.embarca.tech/>
- Estado argentino. (2021). *Busco financiamiento*. Argentina.gob.ar: <https://www.argentina.gob.ar/tema/emprender/financiamiento>
- Estado argentino. (13 de Julio de 2021). *Emprender para innovar*. Argentina.gob.ar: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/emprender-para-innovar>
- Freear, J., Sohl, J., & Wetzel, W. (2002). Angles on angels: Financing technology-based ventures - A historical perspective. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(4), 275-287.
- Freire, A. (2015). *Argentina emprendedora*. Buenos Aires: Aguilar.
- Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. (23 de Abril de 2021). IncuBAte: <https://www.buenosaires.gob.ar/tramites/incubate>
- Hallen, B. L., Cohen, S. L., & Bingham, C. B. (2020). Do Accelerators Work? If So, How? *Organization Science*, 31(2), 378-414.
- Hellmann, T., & Puri, M. (1999). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *Sauder School of Business Working Paper*.
- Iglesias, E. (28 de Diciembre de 2018). Los secretos de los "ángeles" que bendicen a los emprendedores. *El Cronista comercial*. El Cronista Comercial: <https://www.cronista.com/apertura-negocio/emprendedores/Los-secretos-de-los-angeles-que-bendicen-a-los-emprendedores-20181228-0010.html>
- Iglesias, E. (31 de Agosto de 2022). Una multinacional busca startups de impacto en el país: por qué son las nuevas favoritas de los inversores. *El Cronista Comercial*.
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. (2017). *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).
- iProUP. (5 de Abril de 2022). Se duplicó el número de unicornios en todo el mundo: ¿cuántos hay y cuántos tiene Argentina? *iProUP*.
- Jacobsohn, G. (2008). El proceso de emprender. En M. Á. Vicente, J. C. Ayala, & otros, *Principios fundamentales para la administración de organizaciones* (págs. 535-555). Buenos Aires: Pearson Educación.
- Kantor, D. (26 de Febrero de 2022). Lluvia de inversiones: en solo un año se crearon 9 unicornios argentinos. *Clarín*.
- Kerr, W., Lerner, J., & Schoar, A. (2014). The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. *The Review of Financial Studies*, 20-55.
- Korosteleva, J., & Mickiewicz, T. (2011). Start-Up Financing in the Age of Globalization. *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(3), 23-49.
- La Nación. (25 de Marzo de 2021). Digital House levantó US\$50 millones en una ronda de inversiones. *La Nación*.
- La Nación. (8 de Febrero de 2022). Snap invierte en Aleph Media, el unicornio que lidera un argentino. *La Nación*.
- Lahm, R. J., & Little, H. T. (2005). Bootstrapping business start-ups: A review of current business practices. *Conference on Emerging Issues in Business and Technology*.
- Ledesma, J. (27 de Noviembre de 2019). Rapiboy se expandió a Paraguay y busca negocios fuera del delivery. *El Cronista Comercial*.

- López, A., & Pascuini, P. (2019). *Incubación de Empresas Nanotecnológicas en la Argentina*. Buenos Aires: Fundación CECE.
- Manchanda, K., & Muralidharan, P. (2014). Crowdfunding: a new paradigm in start-up financing. *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, 369-374.
- Martínez Dodda, J. I. (4 de Agosto de 2021). Una empresa argentina apuesta a las proteínas vegetales y logró captar inversiones por U\$S 3 millones. *Clarín*.
- Ministerio de Desarrollo Productivo. (Junio de 2022). *Perfiles de aceleradoras*. <https://www.argentina.gob.ar/produccion/financiamiento/perfiles-de-aceleradoras>
- Murúa, H. (15 de Septiembre de 2018). Financiamiento a los emprendedores: Las 10 mejores incubadoras de “startups”. *Clarín*.
- Nofsinger, J. R., & Wang, W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 2282-2294.
- Perfil. (16 de Diciembre de 2021). Secretos de la fintech de agro que captó u\$S 30 millones y se consolida como líder regional. *Perfil*.
- Radici, F. (9 de Octubre de 2021). *La Argentina y la "unicornio manía": por qué se duplicaron los éxitos locales*. Forbes Argentina: <https://www.forbesargentina.com/negocios/cual-principal-desafio-comunicar-n10155>
- Radojevich-Kelley, N., & Lynn Hoffman, D. (2012). Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Programs, Processes, and Early Results. *Small Business Institute Journal*, 54–70.
- Sharpe, S., Cosh, A., Connell, D., & Parnell, H. (2009). *Start-up finance: The role of Micro Funds in the financing of new technology-based firms*. Nesta.
- Startup Blink. (2022). *Global Startup Ecosystem Index*.
- Startupeable. (Octubre de 2022). *Acerca de Startupeable*. Startupeable: <https://startupeable.com/acerca>
- Torres Carbonell, S. (2012). Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, 50-57.
- Vazquez, P. (3 de Agosto de 2021). La empresa argentina que recibió US\$3 millones para un ambicioso plan para América Latina. *La Nación*.
- Velázquez, J. (26 de Noviembre de 2019). Fintech Ualá recibió inversión internacional de u\$S150 millones. *Ámbito financiero*.
- Wilhelm, A. (20 de Julio de 2021). Mural raises \$50M Series C after tripling its ARR in the last year. *TechCrunch*.

8. Anexo

Encuesta sobre el financiamiento de *start-ups* en Argentina

Esta encuesta está dirigida a fundadores de *start-ups* en Argentina durante el periodo 2016-2021. Se busca indagar acerca del financiamiento de sus empresas: mediante qué fuentes lo obtuvieron, las dificultades que encontraron al hacerlo, qué destinos tuvieron los primeros fondos, cuál es su valoración del impacto del financiamiento en sus empresas, a qué fuentes desearían poder acceder, entre otras cuestiones. El objetivo es identificar los medios de financiamiento más adecuados para las *start-ups* en el país.

Perfil de la *start-up*

- 1) ¿En qué estadio se encuentra la *start-up*?
 - Validación de la idea de negocio
 - Comercialización

- 2) ¿Cuál es la antigüedad de la *start-up*?
 - Menor a un año
 - Entre uno y dos años
 - Entre dos y tres años
 - Entre tres y cuatro años
 - Entre cuatro y cinco años
 - Entre cinco y seis años
 - Entre seis y siete años
 - Siete o más años

- 3) ¿La *start-up* se encuentra formalizada?
 - No
 - Sí, como SA
 - Sí, como SAS
 - Sí, como SRL
 - Sí, de manera unipersonal (monotributo)
 - Sí, otra

- 4) ¿Qué es lo que ofrece?
 - Productos
 - Servicios

- 5) ¿A qué sector pertenece la empresa?
 - Agricultura
 - Alimentos y Bebidas
 - Ciudades Inteligentes (Incluye movilidad, IoT, logística, energía)
 - Comercio (Incluye retail, e-commerce, marketplaces)
 - Educación
 - Fintech
 - Otro
 - Salud
 - Software y Servicios

Financiamiento bancario

- 6) ¿La *start-up* intentó acceder a financiación tradicional bancaria?
- No (Pasa a sección Fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*)
 - Si, y lo logró
 - Si, y no lo logró (Pasa a sección Dificultades para el Financiamiento bancario)
- 7) ¿Cuál fue el monto al que tuvo acceso?
- Menos de 25 mil USD
 - Entre 26 y 50 mil USD
 - Entre 51 y 100 mil USD
 - Entre 101 y 250 mil USD
 - Entre 251 y 500 mil USD
 - Entre 501 mil y 1 millón USD
 - Más de 1 millón USD
- 8) ¿Qué destino principal tuvieron los fondos?
- Desarrollo de un producto mínimo viable
 - Acceso a espacio de trabajo
 - Estudios de mercado
 - Contratación de personal
 - Otros
- 9) ¿Cuál fue el impacto que el financiamiento tradicional tuvo en el desarrollo de la *start-up*?
- Respuesta abierta, a desarrollar (Pasa a sección Fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*)

Dificultades para el acceso al financiamiento bancario

- 10) ¿Cuáles fueron las principales dificultades que encontró para el acceso al financiamiento bancario?
- Falta de garantías
 - Plazos – tasas
 - Falta de antigüedad de la empresa o ausencia de estados contables
 - Otras

Fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*

A los fines de esta encuesta se consideran fuentes de financiamiento específicas para *start-ups* a familiares, amigos y otros (3F), incubadoras, aceleradoras, inversores ángeles, programas gubernamentales, *crowdfunding*, *Venture Capital*, *Private Equity*, otros.

- 11) ¿Intentó acceder a fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*?
- Si, y lo logró

- Sí, y no lo logró (Pasa a sección Dificultades para el Financiamiento específico)
 - No (Pasa a sección Preferencias de financiamiento)
- 12) ¿Mediante que fuente accedió a financiamiento específico para *start-ups*? -Admite más de una opción-
- Familiares, amigos y otros (3F)
 - Incubadoras
 - Aceleradoras
 - Inversores ángeles
 - Programas gubernamentales
 - *Crowdfunding*
 - *Venture Capital*
 - *Private Equity*
 - Otros
- 13) ¿Cuál fue el monto al que tuvo acceso?
- Menos de 25 mil USD
 - Entre 26 y 50 mil USD
 - Entre 51 y 100 mil USD
 - Entre 101 y 250 mil USD
 - Entre 251 y 500 mil USD
 - Entre 501 mil y 1 millón USD
 - Más de 1 millón USD
- 14) ¿Qué destino principal tuvieron los fondos?
- Desarrollo de un producto mínimo viable
 - Acceso a espacio de trabajo
 - Estudios de mercado
 - Contratación de personal
 - Otros
- 15) Además del aporte económico, ¿Recibió algún tipo de soporte adicional por parte de la fuente de financiamiento?
- No
 - Sí, mentoría o asesoramiento
 - Sí, capacitación
 - Sí, redes de contactos
 - Sí, espacio de trabajo
 - Sí, otros
- 16) ¿Cuál fue el impacto que el financiamiento específico tuvo en el desarrollo de la *start-up*?
- Respuesta abierta, a desarrollar (Pasa a sección Preferencias de financiamiento)

Dificultades para el acceso a financiamiento específico para *start-ups*

- 17) ¿Cuáles fueron las principales dificultades que encontró para el acceso a fuentes de financiamiento específicas para *start-ups*?
- Respuesta abierta, a desarrollar

Preferencias de financiamiento

- 18) Actualmente, ¿Se encuentra en la búsqueda de financiamiento?

- Si
- No

- 19) Si se encuentra, o si se encontrara en la búsqueda, ¿Cuál sería su fuente de preferencia?

- Familiares, amigos y otros (3F)
- Préstamo bancario
- Incubadoras
- Aceleradoras
- Inversores ángeles
- Programas gubernamentales
- *Crowdfunding*
- *Venture Capital*
- *Private Equity*
- Otros

- 20) ¿Por qué la prefiere/preferiría por sobre las demás?

- Respuesta abierta, a desarrollar