



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

FINANCIAMIENTO DE
STARTUPS: URUGUAY Y SU
SITUACIÓN RESPECTO DE
AMÉRICA LATINA

FEDERICO OLIVERA MENDIVIL

MBA INTENSIVO 2016

Tutor: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina.

Abril 2021

AGRADECIMIENTOS

A Agostina, Juan Pedro y Ringo, que me apoyaron, acompañaron y alentaron todo el camino.

A las personas increíbles que conocí en este camino, y que serán amigos para siempre.

A Marco, que ya no está. Gracias (y junto) a él me embarqué en este viaje que aquí concluye.

RESUMEN EJECUTIVO

En Latinoamérica, la baja madurez de los mercados financieros lleva a la poca inversión en las empresas innovadoras; al mismo tiempo, los bancos tienen casi nulo interés en este tipo de negocios y por lo tanto se genera una brecha importante entre la idea, el desarrollo y los fondos requeridos para llevarla adelante esta idea. Esta brecha financiera que se genera se podrá saldar, por parte de los países latinoamericanos con la creación de programas de capital semilla, facilitación de acceso al crédito para startups y, al mismo tiempo, generando incentivos para que el sector financiero se anime a invertir en las startups. Según el informe Startup América Latina 2016 realizado por OCDE (OCDE, 2016), los niveles de inversión en los países de la región siguen siendo relativamente bajos en comparación con otras regiones del mundo en donde el ecosistema emprendedor está mucho más desarrollado y, por ende, sus formas de financiamiento. En este sentido, Uruguay no escapa a esta situación y quizás sea uno de los países de la región que menos desarrollado tiene su mercado financiero, y por ende el apoyo económico a las *startups*.

En relación con la metodología de la investigación, se trata de una investigación descriptiva y explicativa. Es descriptiva porque a través de la recolección y análisis de la información se podrán extraer conclusiones útiles para los emprendedores.

Por otra parte, la investigación y comprensión de las diferentes formas de financiamiento para los startups harán que sea explicativa.

Es del relevamiento llevado adelante mediante una encuesta a 41 fundadores de *Startups* (que a su vez desarrollan actividad directiva dentro de las mismas) es que se llega a la conclusión, y a la confirmación, de que en Uruguay el mercado financiero poco apoya al desarrollo del sector emprendedor en el país. A este respecto, los resultados son confirmatorios; casi el 55% de los encuestados respondió que una de sus principales barreras para el crecimiento de su negocio es la falta de acceso a inversores. Y una vez que acceden a inversores, los fondos que éstos aportan son pocos en relación con las necesidades de crecimiento y expansión de la empresa. El resultado es que el 74% de los encuestados obtuvo fondos de inversionistas y de éstos, casi el 60% obtuvo menos de USD 50 mil. Esto demuestra las dificultades en el acceso a financiamiento que existen en Uruguay y, a su vez, los bajos montos invertidos son un problema porque el emprendedor tiene que, además de preocuparse por desarrollar su producto o servicio, preocuparse por acceder a fondos para poder mantener su empresa. Esto tiene un impacto no menor en la economía de los países y sobre todo en países como Uruguay en donde más del 80% del empleo se genera por pequeñas empresas, comprometiendo en cierta medida el crecimiento futuro del país.

Palabras Clave: *startups*, financiamiento, inversión, empleo, crecimiento

INDICE

INTRODUCCIÓN	5
CAPÍTULO I: FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA <i>STARTUPS</i>	7
1.1. Capital de Riesgo	10
1.1.1. Inversión Semilla:	12
1.1.2. Inversores Ángeles	14
1.1.3. <i>Venture Capital</i>	16
1.2. Instituciones Financieras	17
1.3. <i>Crowdfunding</i>	18
CAPÍTULO II: PROBLEMAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO	20
2.1. Conceptos Generales	20
2.1.1. Fallas Oferta	21
2.1.2. Fallas Demanda	22
CAPÍTULO III: SITUACIÓN ACTUAL EN AMÉRICA LATINA	24
3.1. Mapa de Situación América Latina	27
3.1.1. Brecha Financiera en segmento de deuda	31
3.1.2. Brecha Financiera en segmento de Capital Privado	34
3.1.2.1. Inversores ángel	34
3.1.2.2. <i>Venture Capital</i>	37
CAPÍTULO IV: GENERACIÓN DE EMPLEO.	42
4.1. Nuevas empresas en América Latina y la creación de empleo	44
4.2. Importancia de las pequeñas y nuevas empresas en Uruguay	46
CAPÍTULO V METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	50
5.1. Planeamiento de la Investigación	50
5.2. Tipo de Investigación	50
CAPÍTULO VI: URUGUAY – RESULTADO ENCUESTA EMPRENDEDORES	52
CAPÍTULO VII: CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS	72
REFERENCIAS	74

INTRODUCCIÓN

Casi sin excepción a nivel internacional, tanto académicos, empresarios como así también políticos coinciden en la importancia que los emprendimientos tienen en la economía de los países. Las *Startups* son motor de crecimiento, bienestar social y esenciales tanto para países desarrollados y, sobre todo, para aquellos en vías de desarrollo porque contribuyen a disminuir la pobreza y alcanzar metas sociales.

Cuando se piensa en la economía de un país nunca se puede dejar de lado el análisis de la actividad emprendedora porque ésta genera puestos de trabajo y desarrollo económico. En un estudio realizado por Chiara Criscuolo, Patrick Blanchenay y Flavio Calvino en base a datos de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (Calvino, Criscuolo, & Menon, 2015) identificó que, si bien el 20% del total de los nuevos empleos generados en una economía son creados por nuevas empresas o *startups*, existen sectores en donde la incidencia de éstas es mucho mayor. El sector servicios, por ejemplo, presenta un ratio de 45% en la creación de nuevos puestos mientras que en el sector manufacturero el 30% de los nuevos empleos es creado por estas nuevas empresas. Lo mismo sucede en Estados Unidos, donde la Fundación Kauffman ha encontrado que 10 de cada 10 nuevos empleos son generados por empresas nuevas. (Kauffman-Foundation, 2010)

Es por lo que también es necesario pensar en las fuentes de financiamiento para estos emprendimientos, pues sin él será difícil el crecimiento. Estas fuentes de financiamiento necesitan de un entorno de negocios desarrollado. Algunos países de América Latina han introducido reformas de magnitud en las últimas décadas, pero en muchos otros aún existen problemas a corregir para de esta forma disminuir el riesgo y atraer inversionistas. (Rojas, 2017)

Existen variadas fuentes de financiamiento disponibles en el mercado como por ejemplo el capital privado, que a cambio de participación en el paquete accionario de la empresa aporta dinero y conocimiento a los emprendimientos en sus etapas tempranas. Este aporte los ayuda a superar los desafíos iniciales de la puesta en marcha de un negocio. Otra fuente de financiamiento existente son los préstamos de instituciones financieras, que también le permitirán al emprendimiento sostener su actividad diaria, de crecimiento y de desarrollo. Estos últimos son, por lo general, más complejos de obtener por parte de los emprendimientos, sobre todo en etapas tempranas debido a, entre otras cosas, lo que se conoce como asimetría de información.

Existen infinidad de casos en que proyectos que podrían generar impacto en el desarrollo de la economía no llegan a ver la luz, entre otros factores, por falta de financiamiento. Según el reporte anual de *Startup Genome* (Genome, 2019), 1 de cada 12 emprendimientos logra sobrevivir. Es de suponer entonces que Uruguay no escapa a esta realidad que afecta a *startups* en países donde el mercado financiero y el ecosistema emprendedor es muchísimo más potente de lo que lo es en Uruguay.

También sucede que la inexperiencia empresarial de los emprendedores juega en contra de sus propios intereses. Es a partir de esto que es fundamental el desarrollo de vías no tradicionales de financiamiento; inversores ángel, capital privado y *crowdfunding*, entre otros, se deben de desarrollar, sobre todo en países emergentes, con el objetivo de apoyar el nacimiento y crecimiento de estas empresas.

Muchas veces es la propia dinámica del mercado la que genera niveles de financiamiento menores a los requeridos y es ahí donde se insiste que los gobiernos deben participar en la generación de ambientes adecuados y desarrollados para que el financiamiento fluya desde aquellos que tienen el dinero disponible hacia donde es necesario.

Es entonces el objetivo de este trabajo es identificar las principales dificultades que enfrentan las *startups* uruguayas al momento de acceder a financiamiento externo. Al mismo tiempo comparar la su situación con el resto de América Latina, para entender la posición en la que nos encontramos respecto al resto

Para ello, se realizó un análisis de la situación actual de acceso al financiamiento por parte de *startups* en América Latina en base a distintos tipos de publicaciones, encuestas e informes llevados adelante por diferentes entidades privadas y otros organismos internacionales como el *InterAmerican Development Bank (IDB)* o el *World Bank (WB)*. Luego se llevó adelante una encuesta entre emprendedores uruguayos y en base al análisis de los resultados obtenidos, es que se llega conclusiones e implicancias. El acceso a éstos fue a través de incubadoras, aceleradoras y organismos estatales que se dedican a apoyar emprendimientos.

En los primeros cuatro capítulos se desarrolla el marco teórico, donde se exponen conceptos básicos sobre el financiamiento de emprendimientos, sus etapas y fuentes, y que ayudarán a entender mejor los principales aspectos de tema. Adicionalmente, en estos capítulos, se presenta información de la situación actual en América Latina, cómo las nuevas empresas se están financiando y quienes y qué forma tienen quienes invierten en nuevas empresas. Por último, en esta sección se plantea qué a mayor nivel de inversión en este tipo de nuevas empresas, mayor cantidad de empleos se crearán; factor fundamental para el crecimiento de una economía.

Finalmente, en los capítulos cinco y seis, se presentan los resultados, conclusiones e implicancias que surgen de la encuesta llevada adelante entre emprendedores uruguayos.

CAPÍTULO I: FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA *STARTUPS*

Es innegable que todas las empresas necesitan dinero para comenzar con su actividad. Todas las empresas necesitan dinero para validar su modelo de negocio y demostrar que funciona; todas las empresas necesitan dinero para crecer. Hay muchas formas de financiamiento y cada etapa de la vida de una empresa tiene diferentes opciones de financiación.

Cuando se comienza, generalmente es el o los propietarios quienes aportan su dinero y tiempo para llevar adelante el proyecto. Cuando el dinero propio se agota o no es suficiente para seguir es que se pasa a la siguiente etapa, en donde se busca recaudar dinero de personas cercanas al proyecto. Estas personas que aportan son, por lo general, familiares y amigos que lo hacen desde un punto de vista afectivo más que como parte de un negocio. También forman parte de estos contribuyentes algunos inversionistas desprevenidos que por lo general son conocidos, en la jerga financiera de las *startups*, como tontos. Es de esta forma como nos enfrentamos a la primera “ronda” de financiación en la que lo más común es que participen los FFF (*Family, Friends and Fools* por su término en inglés).

Una vez que haya pasado la etapa de la idea de negocio, está listo para llevarlo adelante y hacerlo arrancar, existen variadas formas de obtener financiación: subvenciones gubernamentales, inversores ángeles, incubadoras, aceleradoras, plataformas de *crowdfunding*, entre otras. Este tipo de inversionistas serán parte fundamental en el crecimiento y desarrollo de la empresa y le ayudarán a la misma a desde etapas muy tempranas.

Una vez que se transitan con éxito estas etapas es que aparece el capital de riesgo y, antes de entrar en algún detalle sobre el capital de riesgo, es importante destacar que en la mayoría de los casos todas estas formas de financiación vienen en forma de capital, es decir: el o los propietarios deberán renunciar a una posición de propiedad en su empresa a cambio del dinero que recibieron y necesitan para crecer. Excluyamos del concepto anterior a los fondos otorgados por los FFF, que como se mencionó lo hacen desde un punto de vista más afectivo que como un negocio (aunque también reclamen participación en la empresa).

Es válido aclarar también que existen algunas otras formas de financiamiento en las que las *startups* recaudan dinero y en las que no se hará hincapié en este trabajo. Las notas convertibles son un ejemplo de esto; estas notas funcionan como un papel de deuda, en donde un poseedor de fondos les otorga a los emprendedores el dinero y los emprendedores le entregan la nota convertible. Al vencimiento, el poseedor de la nota puede optar por recibir el dinero más los intereses pactados o recibir parte del capital de la empresa.

Crear, hacer crecer y desarrollar una empresa depende de varios factores al mismo tiempo: la existencia de un ecosistema favorable para el negocio, un sector financiero que esté dispuesto a invertir en proyectos de mediano y largo plazo y que, por lo general, presentan riesgo e incertidumbre elevados. Cuando se analizan estos factores, tanto en Uruguay como en América Latina, nos encontramos que

existen grandes distancias entre la oferta y demanda de fondos. Cuando nos referimos a oferta estamos hablando de fondos de capital de riesgo, inversores ángel e instituciones financieras tradicionales entre otros. Si embargo existen datos auspiciosos; según el artículo publicado por sitio web *Startupeable*:

Los reportes de la Asociación Latinoamericana de Venture Capital (LAVCA, por sus siglas en inglés) las inversiones de Venture Capital en startups en Latinoamérica se han multiplicado en más de 9 veces en los últimos 4 años, alcanzando los USD\$ 4.6 mil millones en 2019 (2020, s/p).

Por el lado de la demanda hablamos del desconocimiento que tienen las *startups* sobre fuentes de financiamiento y eso es lo que muchas veces las lleva a no buscar fondos externos y esto es lo que hace es reducir la demanda. Esta diferencia que existe genera un nivel de financiamiento por debajo de lo requerido para las *startups* y es allí donde se presentan los problemas y donde fracasan proyectos que, de haber accedido al capital necesario, soporte, y guía no lo hubiesen hecho.

Es por lo antes mencionado que, a lo largo del ciclo de vida de la *startup*, se necesitan de diferentes fuentes o instrumentos de financiamiento. Es fundamental no solo desarrollar estos ambientes, sino que se debe lograr que se comuniquen entre sí para que lo que se invierte se haga de manera efectiva y todos los involucrados obtengan resultados positivos.

En el siguiente gráfico – ver figura 1- se marcan dónde se encuentran cada una de las fuentes de financiamiento en función de su costo y accesibilidad de obtención. Es claro que tanto subvenciones (en países con ecosistema desarrollado) como familiares y amigos son los más accesibles. Por lo general las subvenciones o fondos no reembolsables tienen un costo no monetario que responde más a cuestiones de forma administrativa como la liquidación y presentación de gastos asociados a los dineros obtenidos.

Figura 1



Fuente: (Manzanera, Finanzas para Emprendedores, 2010)

Cuando nos movemos a las otras formas de financiamiento para las *startups*, uno de los principales temas que estas deben definir es el costo de ese financiamiento y, como es de suponer, cuál sea la más económica debería ser la más interesante. Tener en cuenta el costo de financiamiento es importante principalmente porque se debe entender que tan caro o barato es el dinero que se está recibiendo, pero también se debe tener en cuenta el valor agregado que puede otorgar ese capital entrante. Es fundamental también, entonces, evaluar lo que se conoce como capital inteligente y no es más que la experiencia que puede aportar quien llega a la empresa con fondos frescos. Siempre será más valioso el dinero aportado por alguien que tiene experiencia en el rubro en el que la empresa está empezando a desarrollarse que aquél que no y solo lo hace con el objetivo de rentabilizar sus fondos.

Los instrumentos de financiamiento que más comúnmente se identifican en el ecosistema emprendedor son:

1.1. Capital de Riesgo

Lo primero que debemos destacar es que el inversor de capital de riesgo es un inversor que tiene como principal actividad invertir en proyectos empresariales y, esto es lo que marca la pauta de cómo son estos inversores. Por lo general invierten en empresas que se encuentran en las primeras etapas del ciclo de vida en las que aún se presenta un alto riesgo de fracaso, pero también un alto potencial de crecimiento y, con este, un alto rendimiento sobre la inversión realizada.

Existen varios tipos de inversión de riesgo y que dependiendo de la etapa de vida de la empresa es que entran en juego. La inversión semilla, que es utilizada por los emprendedores en las etapas iniciales y para poner apenas en marcha y cubrir los gastos del proyecto. Luego, cuando el proyecto está en marcha, llegan los inversores ángel que aporta recursos que por lo general son personales a cambio de una participación en la empresa.

Cuando la empresa se encuentra en una segunda etapa de crecimiento y busca escalar su negocio es que aparecen los *Venture Capital*. Estos inversores direccionan sus fondos y esfuerzos en empresas que identifican con alto potencial de crecimiento; cómo todo, al ser una etapa de desarrollo y presentar una alta tasa de riesgo, el retorno exigido por estos es alto.

Estos tres tipos de capital de riesgo serán analizados en el documento porque se enfocan básicamente en financiar *startups*. Existen otros tipos de capital de riesgo, como por ejemplo los *Private Equity* (Capital Privado) pero que están más enfocados en empresas que ya sortearon con éxito las etapas de desarrollo, crecimiento y ya se encuentran consolidadas en el mercado.

Cuando pensamos en las formas, existen básicamente dos formatos en los que estos inversores pueden inyectar capital a la empresa; a través del financiamiento directo, siendo ellos mismos quienes aportan el dinero y pasan a formar parte de la empresa o a través de fondos que son gestionados por expertos. El capital de riesgo provee acceso a fondos que no están, por lo general, disponibles en otros mercados debido a ese alto nivel de riesgo que presentan los proyectos. Como contrapartida a los fondos aportados, el capital de riesgo adquiere una porción minoritaria del negocio con la expectativa de vender (salir) dicha participación, en el largo plazo, a un valor sustancialmente más alto. Es por lo que los fondos de capital de riesgo están interesados, principalmente, en empresas que se puedan desarrollar rápidamente pues su salida se da en un rango entre los cinco y siete años ya sea a través de una venta de su participación a los mismos emprendedores, a otra empresa o mediante una oferta pública en el mercado de valores.

Como se mencionó antes, estos son inversores profesionales y por lo tanto también proporcionan capital inteligente. Por una parte, se considera inteligente porque muchas veces personal directo de los fondos pasa a formar parte del equipo directivo de la empresa y a través de ellos se aporta a la construcción de las capacidades directivas de los emprendedores a través de mentoría, guía estratégica y experiencia.

Por otro lado, se pueden construir sinergias entre las empresas que estos fondos tienen dentro de su portafolio de inversores generando acuerdos altamente favorables para el negocio.

Según Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en su informe anual de 2014 (OCDE, 2014), en sus países miembros un fondo invierte montos que van desde los USD 3 millones hasta los USD 5 millones en la primera ronda y tienen una esperanza de realizar su salida en el año cinco.

Este mismo informe sostiene que estos fondos no solamente invierten en la empresas, sino que, como se menciona en párrafos previos, también se acercan a la gestión de esta y aportan su conocimiento monitoreando las actividades, participando de la operativa y en la toma de decisiones, en busca de la consecución de los objetivos planteados y así lograr la salida y la ganancia pretendida al momento de la inversión.

A pesar de esto, el capital de riesgo financia a un número reducido de empresas y el monto de recursos que se ofrecen como porcentaje del PIB de los países es muy bajo. En este apartado, Estados Unidos e Israel son quienes poseen el segmento de capital de riesgo más grande, aunque de todas formas las inversiones no llegan al 0,4 del PIB. (Rojas, 2017)

Al financiar empresas en etapas más avanzadas que los FFF y por montos mayores a lo que se puede pensar inicialmente hace que este tipo de inversionista asuman niveles de riesgo elevados porque la totalidad de la rentabilidad está atada al éxito de la empresa en la que está participando; habiendo mencionado lo anterior, el nivel de involucramiento como de compromiso del capital de riesgo constituyen las principales ventajas para los emprendedores

El capital de riesgo es un capital que financia pensando siempre en el largo plazo; este tipo de socio financiero suele, cómo se mencionaba anteriormente, retirarse de la empresa en un plazo de entre 5 y 7 años y tomando como horizonte mínimo 5 años. Esto refleja que este tipo de socio mira a largo plazo y esto quiere decir que no está atado al corto plazo ni a la incertidumbre de salida que presenta, por ejemplo, el inversor ángel.

Cuando se mira el lado estrictamente financiero, que ingrese capital de riesgo el negocio permitirá que la *startup* incremente su capacidad de endeudamiento porque cuando el inversor de capital de riesgo invierte en un negocio analiza detalladamente la operación en la que está invirtiendo y busca apalancar su intervención. Esto quiere decir que el capital de riesgo no solamente estará aportando dinero de su bolsillo, sino que también buscará apalancar la operación con fondos de terceros (sean entidades financieras u otros medios) para no financiar la operación 100% con su dinero.

Este es un punto que muchas veces pasa desapercibido por parte de los emprendedores porque piensan que el único valor relevante que le puede aportar el capital de riesgo a la sociedad es desde el punto de vista financiero. Sin embargo, el capital de riesgo puede ayudar tanto por su participación en la gestión diaria de la empresa, como en la toma de decisiones importantes. No solo la experiencia del equipo que el capital de riesgo pone a disposición, sino también desde el punto de vista de poder aportar contactos, relaciones con clientes, proponer estrategias comerciales que faciliten la tarea del o los emprendedores. Factores generalmente intangibles que el emprendedor no evalúa o no le da la importancia necesaria cuando se habla de capital de riesgo.

Para cada etapa de la vida de la empresa existe algún tipo de capital de riesgo. Principalmente para las *startups* podemos destacar.

1.1.1. Inversión Semilla:

La Inversión semilla es ese financiamiento inicial necesario para poner en marcha un emprendimiento. Por lo general son fondos que provienen del bolsillo de los emprendedores y/o de su círculo cercano (*friends, family & fools*). La FFF es un término anglosajón que intenta describir la fuente más cercana, rápida y accesible que puede tener un emprendimiento que recién comienza. En general los familiares (1er F- *Family*-) y amigos (2da F – *Friends*-) aportan capital por su condición cercana al emprendedor o a los emprendedores. En cambio, los tontos (3ra F – *fools*-) son, por lo general, personas que sin ser expertos en la materia apuestan por ese proyecto.

Según un estudio de una plataforma estadounidense, en el año 2015 -ver figura 2-, los familiares y amigos son quienes, de forma agregada, invierten mayor cantidad de dinero anualmente en *startups* con USD 60 billones (Fundable, 2015). Este mismo sitio reporta que el 38% de las *startups* declara haber recibido dinero de familiares y amigos con promedio de USD 23 mil. No existen datos sobre el comportamiento de estos inversores en Latino América.

Figura 2



Fuente: Elaboración propia en base a datos Fundable.com (Fundable, 2015)

Cuando una *startup* está comenzando, en general, no tiene mucho que mostrar o su idea es muy incipiente. Quizás todavía no hay ningún producto y el negocio es sólo un concepto bien elaborado por los fundadores y es por lo que invertir en la empresa durante esta etapa es muy arriesgado. Puede haber o no el éxito y por lo tanto los inversores más grandes e institucionalizados no suelen intervenir en empresas en esta etapa. Los amigos y la familia generalmente invierten montos menores y a menudo lo hacen en condición de apoyo, aunque pueden también estar entusiasmados por entrar en algo que en sus etapas iniciales.

Cuando se busca financiación en el entorno del o los emprendedores, la ventaja es el conocimiento que se tiene del emprendedor. Gran parte de los criterios de toma de decisiones para cualquier inversor (Angel, VC, Fondos Gubernamentales, entre otros) es ¿Confío en esta persona? ¿Es o son capaces de hacer crecer esta empresa? ¿Sobrarán utilizar de forma adecuada los fondos que reciben? Estas preguntas quedan casi reducidas a su mínima expresión cuando se trata de alguien del entorno cercano porque, por lo general, la percepción de inteligencia, trabajo y capacidad de emprendedor se da por descontada.

Por lo general también tienen una flexibilidad mayor a la hora de exigir el retorno de los fondos y es más sencillo en el caso de ser necesario renegociar la devolución de estos ante la eventualidad de que el proyecto no esté funcionando de la forma que se esperaba.

No todo es tan sencillo cuando se habla de esta fuente de financiamiento. Existen ciertas desventajas que son necesarias revisar antes de aceptar los fondos para la empresa.

Algunos de estos inversores pueden tener experiencia en invertir en *startups*, y pueden haber dirigido una empresa propia en el pasado. Este es un buen inversor FFF porque sería una forma de capital inteligente que no solo aportaría dinero, sino que también conocimiento.

Otros pueden estar invirtiendo parte de los ahorros de toda su vida para poder ayudar al emprendedor, por lo que la presión por el éxito del proyecto puede ser aún mayor. Es fundamental entender la motivación de este tipo de inversores y la posición financiera en la que se encuentra para hacer un análisis correcto del financiamiento en su conjunto.

No se puede dejar de lado el análisis de las relaciones personales cuando se habla de dinero y préstamos familiares o de amigos. Existen desafíos que se deben enfrentar cuando se mezcla la familia con los negocios; expectativas mal transmitidas y generadas, falta de comunicación, entre otras, pueden generar conflictos y problemas para la empresa.

1.1.2. Inversores Ángeles

La inversión Ángel (IA), también conocida como capital inteligente, son personas que por lo general cuentan con amplia experiencia empresarial y con un patrimonio suficiente que les permite financiar a las empresas en sus etapas de desarrollo. Su experiencia previa les permite evaluar de mejor manera los proyectos donde volcaron tanto su dinero como también, probablemente, su tiempo. Adicionalmente a estos dos factores (dinero y tiempo), este tipo de inversor cuenta con una amplia red de contactos que permitirá a los promotores del emprendimiento acercarse a recursos que de otra manera hubiese sido dificultosa. De todas formas, el objetivo es, cómo todo inversor, obtener un beneficio económico a través del crecimiento de la *startup* en el largo plazo. Éste beneficio se obtiene a través de lo que se llama desinversión por parte del IA cuando venden su parte accionaria a un tercero, que puede ser otra empresa, un fondo de inversión o a los propios fundadores.

En un estudio realizado por investigadores de la Universidad de Harvard (Lerner, Schoar, Sokolinski, & Wilson, 2015) sobre 13 grupos de Inversores ángel en 12 países y con solicitantes de fondos de 21 países diferentes, encontraron que la inversión por parte de ángeles tiene beneficios claramente remarcables para las *startup*.

Es en este sentido, los IA tienen un impacto positivo en la vida de las empresas que fondean tanto desde el punto de vista del desempeño de esta como desde la supervivencia. Según este estudio, aquellas empresas que recibieron fondos de IA tienen entre un 14% y un 23% de mayores posibilidades de sobrevivir en los subsiguientes años (1.5 a 3 años) e incrementan su capacidad de otorgar empleos en un 40% por sobre aquellas que no recibieron este tipo de financiamiento. Al mismo tiempo, las probabilidades de una salida exitosa, esto es vender la empresa o su paquete accionario, se incrementan hasta en un 17%.

Cuando miramos hacia Latinoamérica, vemos que la inversión ángel creció entre 2016 y 2018 tanto en monto como en cantidad de transacciones. En lo referente al monto invertido, según el informe elaborado anualmente por xcala (xcala, 2018), Inversión Ángel América Latina y el Caribe en 2018, señala

que se pasó de USD 17.6 millones a USD 20.8 millones en 2018, con 125 y 199 transacciones identificadas, respectivamente.

En lo que refiere al perfil del inversor -ver figura 3-, vemos que en 2018 casi el 50% de quienes formaron parte de una red de inversores ángel e invirtieron en algún emprendimiento son empresarios activos. Si tomamos en cuenta las tres primeras posiciones vemos que casi el 70% de quienes son inversores ángel forman o formaron parte de una empresa y entienden la necesidad de aportar fondos a los proyectos en etapas tempranas del mismo.

Figura 3



Fuente: xcala Summit – Inversión Ángel en América Latina y el Caribe en 2018

Es importante poder captar un Inversor Ángel cuando la *startup* está comenzando sus actividades porque, como se mencionó antes, si conocen el mercado en el que opera la empresa pueden ser de suma utilidad.

Por lo general son más laxos que los otros tipos de inversores profesionales como *Venture Capital* o *Private Equity*; no fijan criterios de inversión salvo reglas básicas para llevar adelante la misma. Suelen optar por participaciones más pequeñas en el capital de la empresa y, al ser generalmente personas individuales, la toma de decisiones dentro de la empresa es mucho más ágil. Al mismo tiempo estos tipos de inversores están más dispuestos a invertir en etapas de la empresa en lo que otros inversores más desarrollados institucionalmente no lo están.

Como desventajas se pueden remarcar comportamientos menos predecibles por parte de este tipo de inversionista que de aquellos inversores más sofisticados. La forma en que harán seguimiento de su inversión puede ser totalmente diferente entre un inversor y otro; alguno podrá invertir el dinero y no tomar

acción sobre el funcionamiento y las decisiones de la empresa. En el otro extremo están aquellos que se involucraron en la operativa y en las decisiones de la empresa de forma realmente activa. Es por lo que es fundamental conocer el hábito de trabajo de los inversores ángeles para así poder llevar adelante una armoniosa relación de trabajo.

De la misma manera que es una incógnita la forma de trabajo, también lo es una posible salida de la empresa por parte del inversor ángel. Con inversores sofisticados se puede saber, en mayor o menor medida, cuando se desprenderá de su participación en busca de generar la ganancia que pensó inicialmente. Con un inversor ángel, al ser generalmente una persona física, nunca se sabe las necesidades de fondos que pueda tener y en qué momento. Una salida de urgencia por parte del inversor que represente la necesidad de vender su parte puede llevar a que se termine incorporando a alguien (en sustitución del inversor que se va) que no se quiere dentro de la empresa si es que los fundadores no cuentan con el dinero suficiente para comprar la parte en venta.

La imprevisibilidad es un factor relevante y es por lo que los emprendedores deben dedicar un tiempo prudencial a conocer al inversor ángel.

1.1.3. *Venture Capital*

Dentro de la estructura de Capital Privado podemos encontrar dos formas de invertir. La primera es "*Private Equity*" que son inversionistas que se dedican a invertir en empresas maduras, que están buscando un empujón adicional en su desarrollo. La diferencia con el "*Venture Capital*", que se definirá más adelante, es que PE puede invertir tanto en capital como en deuda. Es decir, tiene dos opciones para participar en el crecimiento de la empresa.

Por otro lado, el "*Venture Capital*" se dedica a invertir en empresas en etapa temprana y que tengan potencial de crecimiento. Como el único instrumento que utilizan es el capital, estas empresas participan en las *startups* a través de la compra de acciones y por lo tanto pasan a ser parcialmente propietarios del emprendimiento. (Manzanera, Finanzas para Emprendedores, 2010)

1.2. Instituciones Financieras

Como se puede observar en el gráfico al inicio del presente capítulo -ver figura 1-, este tipo de financiación queda relegada a un segundo plano, sobre todo para cuando la empresa demuestre que tiene capacidad suficiente para hacer frente a una deuda, mediante la generación de flujos de fondos. Este tipo de financiamiento no es gratuito y su costo está asociado con el precio del dinero (tasa de interés). El interés que cobran las instituciones financieras por estos préstamos tiene incorporados dentro de él dos conceptos importantes; por un lado, el riesgo que asume la institución al otorgar el préstamo y, por otro, el beneficio para la institución financiera por el otorgamiento de este.

Es importante remarcar que el asumir deuda tiene un doble efecto en las finanzas de la empresa; por un lado, si el apalancamiento es excesivo o supera las posibilidades de la empresa puede generar problemas de insolvencia y, por lo tanto, generar inconvenientes a la hora de hacer frente al pago de los intereses y el capital.

Por el lado positivo, si se hace de forma adecuada, el financiamiento con fondos de terceros genera mayor rentabilidad de los fondos propios invertidos que están invertidos en la empresa, porque pasan a ser menores. (Manzanera, Finanzas para Emprendedores, 2010)

En su libro Finanzas Para Emprendedores , Antonio Manzanera (Manzanera, Finanzas para Emprendedores, 2010), sostiene que uno de los aspectos más complejos de la *startup* es acceder a financiación bancaria y maneja el concepto conocido como las cuatro C (por sus siglas en inglés), y que son necesarias para conseguir financiamiento de un Banco;

Concepto (Concept): Transmitir de manera clara lo que se quiere financiar con los fondos que se están solicitando; es casi imposible que una institución financiera otorgue un crédito si no tiene claro qué es lo que se hará con el dinero. Es importante la mirada de futuro de la empresa y no solamente sostener los requerimientos de fondos en base a resultados pasados, sino que se debe incluir una perspectiva hacia futuro.

Flujo de Fondos (Cash Flow): La caja de la empresa es un tema sensible sobre el que se debe trabajar detalladamente. Es imperioso demostrar que el dinero que se está solicitando se podrá devolver en el futuro bajo las condiciones establecidas en el contrato.

Colaterales (Collateral): Los colaterales son garantías adicionales, no más, no menos que eso. Generalmente, cuando una *startup* solicita fondos a una institución financiera la garantía son los flujos de fondos que el proyecto estima va a generar. Al ser estos flujos inciertos, y por más que la viabilidad del proyecto sea real, las instituciones financieras no asumen el riesgo 100% basados en los flujos futuros, necesitan algo más sobre lo que asegurarse y sustentar su decisión.

Carácter (Character): Los estadounidenses insisten en que en la solicitud de préstamo a una entidad financiera el “cómo” importa tanto como el “que”. Esto quiere decir que la energía, el convencimiento, el compromiso demostrado por los emprendedores puede ser determinante al momento de convencer a la entidad financiera de que otorgue el préstamo. Si bien esto es sumamente importante, a nivel de Latinoamérica, las instituciones se guían más por los puntos anteriores que por el carácter demostrado al momento de la solicitud.

1.3. Crowdfunding

En la actualidad, el avance sostenido de la tecnología ha permitido el surgimiento de un tipo diferente de empresas de carácter financiero, que buscan desintermediar entre oferentes y demandantes de capital. Estas empresas, conocidas como *Fintech* (como abreviatura de *Financial Technology*), buscan competir con la banca tradicional y otros intermediarios en la prestación de servicios a consumidores y empresas. Existen diferentes tipos de *Fintech*, pero la estructura general de las mismas es que son plataformas que poseen un modelo de negocio digital con el objetivo de conectar demandantes de fondos con múltiples oferentes a través de internet y sin la presencia de los tradicionales intermediarios.

En específico, el *crowdfunding* (o microfinanciación en español) es una forma de recaudar dinero para un individuo u organización mediante la recolección de donaciones a través de familiares, amigos, amigos de amigos, extraños, empresas y más. Este tipo de financiamiento se constituyó originalmente como una forma de recaudar fondos más que nada destinados a donaciones o para financiar proyectos artísticos, con un fin más orientado a lo social. Mediante el uso de las redes sociales, para difundir la conciencia asociada a este tipo de proyecto, las personas podían llegar a una mayor cantidad de potenciales donantes que, a través de las formas tradicionales de recaudación de fondos, no lo harían.

El negocio de *crowdfunding* apareció por primera vez en el Reino Unido a finales de la década de 2010 y luego se desarrolló rápidamente en el mercado estadounidense.

Existen diferentes tipos de *Crowdfunding* que se comentan brevemente a continuación:

- ✓ Donaciones: Inversores aportan a determinado proyecto sin esperar nada a cambio. Se busca apoyar un interés o causa común.
- ✓ Recompensa: El inversor espera algo a cambio de su dinero, que por lo general es un descuento en el producto o alguna unidad del producto financiado.
- ✓ Royalties: El inversor cobra un porcentaje de las ganancias de la empresa
- ✓ Préstamos: El inversor cobra un interés a una tasa previamente pactada.
- ✓ Inversión: El inversor aporta y recibe una participación en la empresa.

Como todos los tipos de financiamiento, el *crowdfunding* presenta ventajas y desventajas. Por el lado de las ventajas se destaca que, a través de este medio, emprendedores que no tienen el poder económico suficiente pueden acceder a fondos de forma más sencilla. Por el lado de las desventajas, se puede marcar que el conocimiento de esta herramienta es limitado y no todos tienen el poder para potenciar su emprendimiento.

Según las estadísticas divulgadas por el sitio de *crowdfunding* Fundly en el año 2019 (Fundly, 2019) (plataforma a través de la cual los proyectos que se presentaron han recaudado más de 300 millones de dólares) el mercado global de *Crowdfunding* es de casi 35 billones de dólares. Se destacan Ingresos anuales de *crowdfunding* en América del Norte por más de 17 billones. En este sentido, América Latina presenta solamente \$85.5 millones de ingresos anuales. Esto demuestra claramente que existe camino por recorrer en este sentido.

En particular, en Uruguay, a finales del año 2019 se aprobó la ley denominada “Ley de fomento del emprendedurismo”, y en uno de sus artículos se regula esta forma de acceso a financiamiento. Al momento del desarrollo de este trabajo, la reglamentación de esta aún está pendiente.

En el presente capítulo se pretendió exponer las diferentes fuentes de financiamiento que existen en el mercado para las *startups*. Asimismo, se trató de poner un poco de claridad respecto a qué tipo de financiamiento es conveniente para este tipo de empresas según la etapa del ciclo de vida en el que se encuentran como, por ejemplo, en la primera etapa, la de validación, que por lo general son los propios fundadores , familiares y amigos cercanos quienes aportan el dinero para lanzar el emprendimiento.

CAPÍTULO II: PROBLEMAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO

En el anterior capítulo se presentaron las diferentes modalidades de financiamiento a las que pueden acceder las *startups*. Cada una de ellas presenta ventajas y desventajas y otras complejidades que deben ser tenidas en cuenta al momento de buscar fondos para los proyectos.

Los problemas en el funcionamiento de los mercados de crédito constituyen un obstáculo para el crecimiento económico de los países y afectan, particularmente, a las *startups*, pequeñas y medianas empresas, y no solamente a aquellas que ya están en actividad, sino que también a las empresas que están por crearse. Las altas tasas de interés y la insuficiencia de garantías son los factores que más influyen en el uso de fuentes alternativas al crédito bancario para el financiamiento de las pymes. (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2011)

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD por sus siglas en inglés) desarrolla de forma anual un informe sobre cuál es la situación del financiamiento a emprendimientos y pymes dentro de sus países miembro (OECD, 2019). Este informe muestra, de forma sucesiva todos los años, que los problemas para acceder al financiamiento por parte de las *startups* es similar en todo el planeta; la falta de información de ambas partes (oferta y demanda), la falta de aversión al riesgo por parte de las entidades financieras y mercados de capital poco desarrollados, hacen que acceder al financiamiento para el desarrollo o crecimiento sea muy difícil.

En la búsqueda de comprender por qué las *startups* tienen problemas para acceder al financiamiento, es fundamental entender cómo funciona el sistema financiero, que es un intermediario y entender cómo y porqué aparecen las fallas de mercado.

2.1. Conceptos Generales

Para comenzar, un intermediario financiero es, básicamente, alguien que intermedia entre el poseedor del capital y quien lo necesita. Al momento de realizar inversiones y de recibir capital, existen algunas funciones que son propias de los mercados financieros y que estos agentes pueden realizar de manera más eficiente comparado con los ahorristas (quienes poseen los fondos) y los receptores de dichos fondos. Estos intermediarios son quienes escanean los mercados en busca de inversores y oportunidades de inversión además de la información necesaria para determinar si los proyectos de inversión son rentables o no. Sin embargo, esto las fallas de ambos lados existen y siguen siendo uno de los principales factores de la falta de financiamiento para las *startups*.

2.1.1. Fallas Oferta

Se distinguen básicamente tres fallas principales

1. Información asimétrica:

Esta falla está relacionada con los requerimientos de información. Por lo general los que demandan los fondos, las *startups*, cuentan con más información sobre los proyectos y conocen el riesgo de este pero muchas veces de forma intuitiva y por estar dentro del proyecto. Esta información no siempre se encuentra de forma ordenada y con suficiente respaldo para ser presentada como fuente de análisis. En el otro extremo, quienes poseen los fondos para invertir se encuentran con esta falta de información sobre esos proyectos y es allí donde se genera una brecha. Es, sobre todo, la falta de preparación de esta información por parte de los emprendedores lo que genera el desinterés por parte de los inversores. De la misma manera que la falta de información afecta de forma directa la obtención de fondos, otro aspecto que muchas veces impacta de forma negativa es la no formalización de algunos procesos internos de la empresa, poca claridad en su estructura jerárquica o el poco control sobre el manejo de las finanzas, generando desconfianza en el éxito de la empresa.

2. Costos de Agencia:

El riesgo que perciben quienes poseen los fondos para invertir aumentan de forma significativa cuando perciben que, y ante la falta de información suficiente para poder concluir, las empresas no cuentan con la capacidad para poder cumplir o llevar adelante sus proyectos. Esto se incrementa cuando los intermediarios, que como vimos son quienes se encargan de escanear los mercados en busca de oportunidades de financiamiento, no son capaces de satisfacer de forma previa los requisitos de información que sostengan la viabilidad de los proyectos.

Adicionalmente, según Levine (Levine, 2005) dentro de este costos existe otro punto a destacar que es el riesgo moral. El emprendedor puede tomar decisiones sobre cómo utilizar los recursos invertidos por terceros, dando lugar a un riesgo moral que conduce a que los inversionistas sean más selectivos y quieran tener control de las inversiones

3. Asimetrías de distribución.

Según un informe del Banco Mundial (Chavis, Klapper, & Love, 2010), existe un problema en cómo está distribuida la riqueza. Aquellos que menos tienen, o que son menos ricos, tienen mayores dificultades para acceder a los mercados donde se encuentran quienes tienen capacidad de invertir.

Cuando se piensa en el mercado crediticio bancario, las *startups* tienen una desventaja frente a las empresas más grandes en lo que refiere a los requerimientos de información y en lo que refiere a los costos de transacción. Una de las principales razones es que, por su tamaño, las *startups* tienden a tener un manejo de su gerencia y finanzas bastante más informal que una empresa grande. Es a raíz de esto que las instituciones financieras solicitan garantías adicionales para disminuir el riesgo y esto lleva a que

el financiamiento de esta no sea en base al proyecto presentado, sino que esté relacionado con las garantías que esa empresa pueda otorgar. (Rojas, 2017)

2.1.2. Fallas Demanda

1. Cuando se analiza el documento *The Provision of Growth Capital to UK Small and Medium Sized Enterprise* (TSO, 2009) se hace hincapié en las siguientes fallas desde el lado de la demanda: Falta de preparación por parte de los emprendedores: En este sentido, los emprendedores y sus empresas pueden no estar preparados para brindar la información necesaria que requieren las fuentes de financiamiento.

2. Falta de conocimiento: En este aspecto, los emprendedores pueden tener desconocimiento de todas las fuentes de financiamiento disponible. Otro factor que puede atentar es la falta de comprensión por parte de los emprendedores de los beneficios que trae aparejado el financiamiento externo.

3. Reticencia a la apertura del capital: El documento también menciona que existe una importante cantidad de evidencia de que los propietarios de negocios pueden no estar dispuestos a conceder una participación en su negocio y de esta forma no logran atraer inversores, prefiriendo sacrificar el crecimiento potencial en pos de libertad para el manejo de la empresa.

4. Valuación: Diferencias en la valoración que hacen de la empresa tanto inversores como propietarios. Muchas veces el valor afectivo sobre la empresa lleva a que los emprendedores pierdan de vista el valor que el mercado le asigna a la misma; esto, cuando un emprendedor se enfrenta a un inversor profesional es un punto de desacuerdo que lleva muchas veces a avanzar y que el inversor se retire de la negociación.

En este capítulo se trató una de las principales problemáticas de acceso al crédito que tienen las *startups*: la existencia de fallas en el funcionamiento de los mercados.

Queda demostrado que los problemas de acceso al financiamiento se dan, entre otros factores, por la insuficiencia de información por parte de los emprendimientos; información que necesitan quienes poseen los fondos para realizar evaluaciones de riesgo y de esa manera apoyar un emprendimiento, y así llevar adelante la inversión. Esta falta de información relacionada con proyecciones de ventas, tamaño del mercado, potencial de crecimiento o escasa información contable financiera hacen que la tarea del evaluador de riesgo sea muy difícil. Los costos de conseguir esta información determinan muchas veces que el costo-beneficio de otorgar financiamiento a una *startup* sea realmente alto (en términos de costos) y riesgoso. Cuando son instituciones financieras como bancos tradicionales sucede lo mismo, la falta de información y el alto costo de conseguirla hace que no represente un negocio atractivo y, en caso de decidirse a otorgar financiamiento, las tasas de interés serán muy altas y las garantías exigidas extremadamente elevadas para los emprendedores.

Por tanto, el escaso acceso a financiamiento se debe, principalmente, a la insuficiencia de información y a los altos riesgos atribuidos a su financiamiento, lo que genera reticencia en las entidades que financian a otorgarles préstamos o a participar del capital. Por lo tanto, es fundamental el desarrollo de un ecosistema emprendedor que soporte, guíe y eduque en todos los temas relacionados a la vida empresarial de los emprendedores.

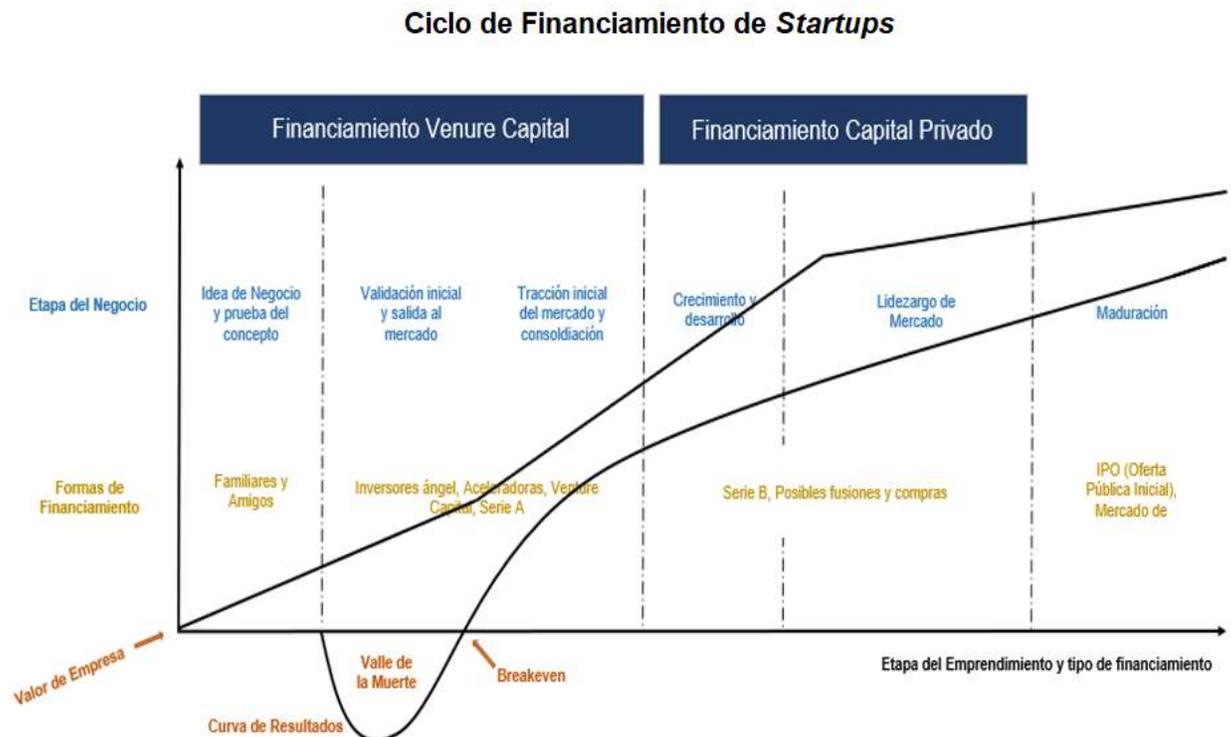
CAPÍTULO III: SITUACIÓN ACTUAL EN AMÉRICA LATINA

La brecha que existe entre lo que las *startups* tienen y necesitan, desde el punto de vista financiero, se conoce comúnmente como “brecha de financiación”. Esta es una brecha que afecta el dinero que las empresas necesitan tanto para las operaciones diarias, como para el desarrollo y crecimiento.

También existe un término asociado con esa brecha, y que está relacionado al punto en el tiempo en que las *startups* se quedan sin fondos suficientes para continuar. Este punto se lo conoce como el “valle de la muerte”.

En el siguiente gráfico -ver figura 4 - se pretende resumir y representar los diferentes momentos de la vida de las *startups*, y quienes participan en la financiación de las empresas en cada uno de esos momentos, destacando el mencionado “valle de la muerte”.

Figura 4



Fuente: IDB Lab's Portfolio of *Venture Capital* Funds: Democratizing Access to Capital for Entrepreneurs in Latin America and the Caribbean

Como se puede observar, desde el nacimiento de la idea hasta que consigue el primer apoyo económico externo (por lo general subvenciones de los gobiernos, inversores ángel, entre otros.) las *startups* se apoyan en fondos aportados por los mismos fundadores y lo que se conoce como las 3F por su término en inglés (*Family, Friends and Fools*) o simplemente familiares y amigos.

Es a partir de la validación exitosa del modelo de negocios que aparecen otros actores importantes y que en América Latina están en vías de desarrollo. Inversores ángeles, fondos de capital de riesgo y otros, son necesarios para el crecimiento de la empresa porque, y a pesar de la validación del negocio, la financiación tradicional aún no está disponible para ellas.

Al mismo tiempo que se piensa en el aspecto económico, se debe tener en cuenta que existen otros inconvenientes que no están estrictamente asociados a estos temas financieros y que estos actores externos a la *startup* pueden solucionar cuando, a través del aporte de capital, pasan a formar parte de la empresa. Estos aspectos refieren a la “brecha de experiencia” que muchas veces tienen los emprendedores en el manejo de empresas, y se puede ver corregido a través de la experiencia que traen los inversores, que muchas veces pasan a ser consultores de la *startup* (además de inversores). Habitualmente se los conoce como capital inteligente, pues no solo aportan el efectivo necesario para el crecimiento, sino que también aportan conocimiento para ese crecimiento.

Cuando se les consultó a los emprendedores latinoamericanos, en la primer encuesta a fundadores *startups* en América Latina llevada adelante por LAVCA (LAVCA, 2019), el resultado muestra claramente que los emprendedores no solamente buscan dinero. Como se puede observar en el siguiente gráfico -ver figura 5-, el 87% de los emprendedores consultados afirman que cuando buscan aportantes de capital también buscan que quienes lo aportan sean guías estratégicos en el desarrollo de la empresa.

Figura 5



Fuente: LAVCA Inaugural Survey of Latin American *Startups*

Es también importante el rol que desempeñan en el crecimiento de la empresa porque los emprendedores buscan que estos aportantes de capital sean quienes los introducen a nuevos socios de negocios o a nuevos clientes; esto queda demostrado cuando vemos que el 59% indica que analiza esta característica cuando busca inversores.

Como podemos ver- ver figura 5-, las respuestas indican que los inversores han sido, sobre todo, una ayuda importante a la hora de guiar en la estrategia de la empresa y qué no siempre es solo monetario el asunto de incorporar agentes externos al emprendimiento.

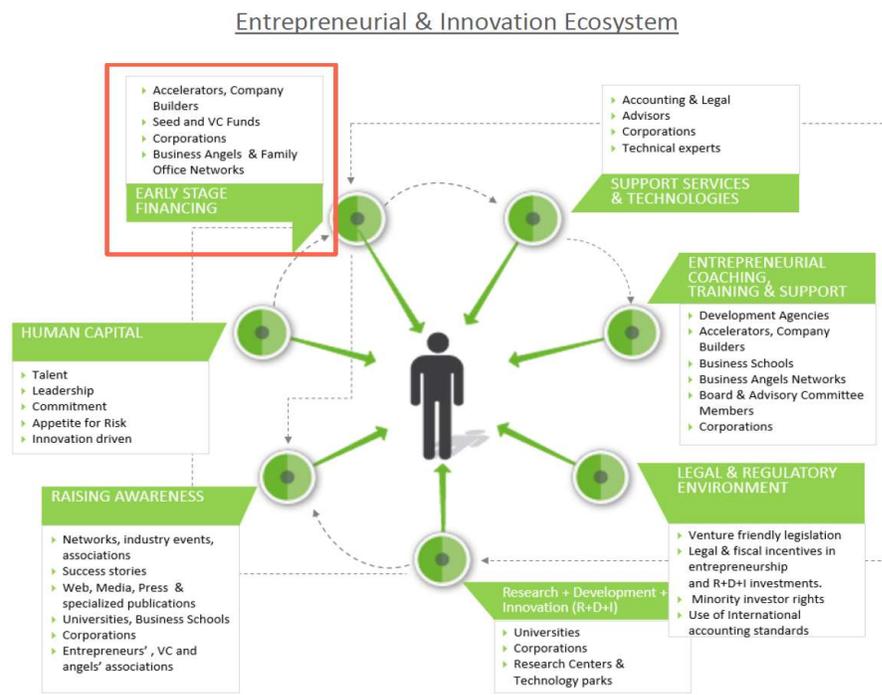
Retomando el enfoque financiero, hay que destacar que las *startups* exitosas normalmente no prosperan por sí solas. El acceso a múltiples rondas de capital inteligente en las primeras etapas de la empresa son factor clave para que los emprendedores validen sus productos, definan sus mercados, logren tracción, para luego llevar sus negocios a escala.

Existe una sólida evidencia a nivel internacional que respalda lo importante que es el capital de riesgo en el desarrollo y crecimiento de las *startups*, con un impacto directo en el empleo y en la generación de riqueza. Se estima que por cada **USD 1 invertido** se generan hasta **USD 6 en actividad económica** que se expresa a través de salarios, pagos a proveedores e impuestos. (IDB-LAB, 2019)

Para que el capital privado, *Venture Capital*, inversores ángel y otras formas de financiamiento para *startups* se desarrolle en América Latina, los países deben generar ecosistemas de emprendedores sólidos, además de políticas gubernamentales de estabilidad y seguridad que les dé certezas a los inversores.

En la siguiente infografía- ver Figura 6-, presentada por IDB LAB en su reporte *Portfolio of Venture Capital Funds* (IDB-LAB, 2019), se identifican los factores fundamentales que se deben tener en cuenta al momento de analizar el ecosistema emprendedor de un país.

Figura 6



Fuente: IDB Lab's Portfolio of *Venture Capital Funds*: Democratizing Access to Capital for Entrepreneurs in Latin America and the Caribbean.

Es claro que por sí solos, y sin los contactos suficientes, los emprendedores difícilmente tengan acceso a todo lo necesario, y así lograr desarrollar las sinergias necesarias (asesoramiento legal, financiero, coaching, capital humano, entre otros) para llevar adelante su emprendimiento; por lo que es fundamental no solo desarrollar el ecosistema emprendedor que los acoja y los guíe en su camino al desarrollo, sino que también es importante cultivarlo y hacerlo crecer.

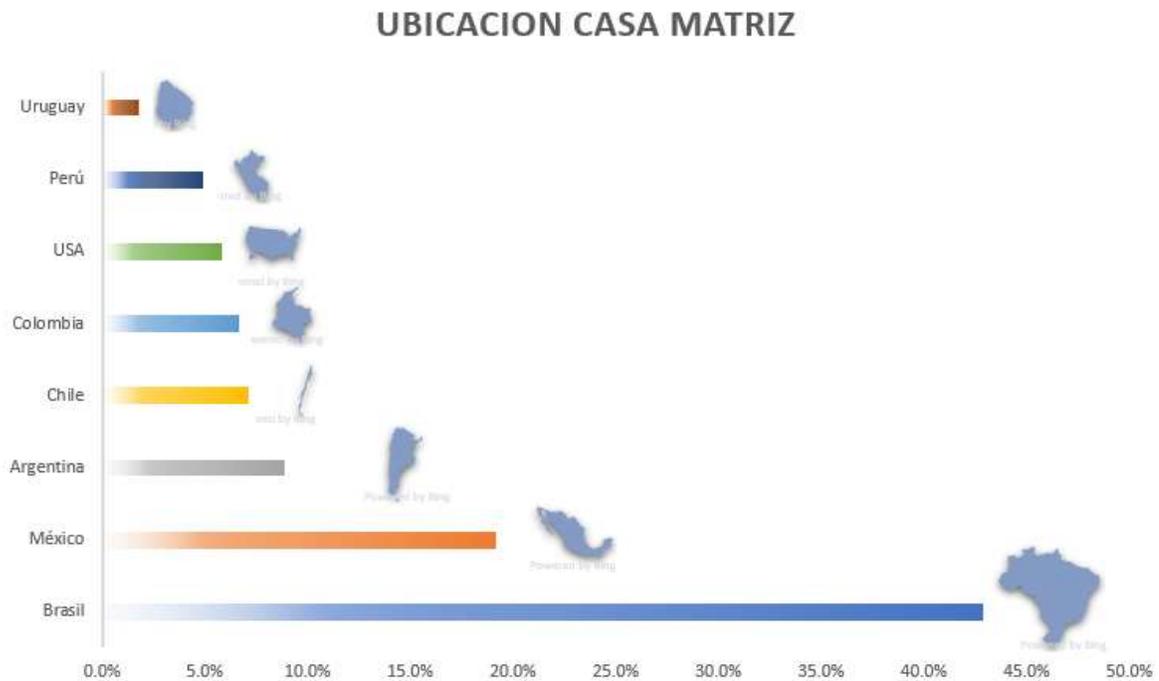
3.1. Mapa de Situación América Latina

Mirando más en detalle dentro de Latinoamérica, durante el año 2019 fueron presentados, por parte de organismos internacionales, los resultados de encuestas a emprendedores llevadas adelante durante finales de 2018 y principios de 2019 (LAVCA, 2019), que muestran el estado de situación de las *startups* en la región.

Es a través de estos resultados que se intenta visibilizar e identificar cuáles son las principales deficiencias de estas empresas, no solo a la hora de acceder a fondos, sino que también a la hora de generar sinergias en relación con sus necesidades y los demás actores del ecosistema.

El punto de partida fue ubicarlas geográficamente y, según la Encuesta Inaugural de los fundadores de *Startups* Latinoamericanas, de un total 224 respuestas obtenidas, la casa matriz de las empresas presenta la siguiente distribución- ver Figura 7-.

Figura 7



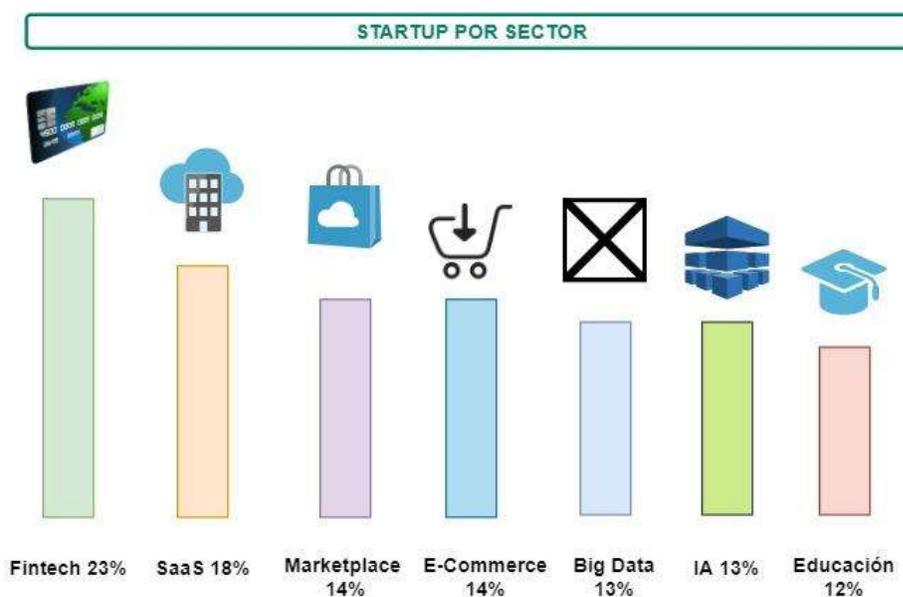
Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados por LAVCA *Inaugural Survey of Latin American Startups*

Es hasta por una cuestión estadística que el tamaño del país incide tanto en la cantidad de empresas fundadas como en la ubicación de su casa matriz. De los datos relevados , casi el 45% (100 empresas) tienen su casa matriz en Brasil, el país más grande del continente. En el extremo opuesto está Uruguay con casi 2%, lo que representa apenas 4 *startups*. Es de destacar que se considera a USA dentro de la encuesta si la *startup* fue fundada por Latinoamericanos, tiene operaciones en la región y presta servicios en el mercado latinoamericano.

Cuando se abren los datos respecto al sector en el que se desempeñan *startups* relevadas, nos encontramos que Fintech y SaaS (Software as a Service) son quienes llevan la delantera con 23% y 18% respectivamente.

La siguiente infografía -ver Figura 8- muestra los principales sectores en donde se desempeñan las *startups* latinoamericanas. Es importante mencionar que las empresas estaban habilitadas a seleccionar más de una categoría.

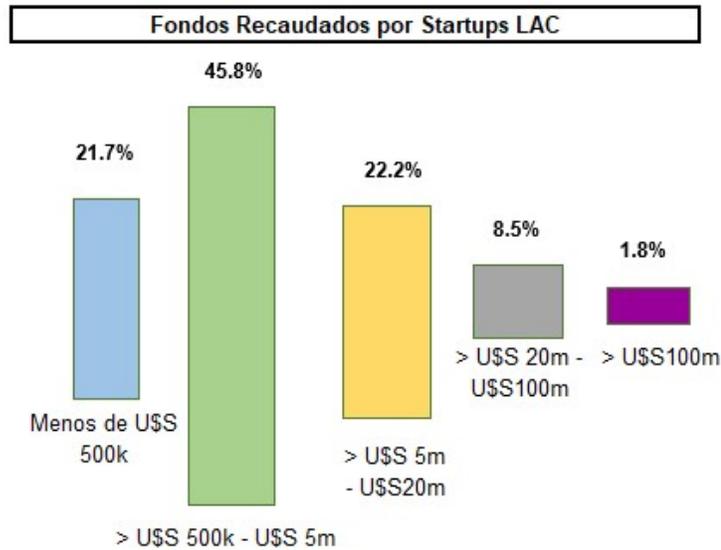
Figura 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados por LAVCA Inaugural Survey of Latin American Startups

Cuando nos enfocamos en los fondos que han recaudado las *startups* a lo largo de América Latina, vemos que el 78% de emprendedores encuestados (165 aproximadamente) han accedido, como mínimo, a USD 500 mil -ver Figura 9-.

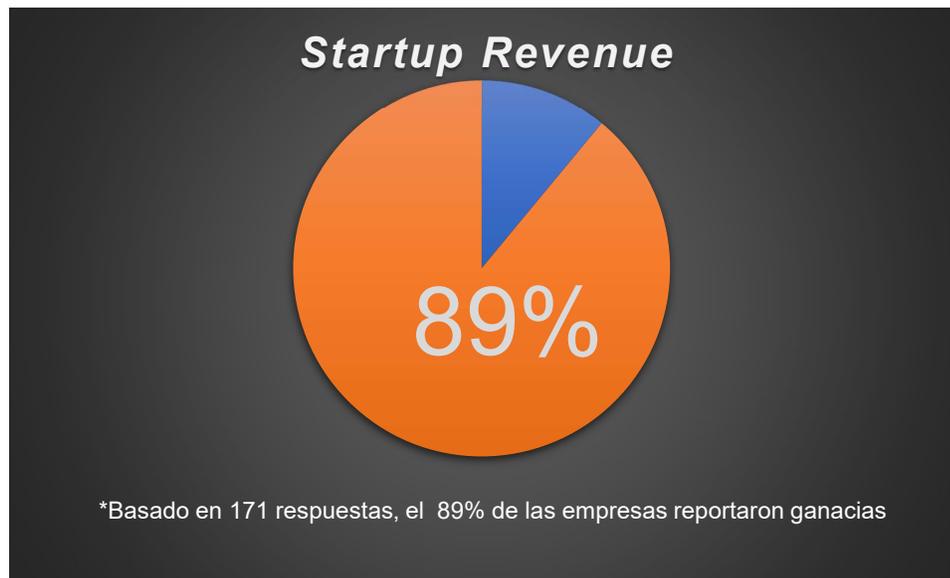
Figura 9



Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados por LAVCA *Inaugural Survey of Latin American Startups*

Al mismo tiempo, el informe indica que el 89% de las empresas relevadas (171 respuestas recibidas) presentaron resultado operativo neto positivo en el último año -ver Figura 10-. Sin ahondar en datos específicos, los autores de esta encuesta indican que es significativo el número de empresas que reportaron un crecimiento en sus resultados mayor al 100% en los últimos 3 años. Esto es concordante con lo mencionado en capítulos anteriores sobre el crecimiento agresivo que presentan las *startups*, por lo menos en los primeros años de vida.

Figura 10



Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados por LAVCA Inaugural Survey of Latin American Startups

Otro de los puntos a destacar sobre los resultados refiere a los desafíos a los que se enfrentan los emprendedores al momento de hacer crecer su empresa. Temas como la presión impositiva, las regulaciones laborales y la burocracia al momento de abrir una empresa, son las principales preocupaciones de las *startups*.

En el informe solamente se destacan los resultados de los tres países que se pueden ver en la infografía-ver Figura 11-, pero se puede inferir que, en mayor o menor medida, en el resto de los países las preocupaciones son las mismas.

Figura 11

Principales desafíos para el desarrollo de las *startups*



Fuente: Elaboración propia en base a datos recolectados por *LAVCA Inaugural Survey of Latin American Startups*

Este es un claro llamado de atención a los gobiernos que deben pensar en modificar sus actuales formatos en lo que refiere a la creación de empresas, el pago de impuestos y otros temas. Estos son, sin dudas, aspectos que debilitan el ecosistema emprendedor e impactan directamente en el surgimiento de nuevas empresas.

3.1.1. Brecha Financiera en segmento de deuda

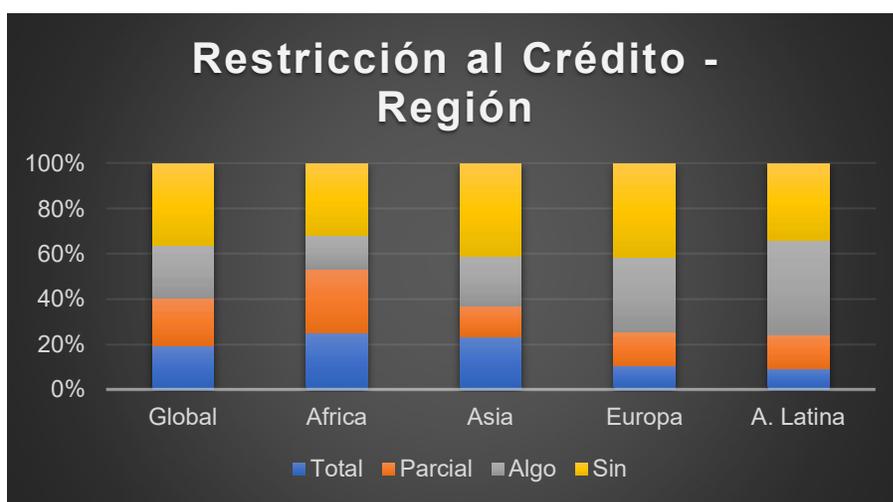
En el año 2010 el Banco Mundial llevó adelante una encuesta que buscó analizar el acceso al crédito por parte de las pequeñas empresas; parte de esta encuesta se enfocó en pequeñas empresa de América Latina. En el año 2014, a través del paper *What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?* (Kuntchev, Ramalho, Rodríguez-Meza, & Yang, 2013) los autores hacen una revisión actualizada de los datos obtenidos en 2010. El documento publicado en 201 realiza una clasificación de las empresas en cuatro categorías: sin restricción al crédito, algo de restricción al crédito, parcial restricción al crédito y restricción total al crédito.

El primer dato fundamental y contundente que se desprende de esta encuesta es que es más probable que las pequeñas y medianas empresas estén limitadas al crédito (de forma parcial o total) que las grandes empresas. Dato que no es llamativo entre otras cosas porque muchas de las *startups*, pequeñas y medianas empresas carecen de información necesaria para acceder a fondos. Esto fue mencionado en capítulos anteriores como uno de los grandes problemas que tienen las empresas en formación.

El segundo dato relevante es que las pequeñas empresas tienen aversión a financiar su capital de trabajo, crecimiento y demás utilizando crédito comercial y fuentes informales de financiamiento.

El resultado del análisis muestra que a nivel global casi el 64% de las pequeñas empresas tiene algún tipo de restricción a la hora de acceder al crédito (restricción total, parcial y algo de restricción). Cuando enfocamos solamente en América Latina el dato es un poco mayor al promedio global; el 66% de las pequeñas empresas presenta algún tipo de restricción al crédito (desde algo de restricción hasta total restricción), solamente superada por las pequeñas empresas del continente africano.

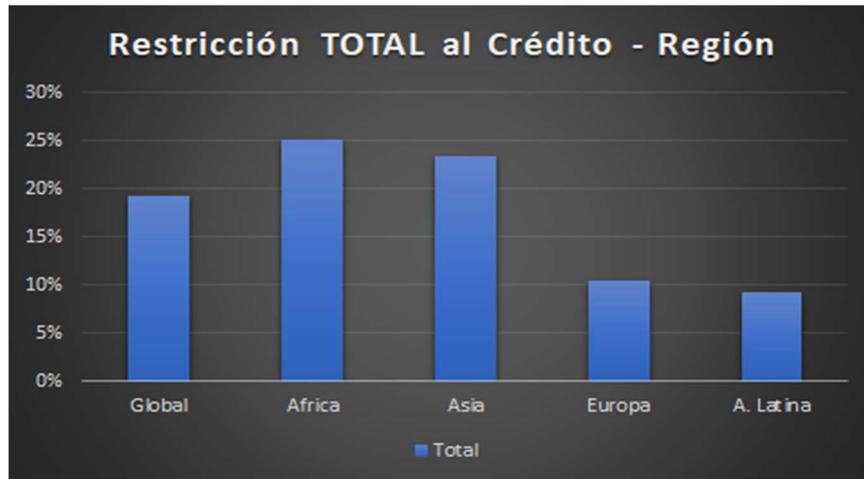
Figura 12



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Banco Mundial

Sin embargo, y como dato algo alentador, cuando nos enfocamos en aquellas pequeñas empresas que tienen una restricción total de acceso al crédito, América Latina es la región con el menor porcentaje de empresas que tienen el crédito totalmente restringido – ver Figura 13-.

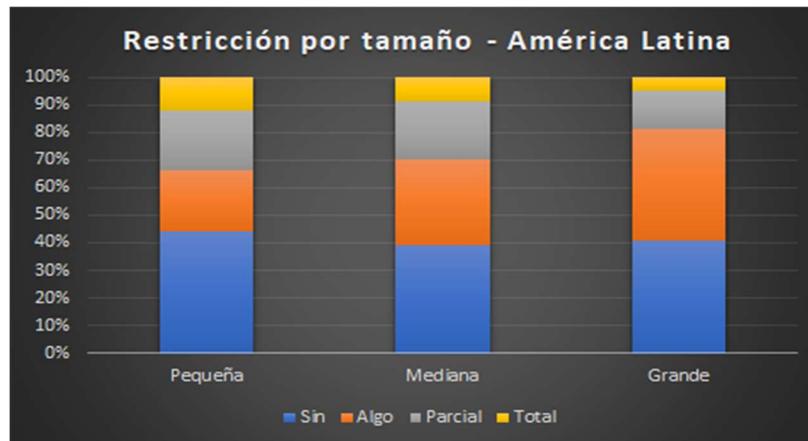
Figura 13



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Banco Mundial

En el documento, el Banco Mundial categoriza a las pequeñas y medianas empresas en tres categorías: Pequeñas, aquellas con menos de 100 empleados; medianas, aquellas con más de 100 y menos de 250 empleados, y grandes, con más de 250 y menos de 500 empleados. Tomando en cuenta esta clasificación, de los datos se desprende que más del 60% de las empresas pequeñas en América Latina tienen algún tipo de dificultad para acceder al crédito -ver Figura 14-.

Figura 14



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Banco Mundial

En el año 2014 la encuesta *The Missing Middle* (FOMIN, 2014) en donde entrevistaron a más de 100 entidades bancarias a lo largo de 19 países de Latinoamérica y el Caribe. De esta encuesta se desprende que el 75% de las entidades bancarias cuenta con una sección destinada a préstamos de pequeñas empresas. Al mismo tiempo el 51% de los bancos sostiene que la informalidad es el obstáculo principal al que se enfrentan y por el cual no atienden a más empresas.

3.1.2. Brecha Financiera en segmento de Capital Privado

3.1.2.1. Inversores ángel

Como punto de partida, en el año 2013, el Fondo Multilateral de Inversiones presentó uno de los primeros estudios sobre la materia en el que se destacaba que a ese momento existían, en América Latina y el Caribe, 21 redes de inversores ángel que se encontraban activas y que nucleaban aproximadamente 665 inversores (FOMIN, 2013). Recordemos que los inversores ángel individuales son, por lo general, personas físicas con cierto capital propio que lo destinan a inversiones. Las redes tienen por objetivo nuclearlos formando una especie de pool de inversores que permita entre otras cosas invertir sumas mayores de forma conjunta. En aquel momento, estas redes que incipientemente se estaban creando ya presentaban dificultades para poder cerrar las operaciones en las que participaban. En base a toda la información recolectada se entendió que los principales problemas estaban relacionados con el bajo conocimiento de la actividad, el desconocimiento por parte del emprendedor sobre cómo es el funcionamiento de la inversión ángel, el potencial de crecimiento de los proyectos presentados y el poco atractivo de éstos.

Por el lado cuantitativo, en el período que abarca 2005-2011 se lograron identificar 99 operaciones (inversión de un IA en una *startup*) por un monto aproximado de USD 26 millones, con un promedio de USD 265 mil por inversión. Si este número se compara con lo sucedido en Europa y Estados Unidos en el mismo período, Latinoamérica se encontraba varios escalones atrás. Para el año 2012, en Europa, se habían invertido 5 billones de euros generando casi 18 mil puestos de trabajo, mientras que en Estados Unidos la inversión fue cercana a los USD 21 billones de dólares.

En el año 2012 se crea *Xcala*, que surge de una alianza entre el Instituto de Estudios Empresariales de Montevideo (IEEM, perteneciente a la Universidad de Montevideo) junto al Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) miembro del Grupo BID. Esta plataforma se encarga, entre otras cosas, de desarrollar de forma anual un informe en el que se plasma la actividad de las redes de inversores ángel en América Latina.

Los resultados desde el año 2012 y hasta el año 2019 y presentados a mediados de 2020 muestran que la inversión ángel ha crecido en América Latina y el Caribe de forma sostenida (*xcala*, 2020)-ver Figura 15-.

En dólares, pasó desde una inversión cercana a USD 3 Millones en el año 2012, a más de USD 22 Millones en 2019 y esto representa un incremento de más de siete veces en un período de 7 años-ver Figura 15-

Al mismo tiempo, el número de operaciones pasó de 18 anuales en el año 2012 a 186 en el año 2019. Esto quiere decir que se lograron acuerdos en una proporción cercana a 10 veces más que al principio de la década, evidenciando que tanto el inversor como quien recibe la inversión han desarrollado un conocimiento sobre la forma de operar, que los ha favorecido ampliamente a ambos.

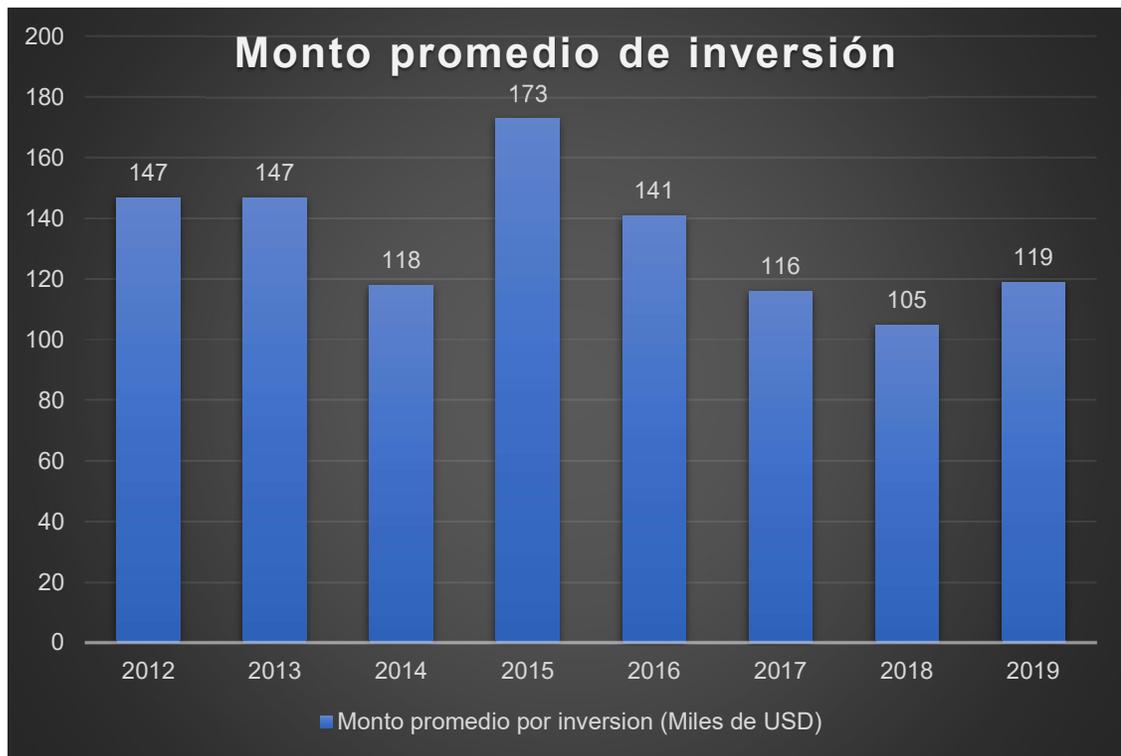
Figura 15



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Xcala

Cuando se analiza el monto invertido de forma individual -ver Figura 16-, se nota una reducción que va de USD 147 mil en el año 2012 a USD 119 mil en el año 2019. Si bien el descenso es cercano al 20%, esta reducción se puede analizar de varias formas. Quizás lo más importante es que ese menor monto invertido por proyecto deja espacio al Inversor Ángel para hacer inversiones en otros proyectos, ampliando así el espectro de *startups* que reciben fondos.

Figura 16

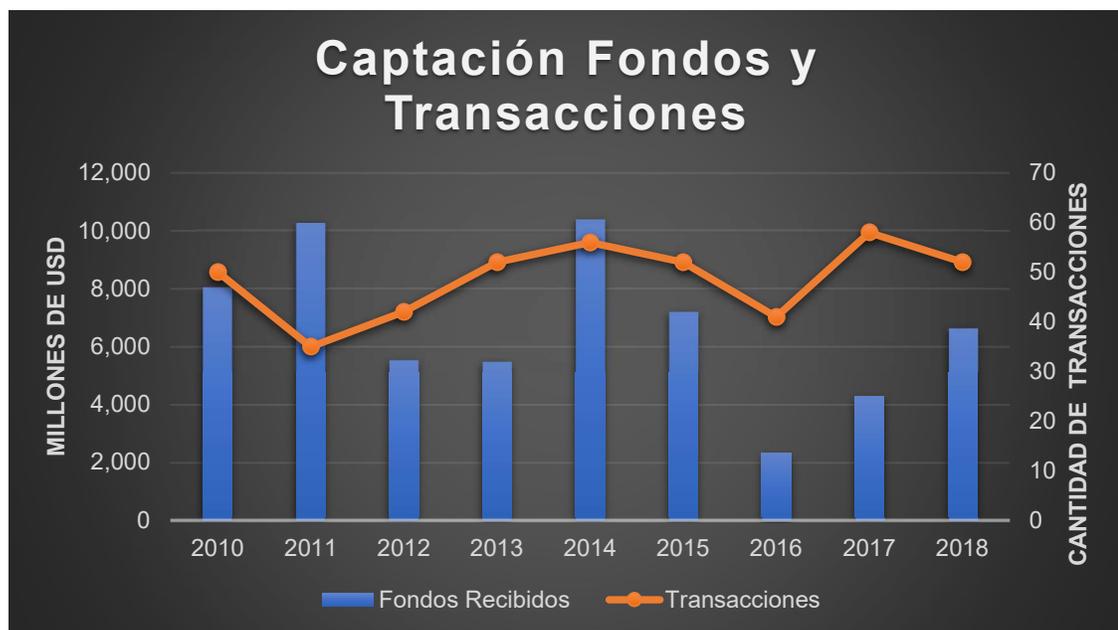


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por Xcala

3.1.2.2. Venture Capital

Según el informe presentado por LAVCA, a principios de 2019 para el cierre del año 2018 los fondos de Capital de Riesgo y Capital Privado captaron aproximadamente USD 6.7 billones a través de un poco más de 50 transacciones (LAVCA, 2019) -ver Figura 17-. Esto es que administradores de fondos de riesgo captaron dinero de terceros para administrar y así poder invertir en emprendimientos a lo largo de América Latina.

Figura 17



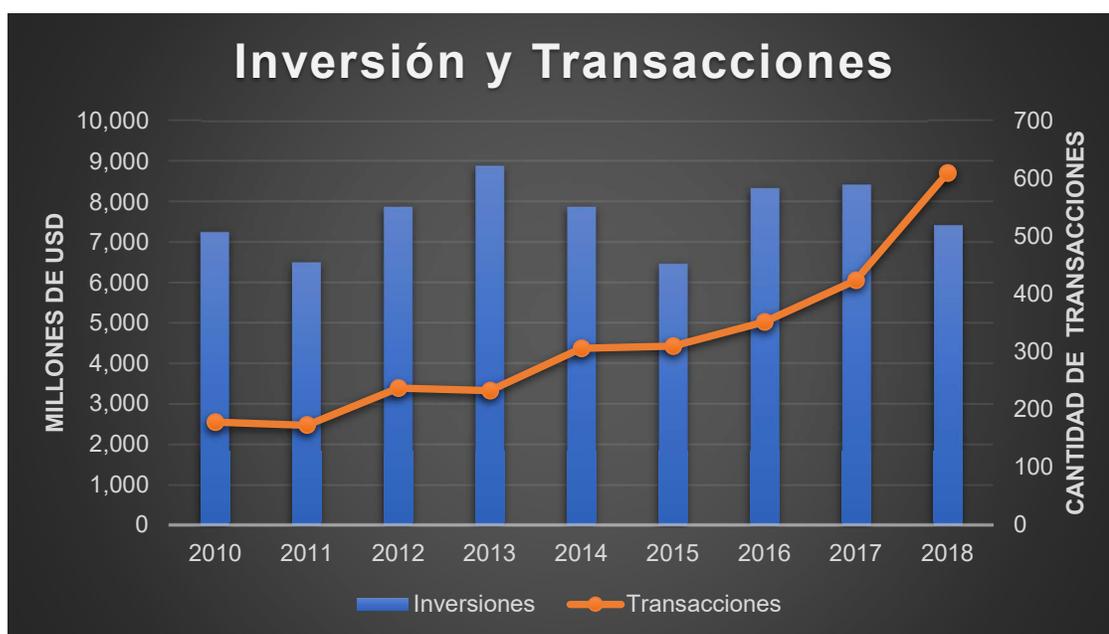
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por LAVCA

Esta información se puede desglosar de varias maneras. Una de ellas es hacerlo en términos estrictamente monetarios, la suma total captada por los gestores de fondos muestra un incremento superior al 50% respecto al año anterior y es el segundo año consecutivo con crecimiento luego de una fuerte caída en el año 2016. Según lo expuesto en el mencionado informe, los denominados inversores institucionales buscan valor a escala global y están enfocando su mirada en América Latina; buscan hacerlo a través de inversores profesionales (empresas/fondos constituidos a tal efecto) porque son ellos quienes tienen el *expertise* en la región (legal, fiscal, entre otros.).

Como contrapunto al dato positivo del incremento en el monto recaudado, la cantidad de transacciones tuvo un retroceso apenas por sobre el 10%, pasando de 58 (el dato más elevado en los últimos 10 años) a 52 transacciones entre 2017 y 2018, respectivamente.

Este informe nos permite analizar una segunda dimensión de datos; de todo ese dinero captado por los fondos, el monto efectivamente invertido en empresas fue menor respecto al año anterior. Los números pasaron de USD 8.4 billones en 2018 a USD 7.4 billones en 2018, lo que muestra un descenso cercano al 12% -ver Figura 18-.

Figura 18



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por LAVCA

El dato positivo en este caso es la cantidad de transacciones realizadas -ver Figura 18-. En este sentido, se pasó de realizar 424 inversiones al cierre de 2017 a 610 en el 2018 (+44%), el número más alto de la última década. Esto significa que más empresas recibieron fondos por parte de las firmas de Capital Privado y de Riesgo.

Según los datos relevados en el mencionado informe, más de la mitad de estas inversiones tenían un ticket (así se les llama a los montos invertidos) menores a USD 1 millón. Otro de los datos relevantes obtenidos, es que un solo fondo inversor aportó dinero a 85 diferentes *startups* en etapa temprana. (LAVCA, 2019)

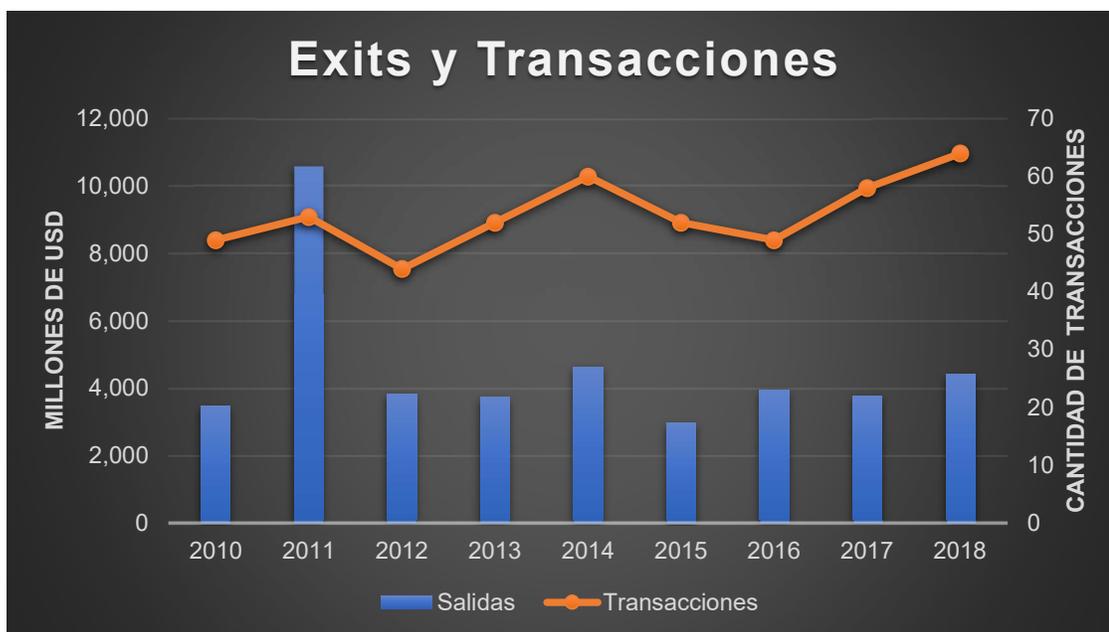
La apertura de los datos también muestra en qué se invierte el dinero. La infraestructura fue destacada con un monto cercano a USD 2.4 billones a través de 39 transacciones, seguido por energía renovable con USD 1 billón en 18 transacciones.

Cuando analizamos los datos desde el punto de vista del inversor, el año 2018 muestra un dato positivo en lo que refiere a salidas (*exits* por su traducción al inglés). A modo de referencia, un *exit* no es más que lo que llegan a buscar los inversores cuando invierten en una empresa en desarrollo. Ingresan a la compañía con el objetivo de ayudarla a crecer e internacionalizarse para luego vender su participación a un inversor más grande o salir al mercado de valores donde allí obtendrán su verdadera ganancia.

En ese aspecto, el año 2018 mostró un más que interesante 17% de incremento respecto al año anterior, pasando de USD 3.7 billones en 2017 a los USD 4.4 billones observados en 2018. Algo similar ocurre con la cantidad de salidas, se pasó de 58 a 64, representando un incremento de +10%. Ver figura 19

Los países más activos en este sentido fueron Brasil con un total de salidas cercano a USD 3 Billones (70% total *Latam*) en 24 transacciones (38% total *Latam*). Por su parte, México totalizó salidas por monto cercano a USD 700 millones (16% total *Latam*) y a través de 18 transacciones (28% total *Latam*). El podio lo ocupan en conjunto los países de la región Andina con salidas valoradas en USD 400 millones (8.5% total *Latam*) a través de 15 transacciones (24% total *Latam*).

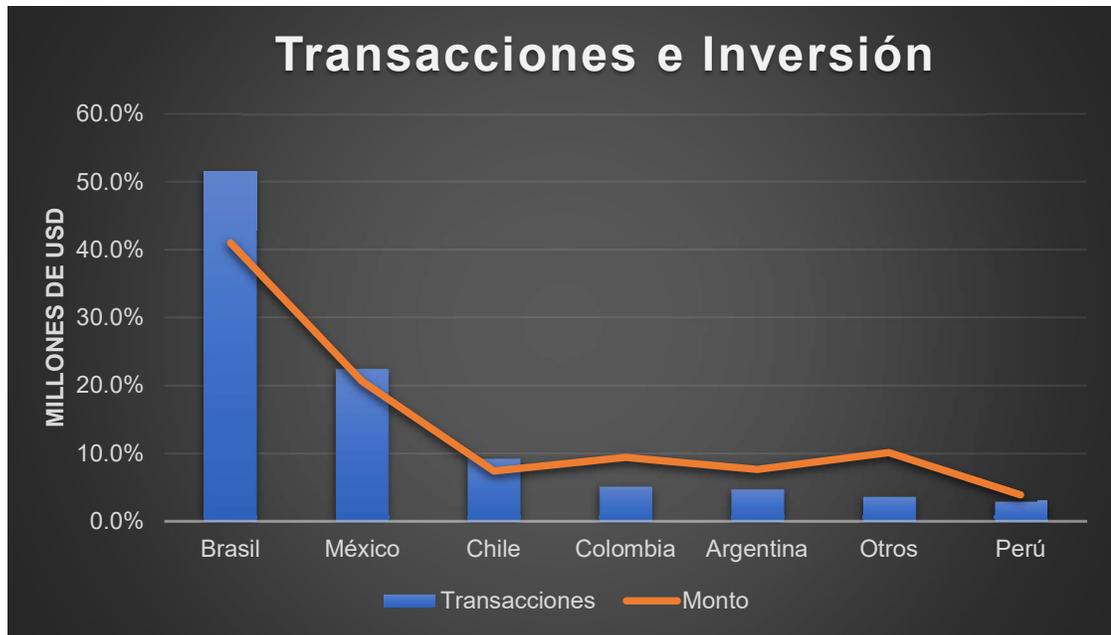
Figura 19



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por LAVCA

Al enfocarse en qué países acaparan la participación mayoritaria en las inversiones, se identifica que Brasil es quién resulta más atractivo con más del 50% de las transacciones -ver Figura 20-

Figura 20



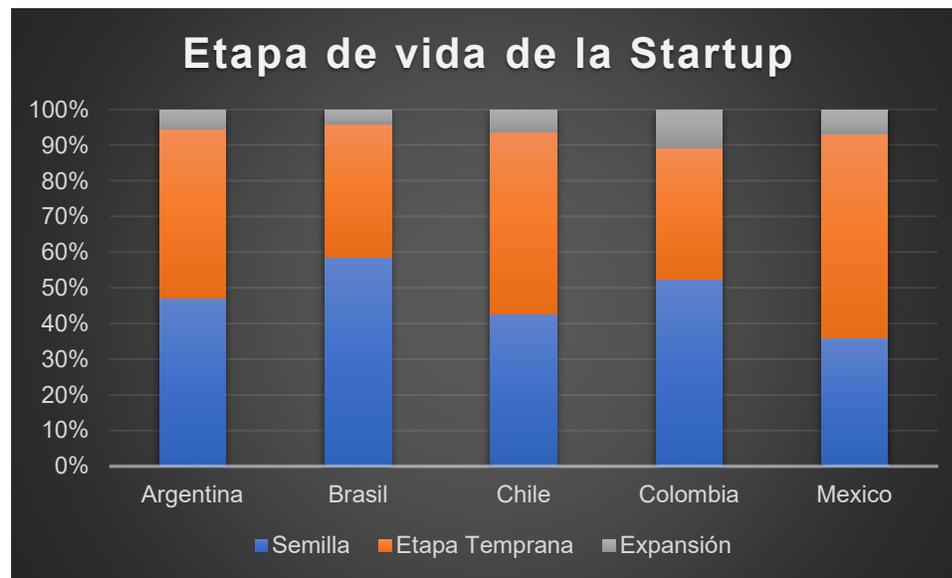
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por LAVCA

Las inversiones relacionadas con rondas subsiguientes de inversión (es decir segunda etapa de inversión) totalizaron cerca de USD 1.2 billones a través de 24 transacciones. Por otra parte, las inversiones asociadas a capital semilla llegaron a USD 762 millones en 437 transacciones

Cuando se analiza la etapa en la que se encuentran las empresas en las que se realizaron las inversiones, el dato es alentador. Las inversiones en *early stage* y etapa semilla o de incubadora pasó de 249 transacciones en 2017 a 463 en 2018.

La apertura de datos por país es la siguiente:

Figura 21



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos por LAVCA

En este capítulo se expuso el resultado del análisis de la situación actual de financiamiento para las *startups* en América Latina. Adicionalmente se presentaron, entre otras cosas, cómo están compuestos los principales emprendimientos, en qué sectores se desempeñan, países en donde tienen sus oficinas principales y, además, en qué otros países tienen presencia. Toda la información aquí presentada y analizada fue tomada de documentos y *papers* publicados por entidades privadas que se especializan en emprendimiento como así también documentos elaborados por organismos públicos internacionales que tienen unidades dedicadas a promover el emprendedurismo.

Queda en evidencia que el financiamiento al inicio (cuando son *startups*), y en momentos posteriores (cuando pasan a ser pymes), es fundamental para que las empresas crezcan y aporten a la economía tanto desde el punto de vista de la innovación, del crecimiento económico como del empleo. Esto es importante porque, a partir de diferentes estudios realizados, estas incipientes empresas presentan tasas de crecimiento más agresivas y marcadas que las grandes empresas ya establecidas, generando impacto directo en la economía de los países.

CAPÍTULO IV: GENERACIÓN DE EMPLEO.

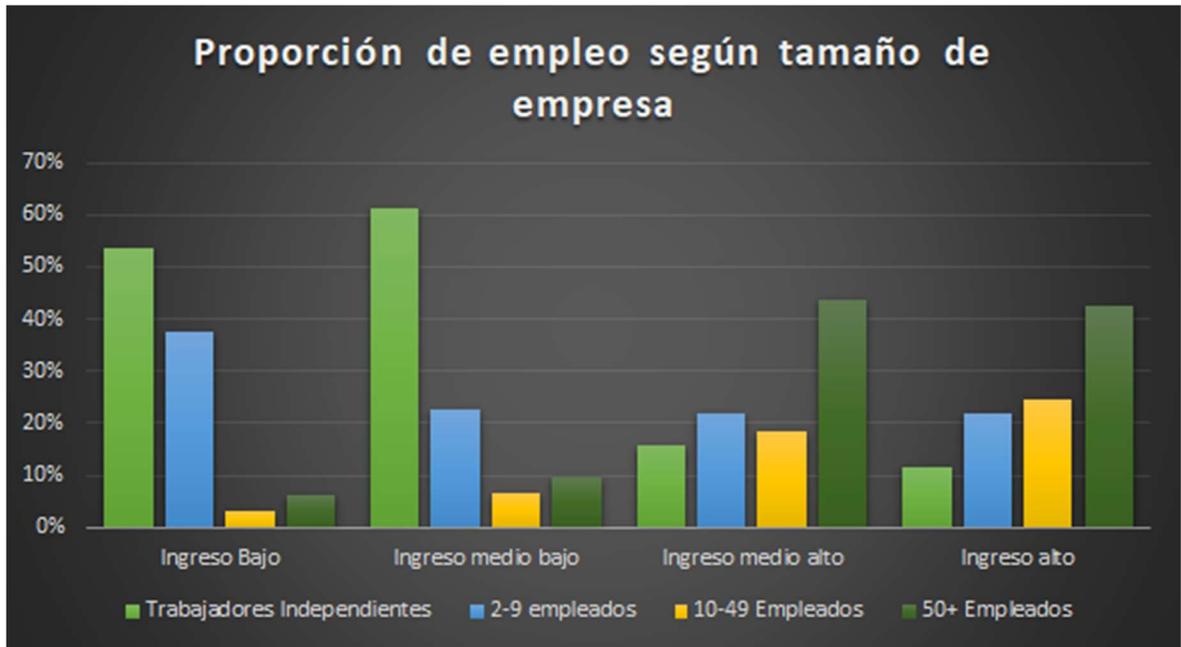
En el presente capítulo se pretende exponer la contribución que hacen a la generación de empleo las *startups*. Toda la información aquí presentada es parte del análisis de documentos y *papers* publicados por entidades privadas que se especializan en emprendimiento como así también documentos elaborados por organismos públicos internacionales que tienen unidades dedicadas a promover el emprendedurismo.

Dentro de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2019) las pequeñas y medianas empresas representan casi el 99% de todas las empresas y aportan entre el 50% y 60% del valor agregado de dichos países. Adicionalmente, una de cada tres personas empleadas trabaja en una micro empresa y, dos de cada tres lo hacen en una pequeña o mediana empresa.

Existen estudios que demuestran de forma categórica la fuerte contribución que las *startups* y pequeñas empresas tienen en la creación de empleo. En el más reciente estudio de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) (OIT, 2019), se demuestra que independientemente de la región y los ingresos, los trabajadores independientes, las micro empresas y pymes representan la mayor parte total del empleo; según este informe casi el 70% del empleo generado a nivel global lo proporcionan las pequeñas empresas -ver Figura 22-.

Si bien una *startup* es una empresa en su etapa temprana, como se ya ha mencionado previamente, lo que diferencia a una *Startup* del resto es la capacidad de escalar su negocio de forma más rápida y fácil, al hacer uso de diferentes tecnologías.

Figura 22



Fuente: Elaboración propia en base a cálculos OIT (agosto 2019).

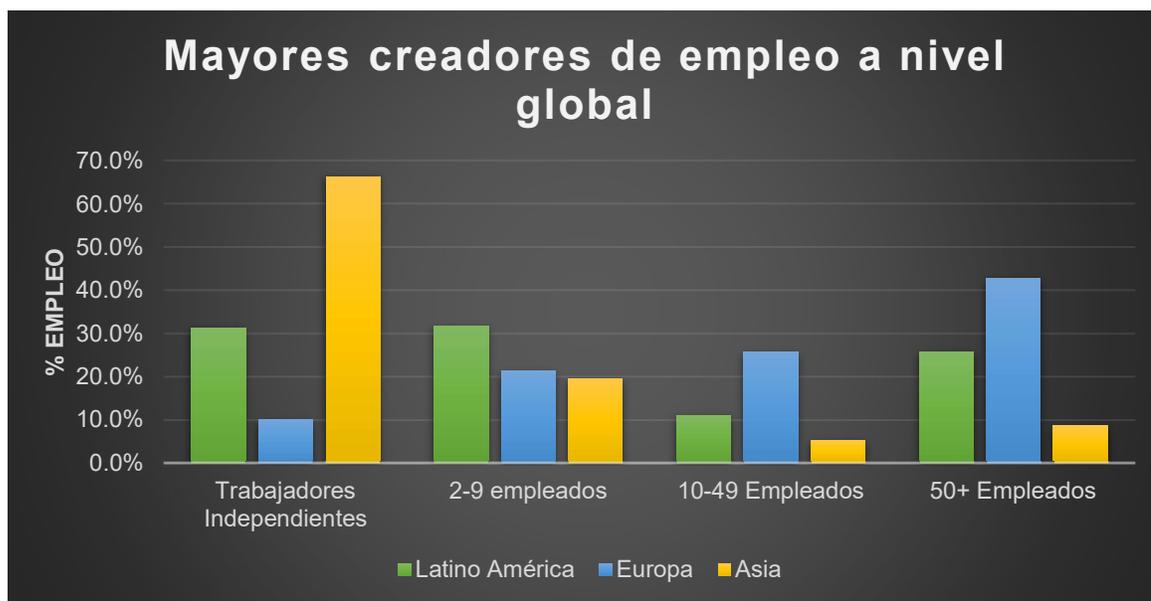
Teniendo en consideración estos datos globales, es importante destacar cómo se financian las pequeñas empresas, y analizar los obstáculos que estas tienen para conseguir los fondos necesarios para desarrollar sus actividades de inversión y expansión, y así poder sostener el empleo actual y generar más y de mejor calidad. Dentro de este enfoque, es importante también que los gobiernos enfoquen su atención en mejorar las políticas existentes para la creación de nuevas empresas y así fomentar el desarrollo de estas.

Estudios adicionales sostienen que las principales generadoras de empleo de una economía son las empresas nuevas que, por lo general y cuando todo sale bien, presentan un alto crecimiento (empresas que muestran un crecimiento promedio mayor al 20% durante un período de 3 años).

4.1. Nuevas empresas en América Latina y la creación de empleo

Cuando se compara con los países que forman parte de OCDE, en Latinoamérica se invierte poco en tecnología; en el siglo XXI esta baja inversión implica baja creación de empresas y, por ende, de empleos. A pesar de esto, la creación de empleo en América Latina presenta las mismas características que en el resto de las regiones en donde los mayores creadores de empleo son las *startups* y las pequeñas empresas -ver Figura 23-.

Figura 23



Fuente: Elaboración propia en base a datos calculados por OIT (agosto 2019).

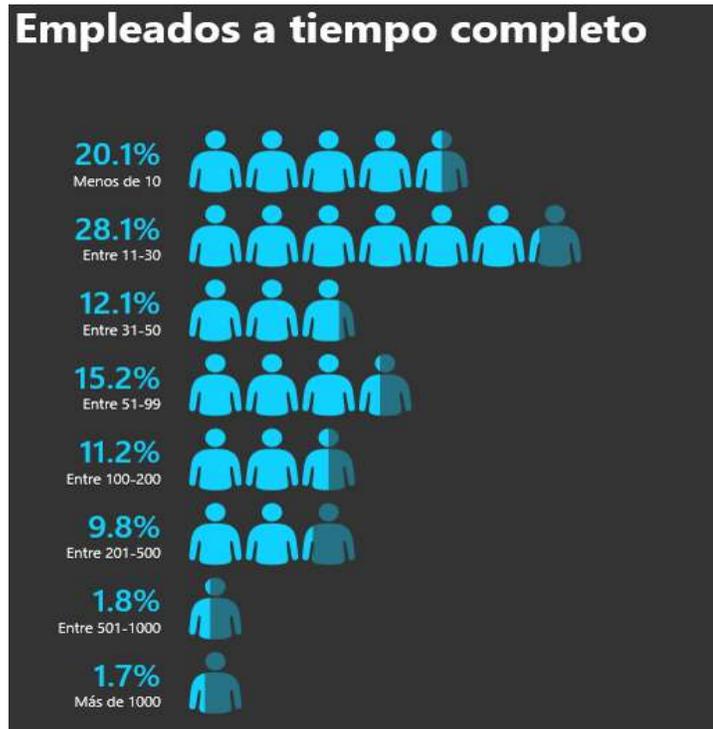
En Estados Unidos el 20% de las empresas creadas habrán cerrado luego de dos años de operación y el 50% no llegará a los cinco años; esta es una realidad fácilmente replicable para el resto de las regiones si tenemos en cuenta que Estados Unidos es uno de los países que tiene el mejor ecosistema emprendedor del planeta. (Kauffman-Foundation, 2010)

Sin embargo, el reporte de la OIT incorpora no solo *startups*, sino que también pequeñas y medianas empresas que están en el mercado hace tiempo.

Para profundizar en el tema, la *Inaugural Survey of Latin American Startups* (LAVCA, 2019) reporta que entre todas las empresas relevadas (227 ejecutivos de *startups* que respondieron a este punto en la encuesta) han creado más de 25.000 puestos de trabajo permanente a lo largo de América Latina. De

todas ellas, aproximadamente el 75% tiene menos de 100 empleados a tiempo completo y, en el otro extremo, solo el 3.5% tienen 500, 1000 o más empleados de tiempo completo -ver Figura 24-. Estos datos pueden fácilmente relacionarse con lo relevado por la OIT (OIT, 2019) en cuanto a que los grandes creadores de empleo son las *startups*, pequeñas y medianas empresas.

Figura 24



Fuente: Elaboración propia en base a datos LAVCA (2019)

Adicionalmente, de este informe se pueden extraer otros datos que resultan relevantes a la hora de analizar la creación de empleo por parte de las *startups*. Como por ejemplo el promedio de empleos de tiempo completo creados por *startups* -ver Figura 25-

Figura 25



Fuente: Elaboración propia en base a datos LAVCA

Es innegable la relación que existe entre los fondos recaudados y la creación de empleo, pero siempre teniendo presente que la inversión mal manejada puede tener un efecto contrario al deseado. Esto nos lleva nuevamente al desarrollo de un apropiado ecosistema emprendedor que brinde respaldo al emprendedor para evitar cometer errores y de esa destruir empleos en lugar de crearlos.

4.2. Importancia de las pequeñas y nuevas empresas en Uruguay

El *Global Entrepreneurship and Development Institute* elabora anualmente el Índice Global de Emprendimiento, en donde analiza el ecosistema emprendedor de 137 países. En el informe del año 2018, el ranking es encabezado por Estados Unidos, seguido por Suiza y luego Canadá (GEI, 2018). Cuando enfocamos hacia América Latina, el país en el que el sistema es más amigable con los emprendedores es Chile, que se encuentra en el puesto 19 (primero en ranking Latinoamérica) seguido de Colombia puesto 47 (segundo en Latinoamérica) y Uruguay se encuentra en el puesto 51 (tercero en Latinoamérica) -ver Figura 26-.

Figura 26



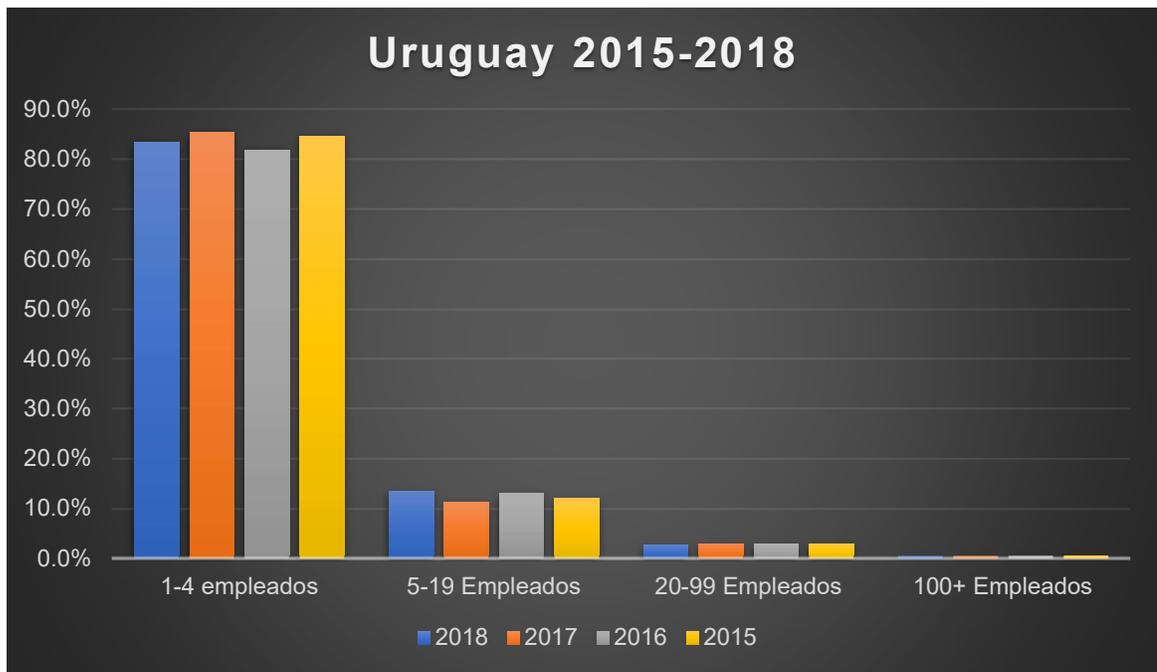
Fuente: Elaboración propia en base a datos calculados por IGE (agosto 2018).

En Uruguay, el Instituto Nacional de Estadísticas elabora de forma anual su Anuario Estadístico en donde recoge variada información relativa al año civil anterior. Dentro de esta información, y enfocado en el aspecto económico del país, recoge las características generales de las empresas y el personal ocupado. No existe un estudio o análisis específico sobre la generación de empleo por parte de las *startups*, por lo que los datos se presentan con el objetivo de poder utilizarlos como referencia general.

Los dos datos principales son:

i. *Entidades Jurídicas con actividad económica del Sector Privado, por tramos de personal ocupado*: es la cantidad de empresas existentes en el sector privado, agrupadas según su tamaño. De la lectura de los datos de los últimos cuatro años (2015-2018) se desprende que, en promedio simple, el 99.5% de las empresas existentes (sector formal registrado) en Uruguay tienen 100 o menos personas ocupadas. Hay que destacar la diferencia en la agrupación de datos entre INE y OIT; el Instituto Nacional de Estadística Uruguayo agrupa de la siguiente manera: 1 a 4 personas, microempresa; 5 a 19 personas, pequeña empresa; 20 a 99, mediana empresa. (INE, 2018)

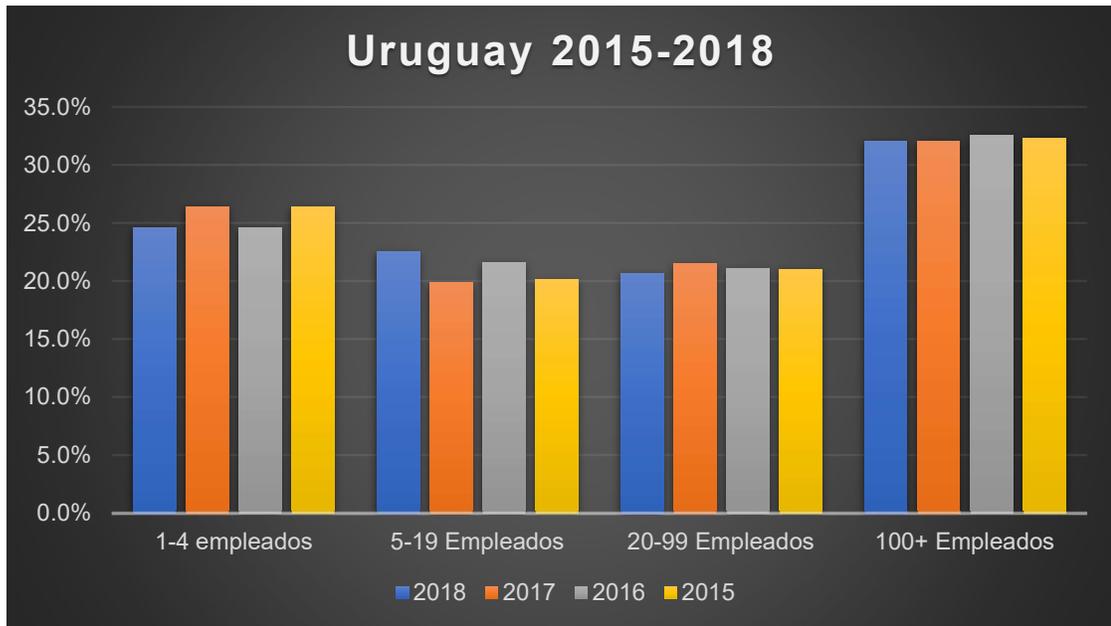
Figura 27



Fuente: Elaboración propia en base a datos calculados por Instituto Nacional de Estadística de Uruguay.

ii. *Personal ocupado en Entidades Jurídicas del Sector Privado*: esto es, en qué tipo de empresa trabajan las personas según el tamaño de esta. -ver figura 28-

Figura 28



Fuente: Elaboración propia en base a datos calculados por Instituto Nacional de Estadística de Uruguay.

Nuevamente, el dato es contundente; en promedio, casi el 70% de las personas ocupadas trabaja en una empresa con menos de 100 empleados. Este dato es congruente con los datos relevados por OIT, en donde a nivel global el 70% de los empleos son generados por pequeñas empresas. (INE, 2018)

Queda demostrado así que más del 70% del empleo en América Latina es generado por pequeñas empresas o *startups*, por lo que resulta fundamental generar ecosistemas que las favorezcan tanto al momento del nacimiento como en sus etapas de desarrollo y expansión. Es crucial el ingreso y expansión de las nuevas empresas porque se ha demostrado que, al ingresar al mercado, lo hacen con nuevas tecnologías y modelos de negocio que obligan a las empresas largamente establecidas a mejorar sus procesos y por consiguiente su productividad. Este ecosistema es fundamental para ayudarles a sostener su negocio, siempre que sea rentable, a través de la financiación y generado así crecimiento y expansión que traerá consigo la generación de nuevos puestos de trabajo.

CAPÍTULO V METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

5.1. Planeamiento de la Investigación

Como se mencionó al principio de este documento, el objetivo del trabajo es identificar los principales inconvenientes que tienen las *startups* uruguayas para acceder a fuentes de financiamiento, que les permitan desarrollar su modelo de negocios de forma sustentable y escalable.

Actualmente son muy pocas las *startups* uruguayas que accedieron a financiamiento externo, sea a través de inversores ángel, fondos de capital privado u otro tipo, que les permitió validar, hacer crecer e internacionalizar su negocio. Ejemplos de ello son *Pedidos ya* o el “unicornio” *dLocal*, que su valuación superó los USD1.200 millones al final de 2020.

Los resultados de este trabajo permitirán ver las diferencias existentes entre Uruguay y el resto de los países de América Latina, países que por lo general tienen un mercado financiero, por más pequeño que sea, más desarrollado que el uruguayo.

5.2. Tipo de Investigación

Este trabajo es enteramente cualitativo de carácter exploratorio, y su fin último es que sirva de punto de partida para estudios futuros. Esta investigación se nutre tanto de fuentes de datos primarios como datos secundarios.

Los datos secundarios, utilizados para el desarrollo del Marco Teórico, son un compendio de datos recolectados por diferentes actores públicos y privados a través de todo el continente americano y que, luego de un desglose y análisis, sirven de punto de comparación con la situación actual en Uruguay.

Por otra parte, los datos primarios que se utilizan en el siguiente capítulo son el resultado de un encuesta llevada adelante entre los emprendedores de Uruguay. Más de 40 emprendedores de diferentes rubros respondieron a las preguntas formuladas, generando así una fuente valiosa de información y comparación para este trabajo.

Los resultados son en base a la información, experiencia y opiniones de 41 fundadores y directivos de *startups* de todos los sectores de Uruguay, y se llevó adelante durante las dos últimas semanas del mes de abril y las dos primeras de mayo de 2020. El contacto con los emprendedores se llevó adelante a

través de tres incubadoras y una aceleradora. En este sentido, la encuesta fue compartida con 1 director de cada uno de los institutos y ellos fueron los encargados de derivar la encuesta a los emprendedores.

Partiendo de la base que, por lo general, los emprendedores son reticentes a participar en este tipo de relevamiento, creo que el universo de respuestas es valioso y genera inputs suficientes para concluir sobre la situación de las *startups* en Uruguay y hacer un comparativo con la región.

Los hallazgos demuestran un conjunto de jóvenes empresas, con líderes también jóvenes, que quieren generar impacto local e internacional con su tecnología y sus negocios, pero que encuentran dificultades a la hora recaudar fondos.

Es de destacar el contexto actual global al momento de realizar la encuesta, y que puede haber condicionado alguna de las respuestas, principalmente pensando de cara al futuro de las empresas. El 13 marzo de 2020 el gobierno uruguayo decretó estado de emergencia sanitaria y el cierre de fronteras debido al COVID-19. Esto generó un impacto, entre otras cosas, en la economía del país y es por lo que las respuestas pueden estar condicionadas por la situación al momento del relevamiento de los datos.

CAPÍTULO VI: URUGUAY – RESULTADO ENCUESTA EMPRENDEDORES

En términos generales, los datos muestran que, y como se puede ver en la infografía que sigue, las respuestas fueron proporcionadas en un 76% por fundadores *c-level*. Esto es que todos los fundadores ocupan actualmente una posición gerencial dentro de la empresa (CEO/CFO/COO) -ver Figura 29-.

Respecto al tamaño, el 78% de las empresas cuenta con menos de 10 empleados, algo que se condice con la situación de las *startups* a lo largo de Latinoamérica y que quedó demostrado en capítulos anteriores-ver Figura 29-.

Figura 29



Fuente: Elaboración propia

En párrafos anteriores se hace referencia a jóvenes empresas, y tiene que ver con el resultado a la pregunta sobre el año de fundación. En el acumulado, un poco más del 85% de las empresas consultadas fueron creadas (fundadas) a partir del 2015 -ver Figura 30-.

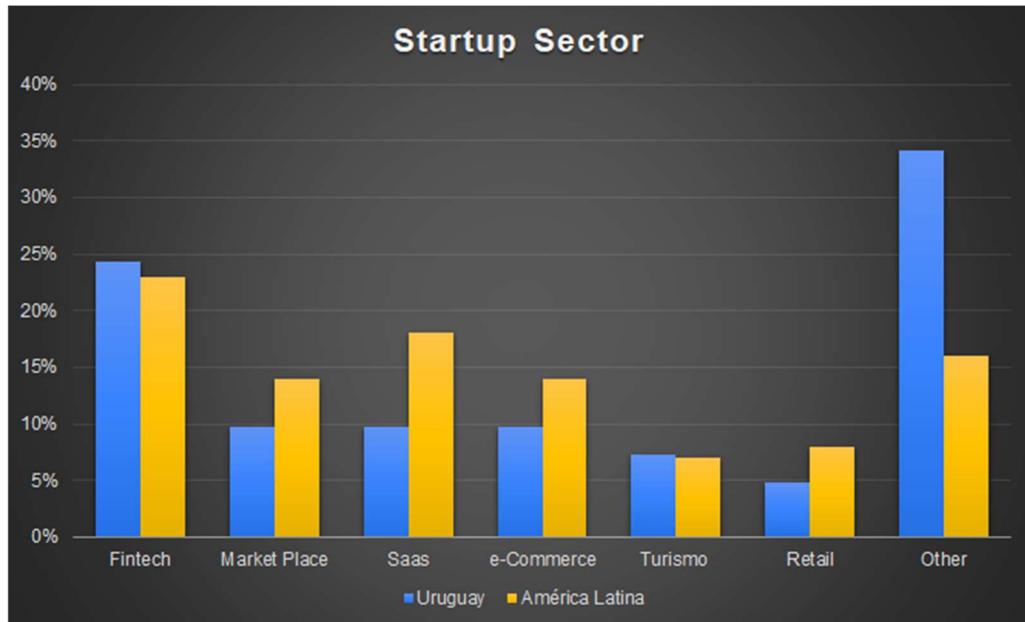
Figura 30



Fuente: Elaboración propia

Los principales sectores en los que se desempeñan las empresas que dieron respuesta son los siguientes -ver Figura 31-:

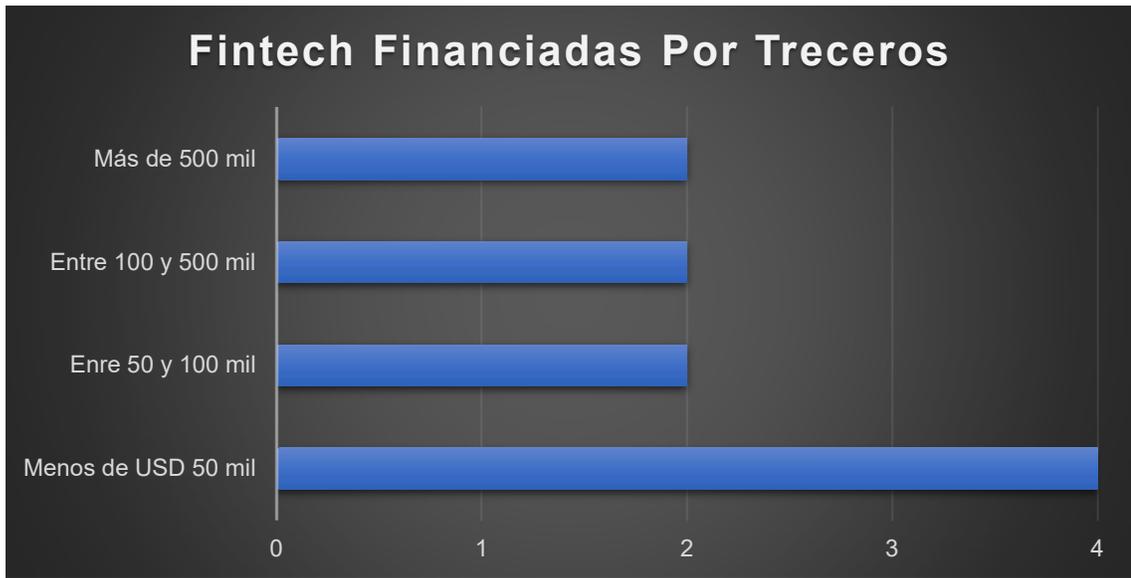
Figura 31



Fuente: Elaboración propia

El sector de Fintech, con **24%** (10) de las respuestas, es quien destaca sobre el resto. Es claramente un sector atractivo y en constante crecimiento, pues a nivel latinoamericano el **23%** de las *startups* se desarrollan en este sector. Al mismo tiempo, este tipo de empresas son foco de interés de parte de los inversores a lo largo de América Latina porque, y según datos relevados por la misma institución, entre el 2017 y 2018 los *Venture Capital* invirtieron cerca de **USD 700 millones** en este tipo de empresas a través de más de 160 acuerdos de inversión. Cuando miramos las Fintech encuestadas encontramos que solamente 2 de las 10 empresas recibieron más de 500 mil dólares de inversión, monto sumamente inferior en comparación con la región en donde las empresas han recibido, en promedio, más de USD 4 millones. (LAVCA, 2019)

Figura 32



Fuente: Elaboración Propia

Software as a Service (SaaS), e-Commerce y Marketplace ocupan el segundo lugar con un **10%** cada una. Sectores que también están presentes en los primeros lugares de la primera encuesta a ejecutivos de *startups* de Latinoamérica (LAVCA, 2019). Como se puede ver en el gráfico, SaaS, Marketplaces y e-Commerce representan el **18%, 14% y 14%** respectivamente a nivel latinoamericano - ver Figura 32-.

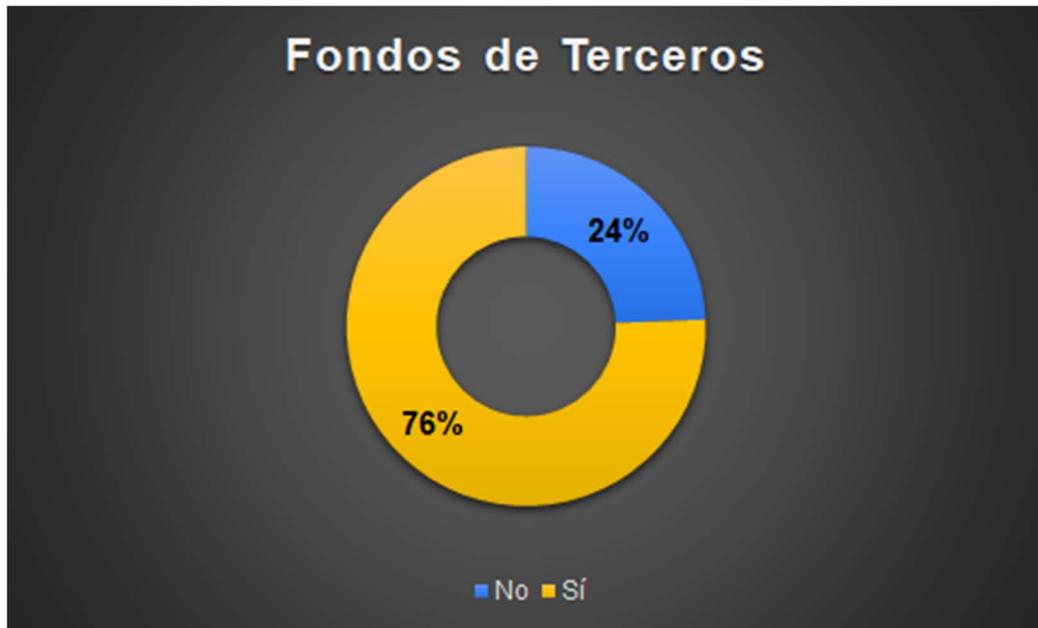
Cuando analizamos la inversión realizada en estos sectores podemos ver que, al igual que Fintech, son preferidos de los VC. Tomando como referencia los datos relevados por LAVCA (LAVCA, 2019), durante 2017-2018, las empresas SaaS cerraron 26 acuerdos de inversión mientras que e-Commerce logró cerrar 39 acuerdos. Marketplaces recibieron, a través de 42 acuerdos de inversión, montos que superan los USD 650 millones.

Es de remarcar entonces que, de las empresas relevadas en Uruguay, más del 70% se desempeñan en sectores en los que quienes invierten están interesados en hacerlo.

Como dato adicional para Uruguay, dentro del rubro **otros** encontramos, software para instituciones financieras, *e-sports* y *e-human resources* como destacados.

Cuando se los consultó al respecto del origen de los fondos utilizados, el **76%** (31 empresas) contestó que recibieron dinero por parte de terceros ajenos a la empresa (fundadores). El restante **24%** (10 empresas) utilizó fondos propios y todavía no recibió financiamiento externo -ver Figura 33-.

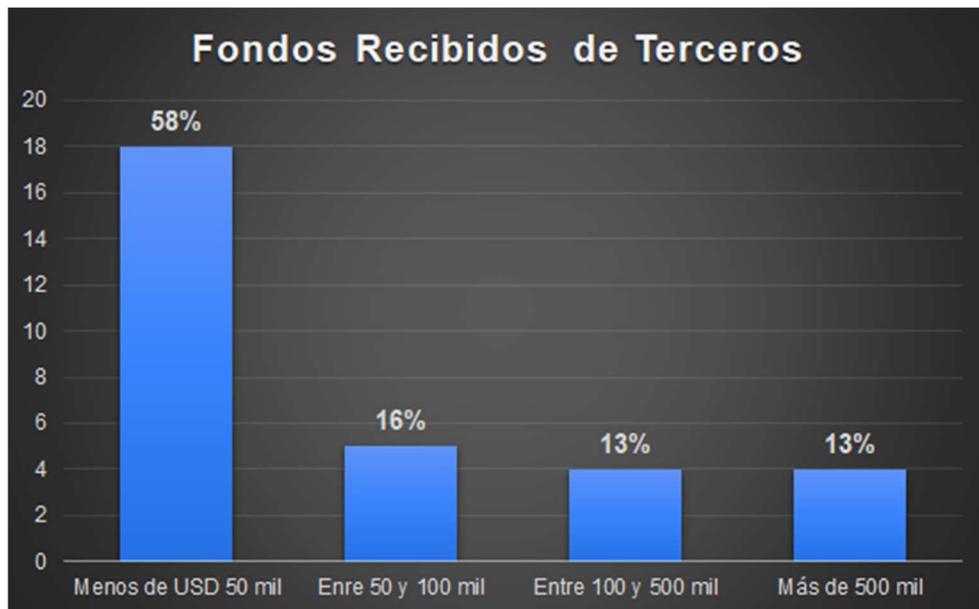
Figura 33



Fuente: Elaboración Propia

Entre aquellas empresas que sí recibieron financiamiento externo (31), 18 recibieron menos de **U\$S 50k**, 5 recibieron **entre U\$S 50 y 100** mil dólares, 4 entre **U\$S 100 y 500**, mientras que las restantes 4 recibieron más de **U\$S 500** -ver Figura 34-.

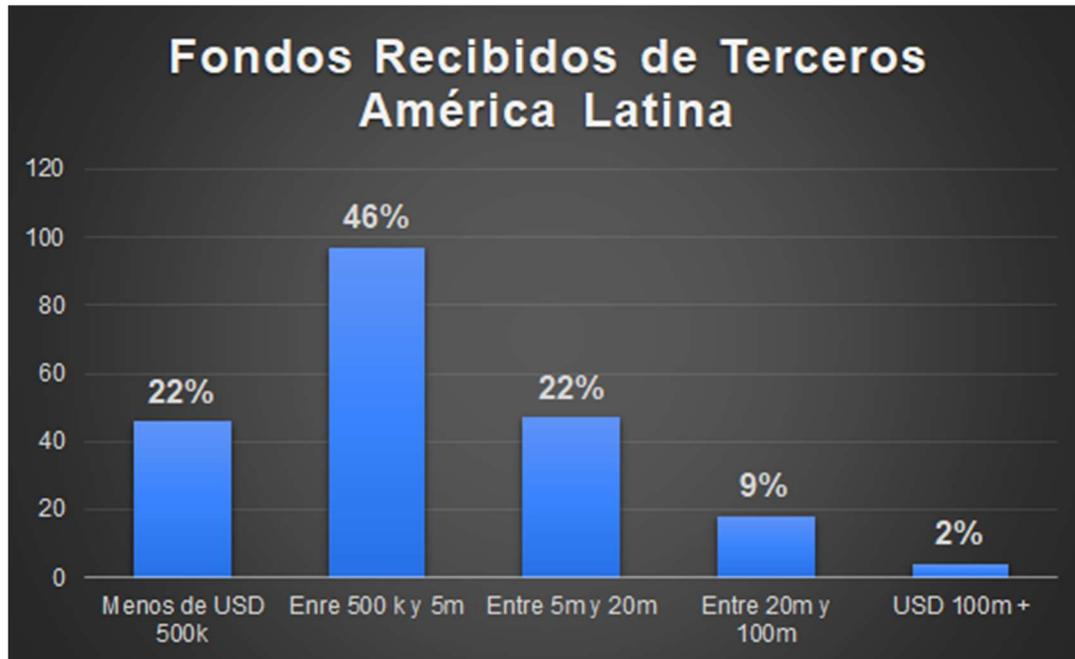
Figura 34



Fuente: Elaboración Propia

Cuando comparamos los números del anterior gráfico con los del resto de América Latina, Uruguay se encuentra en clara desventaja respecto a los fondos que reciben las *startups*. Esto queda en evidencia cuando vemos el resultado de la encuesta realizada por LAVCA (LAVCA, 2019).

Figura 35

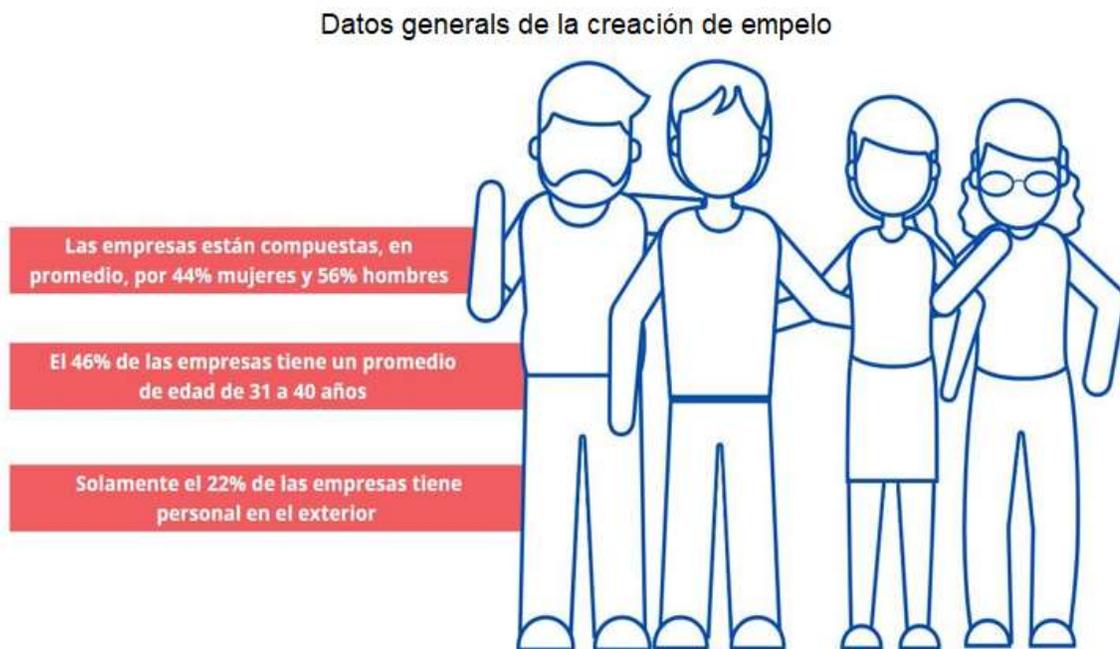


Fuente: elaboración propia en base a datos recolectados por LAVCA (2019)

Tenemos que destacar el tamaño del mercado uruguayo al momento de hacer cualquier tipo de comparación, pero no nos olvidemos que por lo general estas empresas no solo abastecen los mercados locales, sino que también miran hacia afuera de fronteras. Además, estamos hablando de países como Brasil, México, Colombia y Argentina donde los mercados financieros están muchísimo más desarrollados de lo que están en Uruguay. Habiendo dicho esto, al observar el gráfico anterior -ver Figura 35- vemos que casi el **80%** de las empresas recibieron fondos **mayores a U\$S 500k**, mientras que, en Uruguay casi el 60% recibió menos de U\$S 50K, es decir, en el extremo inferior de los montos invertidos, todo lo contrario, a lo que sucede en el resto de América Latina.

Cuando desviamos la mirada hacia la creación de empleo y en relación con datos generales del personal de las empresas, nos encontramos con lo siguiente -ver Figura 36-

Figura 36



Fuente: Elaboración Propia

Cuando nos enfocamos en datos particulares, vemos que el aporte es pequeño en términos cuantitativos. Casi el **80%** de quienes brindaron respuesta indican que forman parte de una empresa que, en la actualidad, tiene menos de **10 personas** trabajando a tiempo completo -ver Figura 37-. Esto puede presentar una dificultad a la hora de, entre otras cosas, pensar en una expansión a nuevos mercados, pues expandirse requiere la dedicación a tiempo completo de personas dentro de la empresa y no contar con los recursos suficientes es una barrera para el desarrollo y crecimiento.

Figura 37



Fuente: Elaboración Propia

Al momento de comparar los resultados de la encuesta llevada adelante para este trabajo con los datos recolectados en la primera encuesta a ejecutivos de *startups* llevada adelante por LAVCA (LAVCA, 2019), vemos que Uruguay tiene un altísimo porcentaje de empresas con 10 o menos trabajadores. Mientras que en Uruguay representan casi el 80% vemos que en el resto de América Latina este porcentaje es apenas cercano al 20%. Nuevamente, el tamaño de nuestro país juega un papel importante, no es lo mismo comparar datos de Uruguay con Brasil, por ejemplo, pero las empresas del resto de los países recibieron mayores inyecciones de capital y eso les ha permitido crecer, entre otras cosas, en cantidad de personal.

En este sentido, y en línea con las dificultades de crecimiento, el acceso a fondos es un factor determinante a la hora de la contratación de personal de tiempo completo. El **75%** (24 en 32) de las empresas que recibieron **menos de U\$S 50k** cuenta con 10 o menos empleados en la actualidad. Este mismo tamaño de empresa, cuando lo observamos en el universo total de la encuesta, significa casi el **60%** del total.

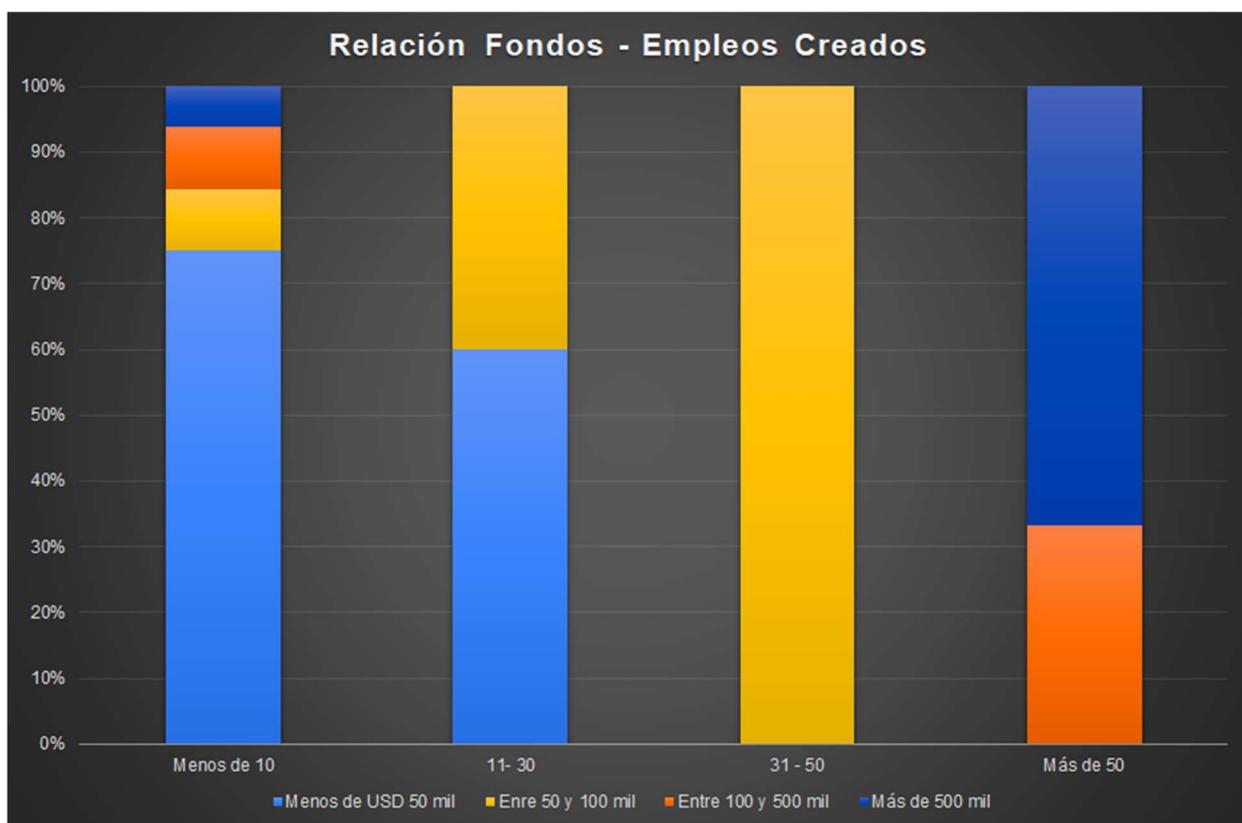
Las restantes empresas (8) que tienen 10 o menos empleados recibieron **más de U\$S 50k**

Si seguimos analizando aquellas empresas que recibieron la menor cantidad de fondos, vemos que solamente 3 empresas cuentan con más de 10 empleados, y todas ellas en el rango de 11 a 30.

En el otro extremo podemos ver que las empresas encuestadas recaudaron más de **U\$S 500 k**, tienen en su plantilla 50 o más trabajadores.

Los fondos a los que se acceden, junto con otros, son sin duda factor que limita el crecimiento y desarrollo de las *startups* en Uruguay.

Figura 37



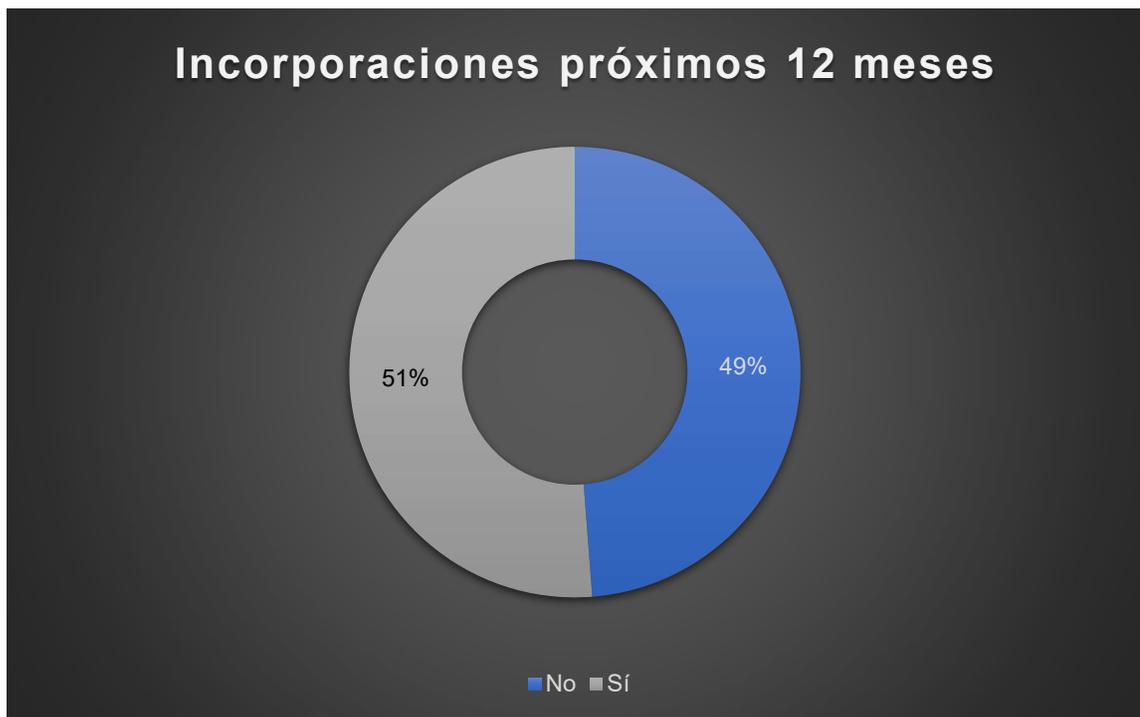
Fuente: Elaboración Propia

En este aspecto, y en base a la información recolectada por parte de la encuesta realizada por LAVCA (LAVCA, 2019), las empresas que recibieron **menos de U\$S 500 k** contribuyeron, en promedio, a la creación de 13 - 14 empleos de tiempo completo. Como contrapartida, aquellas que recibieron **más de U\$S 500 k** contribuyeron, también en promedio, con 129 empleos de tiempo completo.

La relación es clara tanto en Uruguay como en el resto de América Latina, a mayor cantidad de fondos recibidos mayor cantidad de empleos se crearán.

Cuando se les consultó en Uruguay respecto a las intenciones de contratación para los próximos 12 meses, los resultados presentan que apenas un poco más del 50% de las empresas (21) tienen pensado hacerlo dentro de ese plazo -ver Figura 38-. Esto demuestra que serán necesarios fondos ya sea para seguir creciendo en el mercado local, que es donde mayormente se encuentran las empresas encuestadas, o para una expansión a otros mercados

Figura 38



Fuente: Elaboración Propia

Esta necesidad de fondos queda en evidencia cuando nos enfocamos en cuáles son las empresas que piensan contratar personal. Del 51% obtenido en la pregunta anterior, surge que el 57% (12 en 21) de quienes piensan o necesitan contratar personal en los próximos 12 meses recibió menos de U\$S 50K de aportes de terceros. Esto es otro claro indicador de la necesidad de fondos en el corto plazo.

Consultados sobre la cantidad de personal que planeaban contratar dentro de los próximos 12 meses, resultó que, en promedio, tenían pensado contratar 3 personas -ver Figura 40-

Figura 40

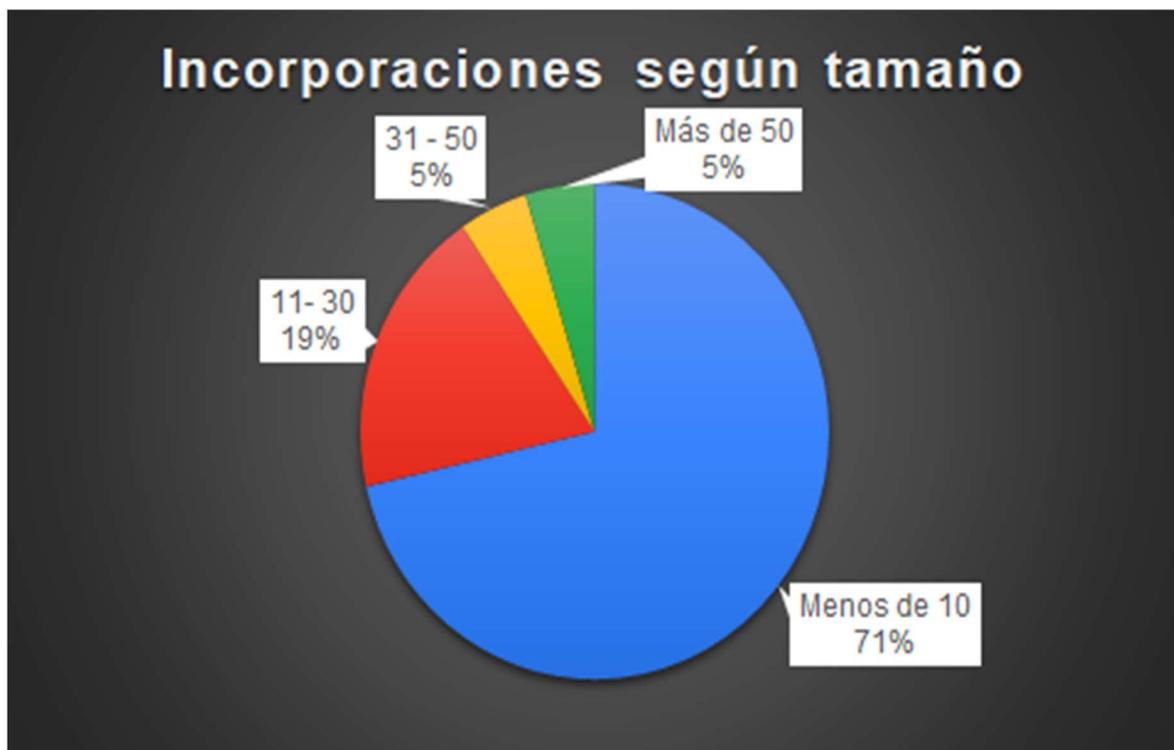


Fuente: Elaboración Propia

En ese sentido, las respuestas obtenidas fueron en un extremo 2 empresas que planeaban contratar a 1 persona y, en el otro extremo, 1 empresa que tiene dentro de sus planes contratar hasta 20 personas en los próximos 12 meses.

Cuando analizamos el tamaño actual de las empresas que tienen pensado realizar las incorporaciones, vemos que en su mayoría (71%) son aquellas con 10 o menos personas en su plantilla. ver Figura 41-

Figura 41

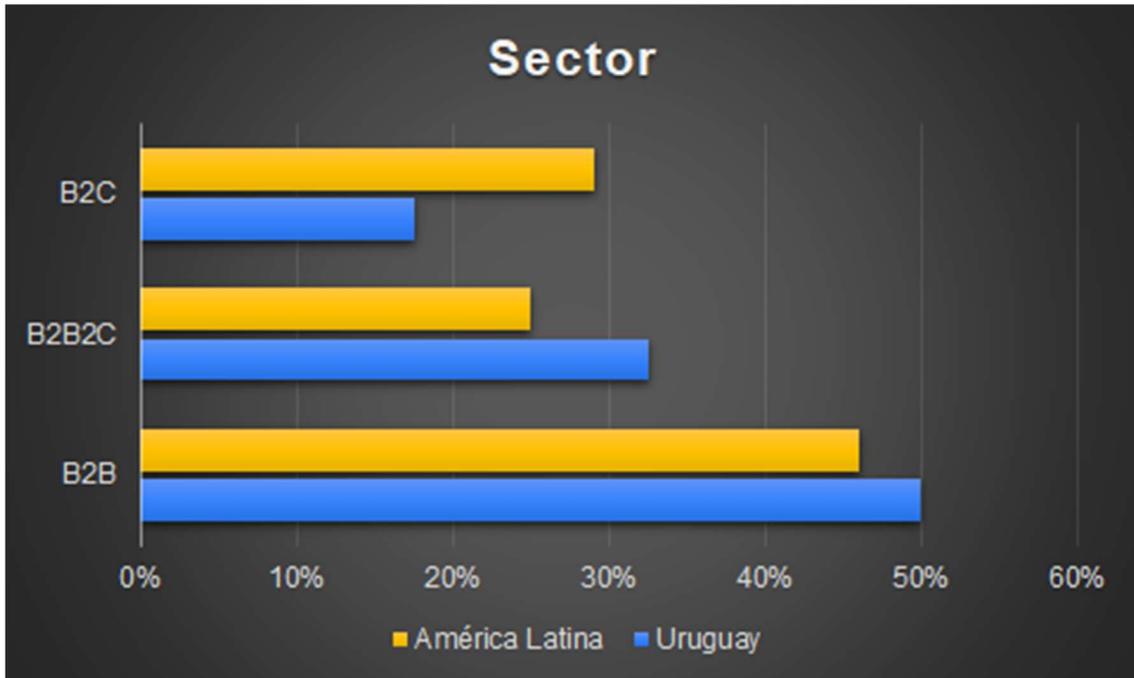


Fuente: Elaboración Propia

Estas empresas, con menos de 10 personas, tienen planeado una contratación promedio de 2.2 personas en los próximos 12 meses.

Cuando nos enfocamos en la estrategia de las empresas consultadas nos encontramos que el 62% aplica B2B -ver Figura 42-. Esto es casi 20 puntos por encima de lo que sucede con las *startups* relevadas a través de la primera encuesta a ejecutivos de *startups* llevada adelante por LAVCA (LAVCA, 2019) en donde el 46% de las consultadas tenía esta estrategia de mercado.

Figura 42



Fuente: Elaboración Propia

Esto se puede interpretar de varias maneras, pero una de las miradas que se le puede dar es que estas empresas, en su mayoría pequeñas y relativamente nuevas en el mercado, necesitan de nexos, conexiones e interacción con otras empresas para poder ofrecerles sus productos. Es en este escenario que el capital inteligente, aquel que aporta contactos entre otras cosas, se hace sumamente necesario para el desarrollo de las empresas, tanto a nivel local como internacional. Sin embargo, incorporar estos agentes externos a la empresa, por más que aporten financiamiento, muchas veces es difícil porque los socios fundadores son recientes a abrir su espacio de trabajo a desconocidos. Es necesario entonces trabajar con ellos (incubadoras y/o aceleradoras) para que comprendan la importancia de este tipo de socios.

En una mirada a los resultados que estas empresas obtuvieron en el año anterior a la encuesta encontramos que el más del 60% de los consultados respondió que tuvieron resultado positivo.

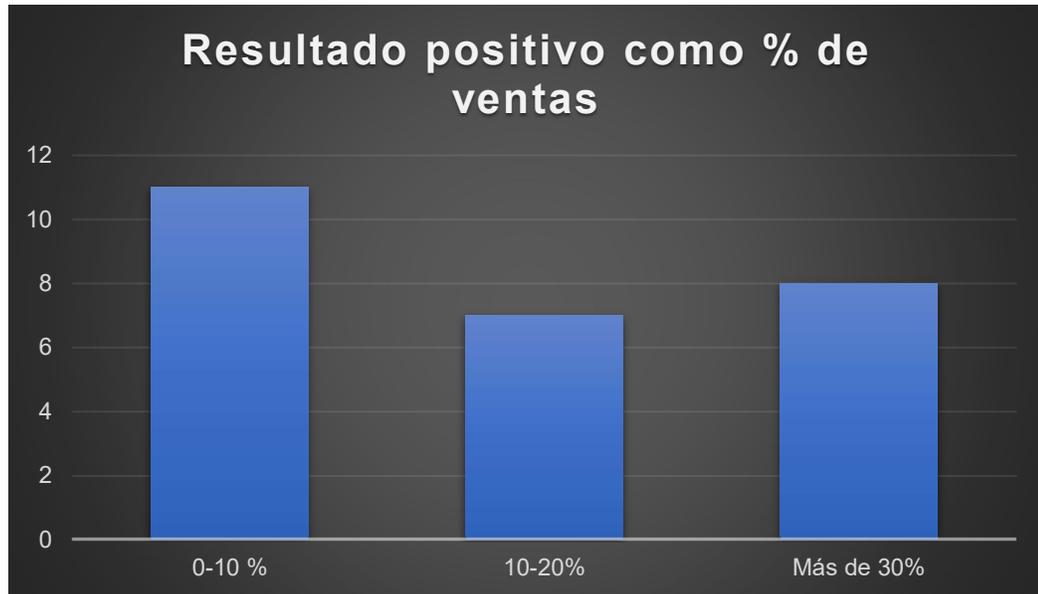
Figura 43



Fuente: Elaboración Propia

Dentro de aquellas empresas que tuvieron resultado positivo, 15 obtuvieron un resultado igual o mayor al 10% -ver Figura 44-, algo que es alentador porque demuestra la capacidad que tienen las mismas para generar resultados positivos, algo que es analizado al detalle por los inversores.

Figura 44



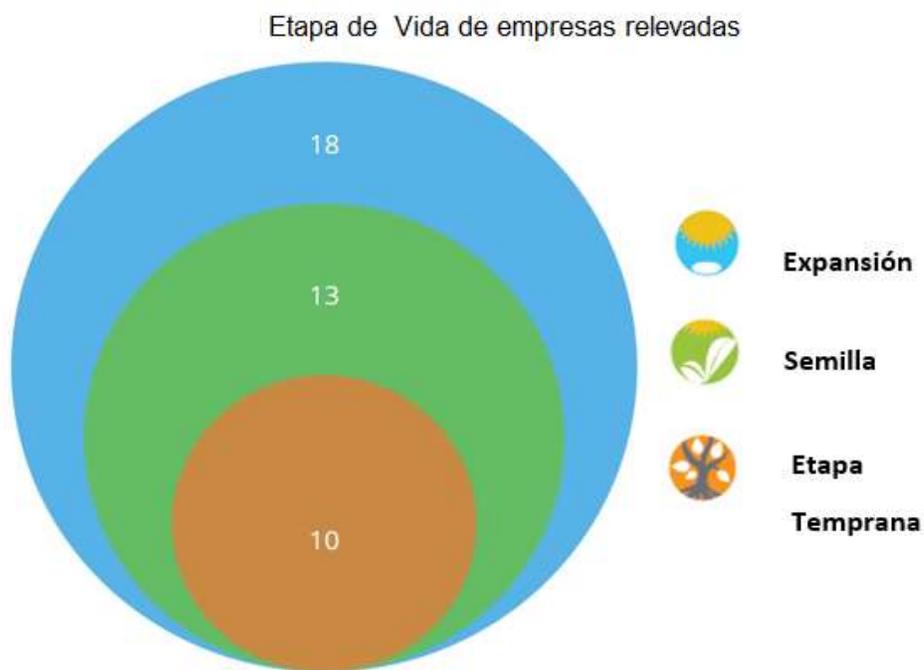
Fuente: Elaboración Propia

Analizando las etapas en las que se encuentran las empresas, se puede ver que la mayoría se encuentran en lo que comúnmente se llama etapa temprana. Pero primero definamos cada una de las etapas para una mejor comprensión. En principio, definir a una empresa en **etapa temprana**, es difícil porque la respuesta puede variar según a quién se le consulte. Estas respuestas pueden ir desde la empresa que abre el primer día y por primera vez, hasta empresas que tienen grandes operaciones, pero no han salido al mercado en busca de capital. A pesar de este amplio rango, en nuestro caso las empresas en etapas tempranas son aquellas que han conseguido una prefinanciación que les permite poner en marcha las primeras etapas de desarrollo del producto que quieren vender. En tal sentido, casi el 44% de las empresas encuestadas se encuentran en esta etapa -ver Figura 45-.

La siguiente categoría es empresas que están en una etapa **semilla o de incubación**. Estas empresas ya lanzaron su producto al mercado, tiene un modelo de negocios ciertamente definido y comienzan a vender. En esta etapa es que aparecen las incubadoras que ayudan a estas empresas a profesionalizarse y dar los primeros pasos como empresa consolidada. Teniendo esta definición en cuenta, 13 empresas del total de las encuestadas declaran encontrarse en esta etapa -ver Figura 45-.

Por último, existen 10 empresas en etapa de **expansión** -ver Figura 45-; en esta etapa las empresas ya comienzan a presentar cierta estabilidad en el tiempo, con resultados financieros positivos que le permiten pensar en comenzar el proceso de crecimiento y, quizás, de internacionalización.

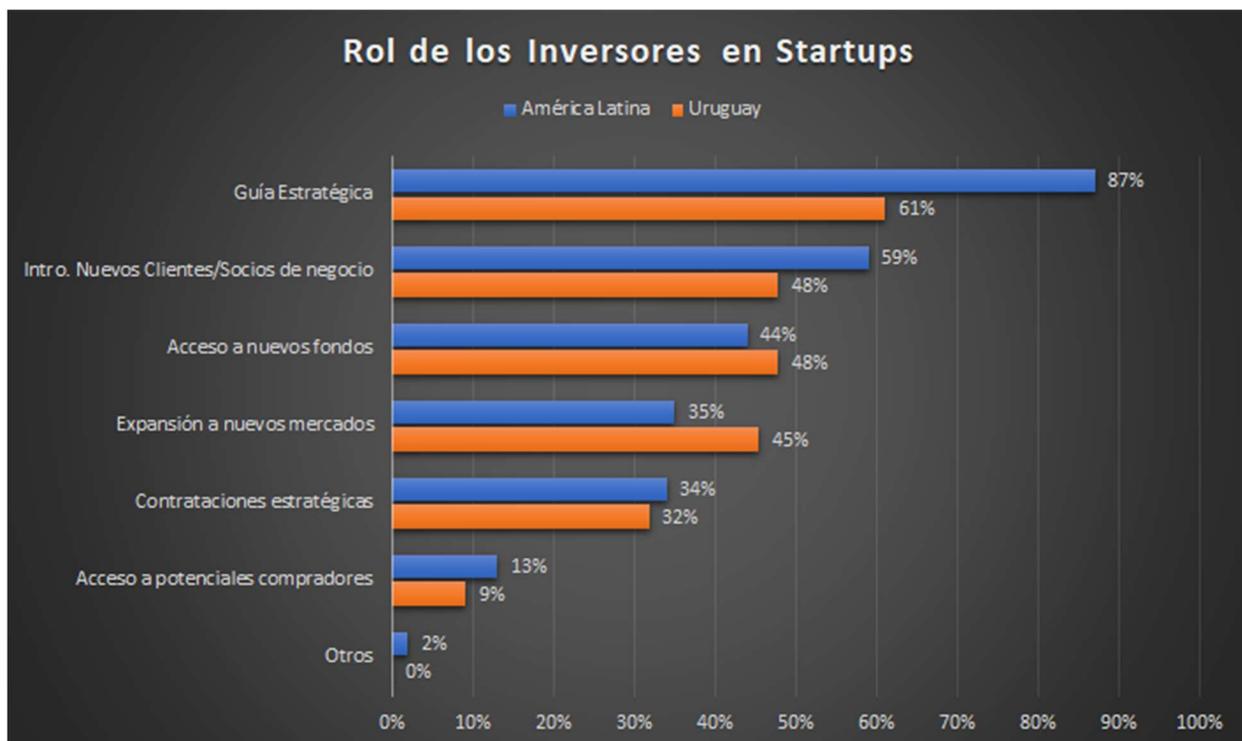
Figura 45



Fuente: Elaboración Propia

Cuando se les consultó acerca del rol del inversor y su relación con la empresa, la mayoría respondió que cuando buscan un inversor, además del capital que pueda aportar, intentan que además provea guía estratégica (61%). El acceso a contactos con potenciales socios y/o clientes (48%) es la respuesta que sigue en orden. Esto demuestra que el capital inteligente es percibido como necesario, pues a la respuesta anterior se le suma que el 45% respondió que buscan guía para la expansión -ver Figura 46-.

Figura 46



Fuente: Elaboración Propia

La tendencia en Uruguay es similar al resto de América Latina, en donde la guía estratégica es lo que más interesa a la hora de buscar inversores.

Como nota se debe destacar que los encuestados podían optar por más de una de las características mencionadas.

La mayoría de las veces lo que provee el capital inteligente es, como se puede ver en el resultado del rol del inversor en la empresa, acceso a los mercados a través de socios estratégicos en los diferentes países a donde existe posibilidad de expansión. Aquellos que han intentado expandirse sin apoyo estratégico del capital inteligente se encontraron con dificultades al momento de insertarse en los mercados.

El socio estratégico local es quien conoce las regulaciones impositivas, laborales y taxativas, y es quien puede ayudar a la empresa a reducir costos y tiempo en la instalación y apertura de una subsidiaria en otro país.

Del total de respuestas relacionadas con este punto, más de la mitad se encontraron con problemas impositivos y de apertura de empresa, al momento de comenzar el proceso expansivo.

En la siguiente infografía -ver Figura 47- se muestran los principales inconvenientes al momento de expandirse, con el agregado de un cuarto que es la falta de financiamiento. Esta sección tenía opciones predefinidas y un campo adicional para que quienes dieran respuesta incluyeran una categoría que no se contemplaba dentro de las anteriores. Sorprendentemente, o no, las dos respuestas (de total 41) adicionales fueron relacionadas al financiamiento.

Figura 47

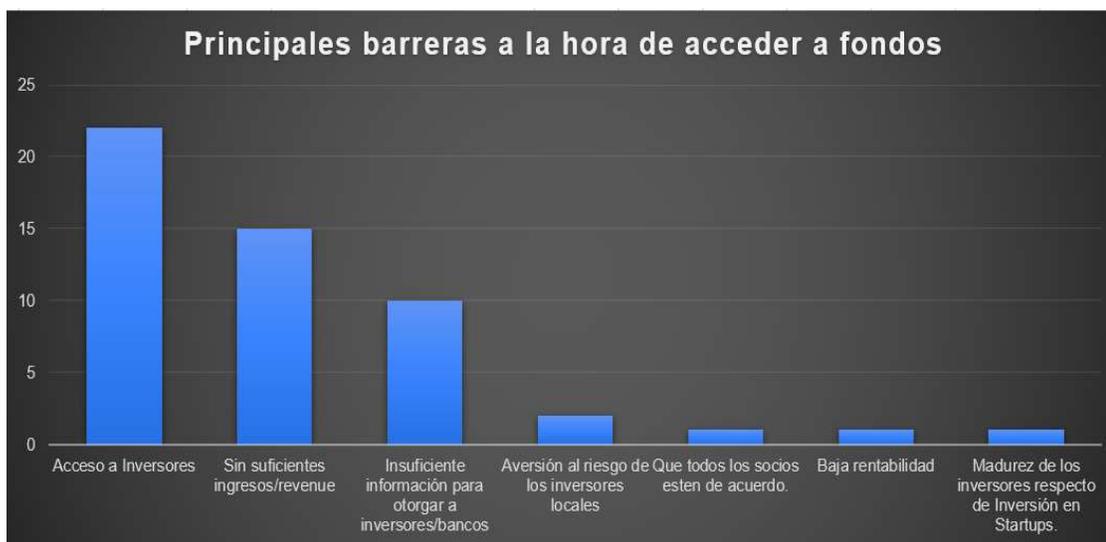


Fuente: Elaboración Propia

Cuando se compara esta información con el resto de América Latina, vemos que las preocupaciones y dificultades son similares, y la principal preocupación según lo relevado por LAVCA (2019) está relacionado con temas impositivos.

Por último, cuando se les consultó sobre las principales barreras a la hora de acceder a fondos, las tres principales respuestas fueron, Acceso a Inversores (22), Sin suficientes ingresos/revenue (15) e Insuficiente información (10). En esta pregunta se le otorgó a los consultados la posibilidad de dar más de una respuesta. El resultado es claro y contundente, los fundadores tienen inconvenientes para acceder a fondos que financien sus emprendimientos.

Figura 48



Fuente: Elaboración Propia

Del análisis general de la encuesta, se desprenden tres elementos importantes: primero entender que los emprendimientos son fundamentales para la creación de empleo y que Uruguay no escapa a la realidad; es más, cuando observamos los resultados de la encuesta vemos que el 80% de las empresas relevadas cuenta con 10 o menos personas empleadas a tiempo completo, cuando en América Latina, las empresas con ese nivel de personal ronda el 20%. Está de más decir que la falta de fondos, junto con otros factores, es lo que impide el crecimiento de las empresas y por consiguiente la creación de los empleos necesarios para desarrollar la economía.

En segundo lugar, los resultados económicos insuficientes de las empresas, y la falta de profesionalización de algunos sectores de estas llevan a que sea dificultoso conseguir el capital necesario para el desarrollo y crecimiento. La mayoría de las veces los emprendedores son especialistas en su negocio y en eso se enfocan, en desarrollar su producto, pero no lo hacen en aspectos que por lo general se consideran secundarios como el desarrollo de un plan de negocios, proyecciones de ventas y revenue, y la propia administración del día a día del negocio. Esta falta de información genera barreras para el acceso a fondos que le permitan crecer y profesionalizar áreas de la empresa y de esta forma

tener estructuras más acordes a las expectativas de aquellos que poseen los fondos y que posiblemente puedan invertirlos en sus empresas.

En tercer lugar, y no por esto menos importante, queda demostrado que el acceso a inversores en Uruguay está totalmente restringido. Acceder a fondos de terceros es un problema para un emprendedor, por qué no existe un mercado financiero desarrollado en donde este pueda presentar su proyecto y así conseguir recursos necesarios para desarrollar y expandir su negocio. La no existencia de un mercado desarrollado genera, entre otras cosas, un doble problema. A lo ya mencionado para los emprendedores y el acceso, se le suma el inconveniente de que el inversor de capital de riesgo que podría estar interesado en invertir no tiene un mercado financiero desarrollado en el que pueda salir de su inversión en caso de ser necesario. Por lo general la mayoría de los inversionistas buscan esa salida a través de la venta de su participación en la empresa y esto se hace en los conocidos como mercados secundarios. La creación de estos mercados es importante lo demuestra la experiencia de países asiáticos y la de los mismos Estados Unidos.

CAPÍTULO VII: CONCLUSIONES E IMPLICANCIAS

Está ampliamente demostrado que el emprendimiento en el mundo es un motor fundamental para el crecimiento y desarrollo de las economías. En este sentido, quienes emprenden juegan un papel fundamental en la medida que existan relaciones directas entre el aumento de empresas y el crecimiento de la productividad. Particularmente en América Latina, varios países comprendieron la necesidad de generar ambientes propicios para que los emprendimientos se desarrollen y crezcan. Muchos de estos países han sido activos en el desarrollo de mercados financieros que atraiga capitales privados para de esta forma garantizar recursos financieros (aunque no solo financieros) para las *startups*, particularmente en las etapas tempranas de su ciclo de vida.

Cuando miramos el ecosistema emprendedor en Uruguay, se puede identificar claramente cuál es el punto débil: ausencia de fondos de inversión que canalicen fondos disponibles en el mercado hacia empresas que necesitan de esos fondos para poner en marcha un proyecto, para consolidar la operación o expandirse e internacionalizarse. Es por lo que las nuevas empresas, muchas veces con potencial, deben recurrir a una internacionalización temprana para poder captar esos fondos. No es que esta internacionalización sea mala por sí misma, sino que muchas veces se tiene que hacer sin el aplomo suficiente por parte de la empresa y esto puede llevar a fracasos. Hay que destacar que esto no solo sucede a nivel de *startups* o empresas nuevas, la falta de un mercado financiero (con todo lo que ello implica) afecta también a empresas consolidadas en el mercado que ante una necesidad de fondos terminan recurriendo al financiamiento tradicional bancario que, por lo general, es más caro.

Pero enfocándonos en las *startups*, la actual legislación hace que el proceso de inversión (por parte de Inversores ángel, Fondos, entre otros) en una empresa con potencial sea demasiado complicado, no existen fondos de inversión abiertos sobre todo porque, nuevamente, la legislación en Uruguay hace que realizar una inyección de capital sea complicado.

Lo que comúnmente es utilizado es que los emprendedores creen empresas en Estados Unidos, por lo general en el estado de Delaware, para de esta forma poder recibir dinero de manera más fácil. Una vez que se tiene la empresa los interesados en invertir pueden colocar el dinero en el emprendimiento, permitiendo que la inversión se lleve adelante sin ningún inconveniente. Nuevamente, el problema en Uruguay son las exigencias y condiciones establecidas por ley; en cambio, al crear una empresa en USA y regirse por las leyes de ese país se atraen muchos más inversores interesados en aportar capital sin mayores complicaciones.

En la actualidad, y para mitigar esta falta de mercado financiero, lo que se hace en Uruguay es que se invierte a través de notas convertibles, metodología mencionada durante el desarrollo del documento. Esta forma se da, principalmente, en etapas iniciales del emprendimiento. Por lo general esto suele hacerse con personas que tienen alguna clase de vínculo con los emprendedores.

Uruguay cuenta con dos organismos que suelen aportar dinero para las primeras etapas de las empresas, la Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII) y la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE). De todas formas, los fondos que aportan estas dos agencias muchas veces no es suficiente.

En el caso de no acceder a estos fondos, los que aportan el dinero son los propios emprendedores o algún familiar cercano a los mismos y es por lo que es una de las etapas más complicadas y donde no se suele encontrar inversión privada por fuera de los ejemplos mencionados.

Es por lo que Uruguay necesita atraer inversores, sean fondos de capital o grupos de inversores ángel, flexibilizando o adecuando la normativa existente a los tiempos que corren. Mayor facilidad a la hora de crear empresas y menos trabas burocráticas a la inversión privada son aspectos fundamentales por desarrollar y mejorar si se quiere desarrollar verdaderamente el ecosistema emprendedor. La parte de oferta de proyectos y soporte a los mismos está, existen incubadoras, aceleradoras y agencias gubernamentales que promueven y dan soporte a los emprendedores, falta la parte del inversor, darle certezas y facilidades para que decidan invertir en esa amplia gama de proyectos disponibles. Una vez que las reglas se flexibilicen los inversores llegarán y los emprendimientos podrán acceder a capital.

No se debe dejar de lado que esta problemática tiene también un punto que no se puede cambiar; el tamaño de mercado. Uruguay es un país extremadamente chico y eso lo convierte en un mercado poco atractivo para los inversores, es por lo que el enfoque debe ser, nuevamente, generar condiciones que sean llamativas para los inversores, para que estos se decidan a mirar al país y así puedan ver el potencial existente.

Los resultados son claros en todos los países, a mayor inversión privada, mayor creación de empleo y desarrollo; esto queda demostrado y forma parte de las conclusiones en todos los trabajos y reportes consultados para este documento y Uruguay no debería ser la excepción.

Flexibilización de regulación.

Creación y desarrollo de condiciones para la existencia de un mercado financiero.

REFERENCIAS

- Calvino, F., Criscuolo, C., & Menon, C. (2015). <https://www.oecd-ilibrary.org/>. Fonte: <https://doi.org/10.1787/5jrxtkb9mxtb-en>.
- Chavis, L., Klapper, I., & Love, I. (2010). *International Differences in Entrepreneurial Finance*. World Bank Group.
- Ferraro, C., Goldstein, E., Zuleta, L., & Garrido, C. (2011). *Eliminando Barreras: El financiamiento de las pymes en América Latina*. Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo.
- FOMIN. (2013). *Las Redes de Inversionistas Ángeles en América Latina y el Caribe*. BID Group.
- FOMIN. (2014). *EL "MISSING MIDDLE" y LOS BANCOS*. FONDO MULTILATERAL DE INVERSIONES.
- Fundable. (2015). *Fundable.com*. Fonte: <https://www.fundable.com/infographics/startup-funding>
- Fundly. (2019). *Fundly*. Fonte: <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/>
- GEI. (2018). *2018 Global Entrepreneurship Index*.
- Genome, S. (2019). *Global Startup Ecosystem Report 2019*. <https://startupgenome.com>.
- IDB-LAB. (2019). *IDB Lab's Portfolio of Venture Capital Funds: Democratizing Access to Capital for Entrepreneurs in Latin America and the Caribbean (LAC)*. IDB GROUP.
- INE. (2018). *Anuario Estadístico Nacional 2018, 95ª versión*. Instituto Nacional de Estadística.
- Kauffman-Foundation. (Julio de 2010). Fonte: https://www.kauffman.org/wp-content/uploads/2019/12/firm_formation_importance_of_startups.pdf
- Kuntchev, V., Ramalho, R., Rodríguez-Meza, J., & Yang, J. S. (2013). *What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?* World Bank Group.
- LAVCA. (2019). *Inaugural Survey of Latin American Start*. Association for Private Capital Investment in Latin America.
- LAVCA. (2019). *Update on Latin American Private Equity & Venture Capital*. The Association for Private Capital Investment in Latin America.
- Lerner, J., Schoar, A., Sokolinski, S., & Wilson, K. (2015). THE GLOBALIZATION OF ANGEL INVESTMENTS: EVIDENCE ACROSS COUNTRIES. *Harvard Business School, Working Paper 16-072*.

- Levine, R. (2005). Finance And Growth: Theory And Evidence, 2005 in handbook of Economic Growth. Em R. Levine, *Finance And Growth: Theory And Evidence, 2005 in handbook of Economic Growth* (pp. 865-943). Phillippe Aghion and Steven N. Darlauf.
- Manzanera, A. (2010). Finanzas para Emprendedores. Em A. Manzanera, *Finanzas para Emprendedores* (p. 58).
- Manzanera, A. (2010). Finanzas para Emprendedores. Em A. Manzanera, *Finanzas para Emprendedores* (p. 61). Centro Libros PAPP, S.L.U.
- Manzanera, A. (2010). Finanzas para Emprendedores. Em A. Manzanera.
- OCDE. (2014). *OECD Science, Technology and Industry Outlook 2014*. OECD Publishing.
- OCDE. (2016). *Startup América Latina 2016*. OCDE .
- OCDE. (2019). Fonte: <https://www.oecd-ilibrary.org/>: <https://doi.org/10.1787/b94f40f7-en>.
- OECD. (2019). *Global ICO issuance between 2016 and mid-2018: In USD million*. OECD.
- OIT. (2019). Fonte: <https://www.ilo.org/>: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/--publ/documents/publication/wcms_723282.pdf
- Rojas, L. (Julio de 2017). *scioteca.caf.co*. Fonte: <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1076/FINANCIAMIENTO%20A%20PYMES%20y%20EMPRESAS%20NUEVAS%20EN%20AL-300617.pdf>
- Startupeable. (21 de Abril de 2020). Fonte: https://startupeable.com/startups/#Ecosistema_de_Startups_en_Latinoamerica
- Startupeable. (21 de Abril de 2020). <https://startupeable.com/>. Fonte: https://startupeable.com/startups/#Ecosistema_de_Startups_en_Latinoamerica
- TSO. (23 de Noviembre de 2009). The Provision of Growth Capital to UK Small and Medium Sized Enterprises. The Stationery Office. Fonte: <https://lincscot.info/wp-content/uploads/2016/12/rowlands-growth-capital-review.pdf>
- xcala. (2018). *INVERSIÓN ÁNGEL AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2018*. Xscala;IEEM; BID LAB.
- xcala. (2020). *INVERSIÓN ANGEL EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE 2019*. Asociación Latinoamericana de Inversión Ángel.