

Universidad ORT Uruguay
Facultad de Administración y Ciencias Sociales

**Inversiones en empresas con
alta participación de
Intangibles: Estudio de casos de
startups en Uruguay**

Entregado como requisito para la obtención del título
de Máster en Contabilidad y Finanzas

Cra. Marilina Camejo - 195384

Cra. Valentina Oliver - 139002

Cra. Verónica Pérez – 141468

Tutores: Cr. Rodrigo Ribeiro, CFA
Dra. Norma Pontet

2016

Montevideo, 05 de Setiembre de 2016

Declaratoria de autoría.

Nosotras, Marilina Camejo, Valentina Oliver y Verónica Pérez declaramos que el trabajo que se presenta en esa obra es de nuestra propia mano.

Podemos asegurar que:

- La obra fue producida en su totalidad mientras realizábamos el Máster en Contabilidad y Finanzas;
- Cuando hemos consultado el trabajo publicado por otros, lo hemos atribuido con claridad;
- Cuando hemos citado obras de otros, hemos indicado las fuentes. Con excepción de estas citas, la obra es enteramente nuestra;
- En la obra, hemos acusado recibo de las ayudas recibidas;
- Cuando la obra se baja en trabajo realizado conjuntamente con otros, hemos explicado claramente qué fue contribuido por otros, y qué fue contribuido por nosotras;
- Ninguna parte de este trabajo ha sido publicado previamente a su entrega, excepto donde se han realizado las aclaraciones correspondientes.



Cra. Marilina Camejo



Cra. Valentina Oliver



Cra. Verónica Pérez

Agradecimientos.

En primer lugar queremos agradecer a nuestros tutores Dra. Norma Pontet y Cr. Rodrigo Ribeiro, CFA por el tiempo y el apoyo brindado en el desarrollo de este trabajo.

También queremos agradecer a los señores Enrique Topolansky, Sylvia Chebi, Mario Sánchez, Joaquín Morixe y Carmen Correa quienes nos aportaron el conocimiento sobre el emprendedurismo en nuestro país así como también contactos que nos fueron imprescindibles para la realización de esta tesis.

A los emprendedores: Victoria Ortíz, Victoria Suárez, Ximena Genta, Rosario Monteverde, Mateo Capdevielle, Esteban Siniscalco, Leonardo Silveira, Ignacio De Paula y Alejandro Tocar, por el tiempo y la buena disposición que tuvieron a la hora de ser entrevistados, sin cuyo aporte la investigación no hubiera sido posible.

Por último a nuestras familias y amigos por brindarnos su apoyo y contención en el desarrollo de esta tesis de Maestría.

ABSTRACT

En Uruguay las *startups* han experimentado un importante crecimiento desde la década de los ochenta. Esto conlleva a la interrogante de cómo se financian los emprendedores para llevar adelante sus proyectos, ya que por sus características no cuentan con la información cuantitativa que habitualmente requieren los inversores para la toma de decisiones. El objetivo del presente trabajo es identificar cuáles son las principales variables que influyen en los inversores. La metodología utilizada se basa en una investigación no experimental de carácter cualitativo y de tipo exploratoria. Se identifican las principales variables tenidas en cuenta por los inversores a través de entrevistas realizadas a algunos referentes del mercado para luego definir diez proposiciones. Estas fueron puestas a prueba en ocho *startups* uruguayas. El aporte de este trabajo es establecer las variables más relevantes que los inversores tienen en cuenta a la hora de invertir en este tipo de empresas así como también servir de base para la realización de futuras investigaciones relacionadas a este tema.

Palabras clave.

Tecnología de la Información y la Comunicación, Emprendedor, Emprendedurismo, Startup, Inversor Ángel, Incubación, Activos Intangibles, valoración.

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	7
1) MARCO TEORICO	10
1.1) DESCRIPCIÓN DEL SECTOR DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y LA COMUNICACIÓN EN URUGUAY	10
1.2) EMPRENDEDURISMO Y EMPRENDEDORES	22
1.3) EMPRENDEDURISMO EN URUGUAY	23
1.4) CICLO DE VIDA DE LAS EMPRESAS Y FINANCIACIÓN.	26
1.5) ACTIVOS INTANGIBLES	37
1.6) PROCESO DE VALORACIÓN DE NEGOCIOS.	39
1.7) MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.	42
1.7.1) Método de flujo de fondos descontados	43
1.7.2) Método de múltiplos	44
1.7.3) Método de valor patrimonial contable	45
1.8) MODELO DE NEGOCIOS CANVAS.	46
2) METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION	50
2.1) JUSTIFICACIÓN PARA LA METODOLOGÍA A UTILIZAR	50
2.2) DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	52
2.3) MEDICIÓN DE LAS VARIABLES	55
2.4) VISIÓN DE LOS EXPERTOS EN EL MERCADO EMPRENDEDOR EN URUGUAY	56
2.5) PROPOSICIONES DE ESTUDIO	63
2.6) ANÁLISIS DE LAS STARTUP DE TECNOLOGÍA URUGUAYAS	64
2.6.1) Análisis de casos	64
2.6.2) Resultados	103
3) CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES	105
3.1) LIMITACIONES AL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.	114
BIBLIOGRAFIA	116

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1: Esquema de contenidos de la tesis.....	8
Cuadro 2: Exportación de <i>software</i> uruguayo por destino.....	11
Cuadro 3: Segmentos de negocio y empresas.....	12
Cuadro 4: Evolución de las exportaciones en millones de USD.....	14
Cuadro 5: Exportaciones de TI.....	14
Cuadro 6: Tipo de Cliente en el mercado local - Industria de TI.....	15
Cuadro 7: Flujo de Inversión extranjera directa.....	16
Cuadro 8: IED recibida - Industria TIC (Millones de US\$).....	16
Cuadro 9: Inversiones y Empleos generados por IED en el sector TIC.....	17
Cuadro 10: Proporción de las Inversiones entre 2006 y 2014.....	17
Cuadro 11: Puestos de trabajo en la industria TIC entre 2006 y 2013.....	18
Cuadro 12: Fusiones y Adquisiciones en empresas TIC en Uruguay.....	20
Cuadro 13: Actividad emprendedora en 60 países.....	24
Cuadro 14: Valoraciones de expertos del ecosistema empresarial.....	25
Cuadro 15: Indicadores GEM 2016 para Uruguay.....	26
Cuadro 16: Ciclo de vida de las empresas.....	27
Cuadro 17: Mapa del ecosistema emprendedor de Uruguay.....	30
Cuadro 18: Valor contable y valor de mercado del patrimonio neto.....	41
Cuadro 19: Lienzo de Modelo de Negocio.....	47
Cuadro 20: Procedimiento metodológico de la investigación.....	54
Cuadro 21: Resultados obtenidos por cada caso analizado.....	103
Cuadro 22: Factores relevantes considerados por los inversores.....	113

PRESENTACIÓN

En los últimos años las empresas del sector Tecnología de la Información y Comunicación (en adelante TIC) han experimentado un crecimiento no solo en el mercado local, sino que también a nivel internacional. Además muchos inversores se han volcado a este tipo de empresas con el objetivo de obtener mayor rentabilidad.

Asimismo, la internacionalización de servicios es una oportunidad para el desarrollo del país ya que contribuye al crecimiento y desarrollo de la economía a través de la diversificación de su matriz productiva y oferta exportable, la generación de empleos calificados, la internacionalización de nuevas empresas y la instalación de empresas multinacionales aumentando la entrada de inversión extranjera directa con todos los beneficios que esto trae aparejado (Uruguay XXI, 2014).

En Uruguay este crecimiento se ha fomentado a través del apoyo al emprendedurismo mediante distintas formas de financiamiento ya sea por medio de incubadoras, Inversor Ángel, entre otros. Este financiamiento no es esencialmente monetario por ejemplo las incubadoras contribuyen con el acompañamiento del emprendedor en la etapa inicial del negocio.

Dado el impulso que se le ha dado al emprendedurismo en Uruguay y el fuerte crecimiento del sector TIC no solo a nivel local sino también internacional, ha fomentado que muchos emprendedores se vuelquen a desarrollar emprendimientos en este sector.

En la etapa inicial estas empresas se caracterizan por requerir poco efectivo en relación con el aporte de capital humano, dado que requieren muchas horas de desarrollo. Por basarse en innovación y desarrollo es que tienen una alta participación en activos intangibles que por lo general son autogenerados. Esto presenta dificultades a la hora de su reconocimiento y medición en los Estados Financieros.

Para poder continuar con su crecimiento, requieren mayores aportes de capital. Es por esto que deben salir al mercado en busca de inversores, con las restricciones de ser empresas que por lo general no cuentan con información financiera suficiente y con proyecciones de ganancia que muchas veces tienen difusa probabilidad de éxito.

Por lo expuesto anteriormente el presente trabajo tiene como objetivo analizar las principales variables que influyen en los aportes de capital a ser recibidos por los emprendedores en las *startups* del sector tecnología en Uruguay.

El trabajo se divide en distintas etapas según el cuadro 1 que se expone a continuación.

Cuadro 1: Esquema de contenidos de la tesis

Indice
Introducción
Capitulo I: Marco teorico
Capitulo II: Metodología de la investigación - Análisis de casos
Capitulo III: Conclusiones y reflexiones finales - Limitaciones y futuras líneas de investigación
Bibliografía

Fuente: Elaboración propia

En el capítulo 1 se presenta el marco teórico en el cual se desarrolla la investigación, para esto se realiza un análisis de la situación de las empresas TIC en Uruguay y la importancia de este sector en la economía del país, los tipos de transacciones financieras más comunes (fusión, adquisición, etc.) así como los modelos tradicionales de valuación que utilizan los inversores y las razones por las que los mismos no son utilizados en la valuación de empresas *startup*.

El capítulo 2 muestra la metodología a aplicar la cual se basa en una investigación no experimental de carácter cualitativo y de tipo exploratoria. Para obtener la información referente a la temática a estudiar se entrevistaron referentes del mercado local con el fin de realizar las proposiciones a ser puestas a prueba en ocho empresas que son o fueron *startups* y pasaron por la etapa de obtener financiación. Además se analizan los resultados obtenidos con la información recabada en las entrevistas a las empresas realizadas previamente.

En el capítulo 3 se presentan las conclusiones finales y se establecen las limitaciones del trabajo así como también las futuras líneas de investigación.

Por último se muestran las referencias bibliográficas en las cuales se apoyó el desarrollo del presente trabajo.

1) MARCO TEORICO

Este capítulo tiene como objetivo presentar cuál es la situación de las empresas del sector TIC en particular las empresas *startup*. El problema que presenta este tipo de empresas en particular, es que al estar iniciando sus actividades y al ser un gran porcentaje de su activo intangible, necesitan financiación y no cuentan con información financiera suficiente que permita a los inversores aplicar los métodos tradicionales de valuación para el aporte de capital.

Por esta razón se analiza el mercado de las *startups* de tecnología en Uruguay, su definición, los actores que participan en este tipo de transacciones, la definición de activos intangibles y una mención de los métodos de valuación.

1.1) Descripción del sector de Tecnologías de la Información y la Comunicación en Uruguay

Según Uruguay XXI (2014), el mundo está siendo espectador de una revolución en la capacidad de transmitir, acumular y procesar información que ha favorecido el desarrollo del sector servicios.

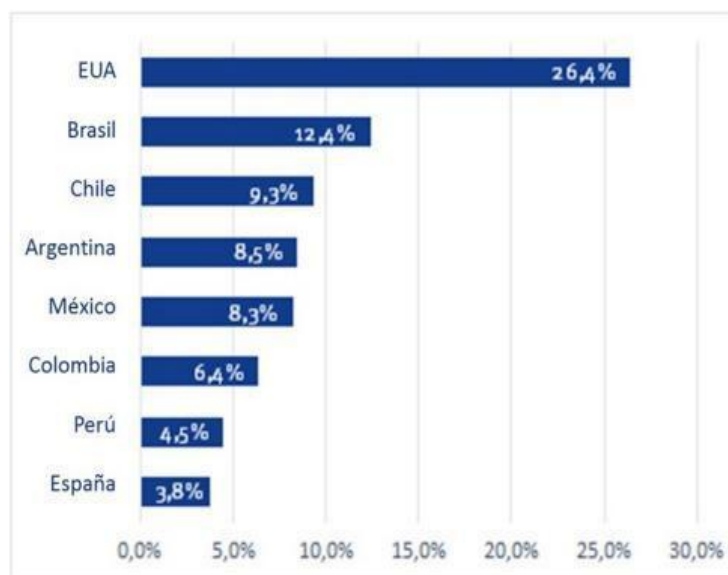
En este sentido, la internacionalización de servicios es una oportunidad para el desarrollo del país ya que contribuye al crecimiento y desarrollo de la economía a través de la diversificación de su matriz productiva y oferta exportable, la generación de empleos calificados, la internacionalización de nuevas empresas y la instalación de empresas multinacionales aumentando la entrada de inversión extranjera directa con todos los beneficios que esto trae aparejado (Uruguay XXI, 2014).

Las empresas TIC están marcadas en su origen por un precoz surgimiento de la formación académica en esta área (en 1968 comienzan los cursos relacionados a la TIC en la UDELAR), puesta en marcha de centros de desarrollo en grandes empresas públicas y privadas y el desarrollo de nuevos líderes empresariales con experiencias en necesidades tecnológicas que dado el acotado mercado local debieron buscar nuevos mercados para sus emprendimientos (UDELAR, 2016).

Estos hechos generaron capacidades profesionales y el surgimiento de empresas TIC competitivas internacionalmente que aprovecharon el mercado uruguayo para implementar y testear sus proyectos y luego expandirse internacionalmente. De esta manera Uruguay logra una temprana inserción internacional que comienza en los 80, tiene un elevado ascenso en los 90 y continúa hasta la actualidad con un crecimiento continuado, posicionando a Uruguay como el primer país exportador de sistemas de información per cápita en América Latina.

Como se puede observar en el cuadro 2 el principal destino de las exportaciones de *software* de Uruguay en 2014 era Estados Unidos seguido por Brasil y Chile.

Cuadro 2: Exportación de *software* uruguayo por destino



Fuente: Smartservice (2014)

Uruguay XXI (2014), identifica que el mercado de TIC en Uruguay se reparte en cinco segmentos los cuales están representados en el cuadro 3 y se describen a continuación.

Cuadro 3: Segmentos de negocio y empresas



Fuente: Smartservice (2014)

Aplicaciones TIC Horizontales, este segmento nuclea a las empresas de *software* que ofrecen aplicaciones horizontales a herramientas tecnológicas. Las aplicaciones horizontales implican el desarrollo de funciones específicas, o que incluso involucren a toda una empresa, pero no están confinadas a una industria específica.

Aplicaciones TIC verticales las cuales se centran en un segmento de mercado vertical específico. La industria TIC uruguaya ha logrado posicionarse en este segmento de negocios, contando con aplicaciones exitosas internacionalmente para los sectores financiero y banca, agro, logística, turismo, gobierno, salud y telecomunicaciones, entre otros.

Aplicaciones de consumo, son las que se venden al público en general, a través de canales directos o indirectos, incluidos los puntos de venta, Internet o por correspondencia. También se incluyen en este segmento las creaciones audiovisuales comercializadas en formato de producto, como por ejemplo las animaciones.

Internet, este segmento de negocios está integrado por empresas en las que Internet forma parte intrínseca de su modelo de negocio. Uruguay ha logrado desarrollar empresas en este segmento de negocios, así como también atraer operaciones de

compañías internacionales, entre las que se destacan firmas de *e-commerce*, medios digitales y agencias de marketing online, tales como Mercado Libre y Despegar.com.

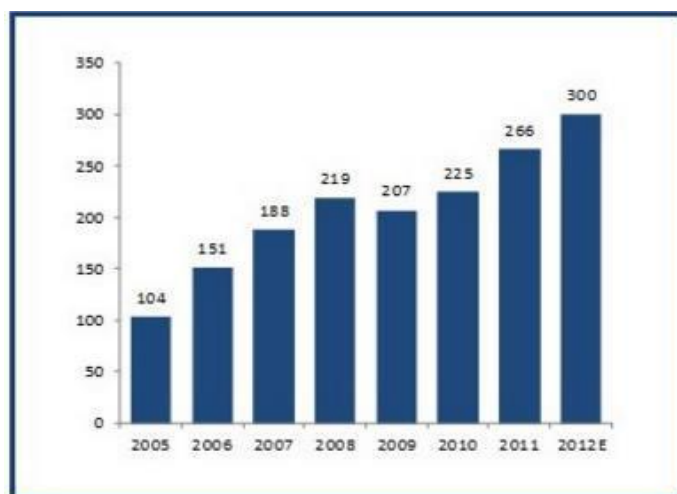
Servicios TIC, aquí se nuclea a empresas proveedoras de servicios tecnológicos. Es el segmento más tradicional en Uruguay y por ende el de mayor importancia en términos relativos, tanto en facturación como en empleo generado. En Uruguay dentro de este segmento de negocios se destaca la presencia de firmas, tanto nacionales como extranjeras, proveedoras de servicios de consultoría TIC, *testing* y desarrollo y diseño de *software* a medida.

Infraestructura Tecnología de la Información, converge el concepto anterior con el de Telecomunicaciones. En Uruguay las empresas de este segmento proveen servicios de telefonía IP e Internet, hosting, data centers, mantenimiento y gestión de infraestructura, entre otros; en este sentido, a nivel local el segmento responde a las demandas locales y se encuentra fuertemente liderado por la empresa estatal *Antel*.

A su vez de las empresas TIC instaladas en Uruguay, el 60% son exportadoras y la oferta se ha mantenido en crecimiento. La facturación externa en el 2013 experimentó un crecimiento del 16% respecto al 2011 y se esperaba para el 2014 un crecimiento del 20% de la facturación (Uruguay XXI, 2014).

Como se puede observar en los cuadros 4 y 5, en Uruguay las exportaciones de servicios crecen consistentemente multiplicándose por cuatro en los últimos años, y dentro de ellas destacan los servicios no tradicionales, principalmente servicios globales que incluyen Servicios TIC, Investigación & Desarrollo, Servicios de Negocios y Financieros entre otros.

Cuadro 4: Evolución de las exportaciones en millones de USD



Fuente: Smartservice (2014)

Cuadro 5: Exportaciones de TI

Exportaciones de TI, por tipo de producto (2011)

Tipo de Producto	US\$ miles	% Part.
Otros servicios TI	112.251	42,2%
Software	61.951	23,3%
Consultorías	44.967	16,9%
Outsourcing	46.381	17,4%
Servicios de Internet y Telecomunicaciones	226	0,1%
Total	265.713	100%

Exportaciones de TI, por destino (2011)

País	% Part.
Estados Unidos	26,4%
Brasil	12,4%
Chile	9,3%
Argentina	8,5%
México	8,3%
Colombia	6,4%
Perú	4,5%
España	3,8%
Paraguay	2,0%
Ecuador	1,9%
Subtotal	83,5%

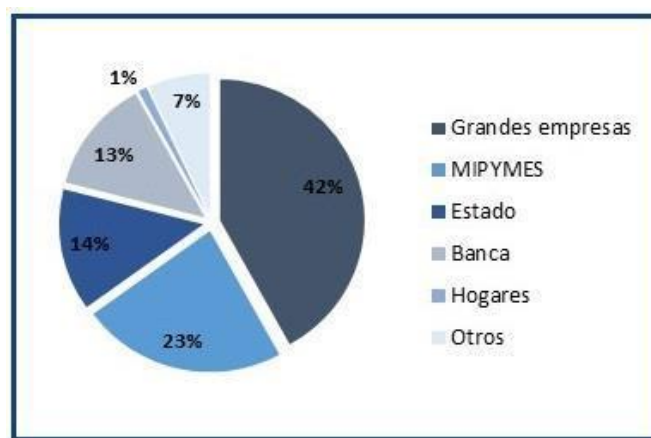
Fuente: Smartservice (2014)

Según CUTI (2014), las empresas asociadas a dicha cámara presentaron una facturación 27% superior a la del año 2011 (siendo la facturación de ANTEL, empresa de telecomunicaciones de Uruguay, un 29% de dicha cifra).

Considerando exclusivamente la facturación de las empresas privadas de la industria, los servicios TIC de mantenimiento, soporte, capacitación y comercialización de

licencias de *software* extranjero representaban en 2011 el 47% de la facturación a nivel local.

Cuadro 6: Tipo de Cliente en el mercado local - Industria de TI



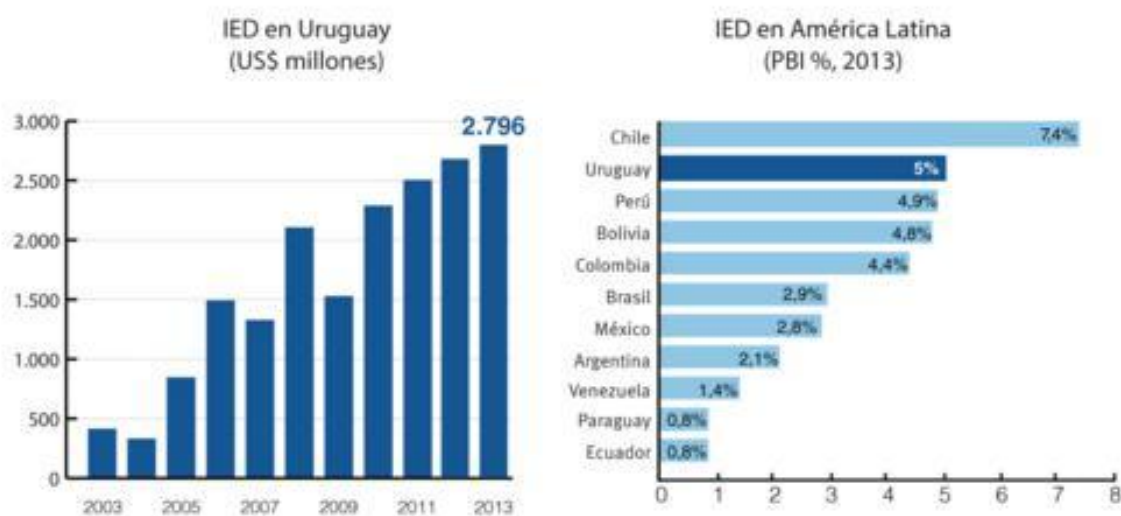
Fuente: Smartservice (2014)

El hecho de que Uruguay sea un país competitivo para hacer negocios a nivel global y regional, hace que la Inversión Extranjera Directa (en adelante IED) sea muy importante (cuadros 6 y 7). En 2013 ésta inversión representó el 5% del PBI de Uruguay. Esto permitió que se situara como el segundo receptor de IED de la región. El flujo de IED exhibió una tendencia creciente en la última década, durante la cual se multiplicó por 14.

La IED en el sector TIC tiene ciertas particularidades; se trata de inversión intensiva en tecnología que por ende es no tradicional, por otro lado, no requiere de grandes montos de inversión aunque sí de recursos altamente calificados.

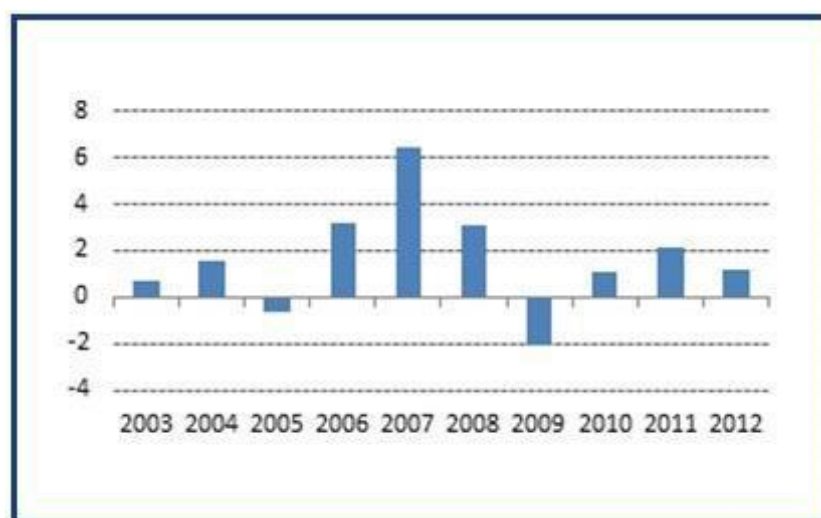
De acuerdo al Banco Central del Uruguay (BCU), durante el período 2003-2012 el flujo de IED recibida en Uruguay en el sector Informática y actividades conexas fue volátil, siendo 2007 el año de mayor nivel de inversión, USD 6.4 millones, período que se corresponde con el proyecto de expansión de la inversión de la empresa india, *Tata Consultancy Services* (TCS).

Cuadro 7: Flujo de Inversión extranjera directa



Fuente: Smartservice (2014)

Cuadro 8: IED recibida - Industria TIC (Millones de US\$)

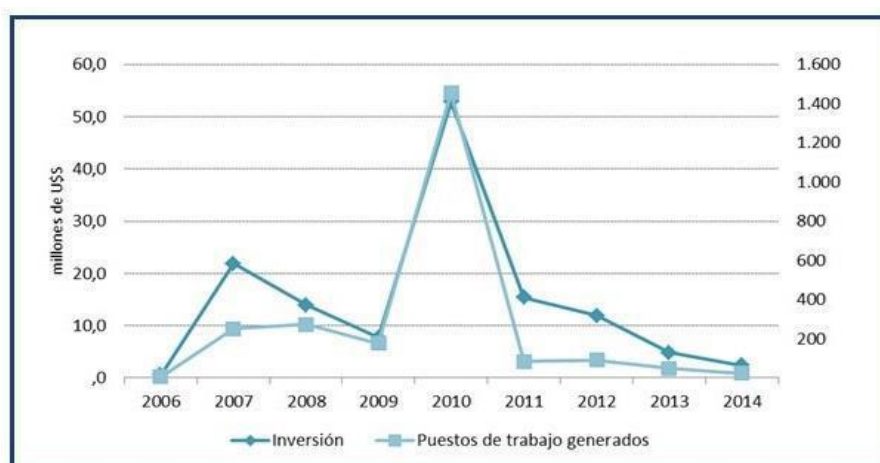


Fuente: Smartservice (2014)

De acuerdo a la información provista por *FDI Markets del Financial Times* sobre la IED que ha recibido Uruguay en la industria TIC durante el período 2006-2014, Estados Unidos es el principal país del cual provienen dichos ingresos de capital.

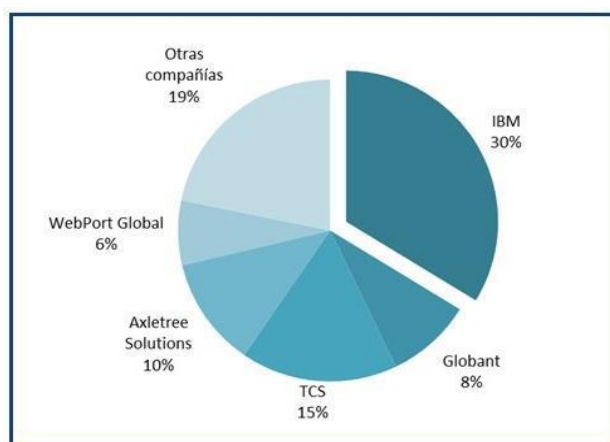
El total de las inversiones consideradas por *FDI Markets* para el período de referencia totalizan los U\$S 131,3 millones, siendo el año 2010 el de mayor flujo de IED para la industria TIC uruguaya, en este año fueron muy significativas las inversiones realizadas por las empresas IBM y Globant.

**Cuadro 9: Inversiones y Empleos generados por IED en el sector TIC –
Período 2006-2014 (Millones de US\$ y puestos de trabajo)**



Fuente: Smartservice (2014)

**Cuadro 10: Proporción de las Inversiones entre 2006 y 2014
Compañías extranjeras con IED en el sector TIC uruguayo**



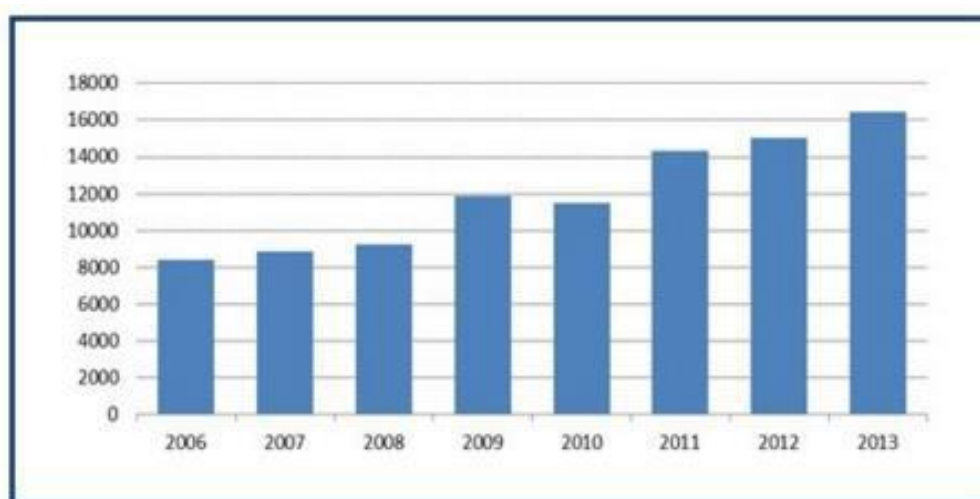
Fuente: Smartservice (2014)

En este sentido, Uruguay se ha convertido no solo en receptor de IED sino que ha logrado convertirse en emisor de IED. De acuerdo a la información relevada por CUTI (2014), a través de su encuesta anual, la industria TIC uruguaya tiene una importante presencia internacional a través de filiales en el exterior; según los últimos datos de este relevamiento un 28% de las empresas uruguayas socias de la cámara tienen presencia directa en el exterior, mientras que un 15% cuenta con presencia de tipo indirecta, es

decir a través de socios de negocios, distribuidores y/o representantes. Casos exitosos en este sentido son: GeneXus, Quanam y PedidosYa.

Según la encuesta anual de la CUTI (2014) en el año 2013, se generaron 11.220 puestos de trabajo, un 6,1% más que el año 2011. Por otro lado la Encuesta Continua de Hogares (2013) señaló que el total de puestos generados fue de 16.454, ésta última sin tener en cuenta las empresas de telecomunicaciones.

Cuadro 11: Puestos de trabajo en la industria TIC entre 2006y 2013



Fuente: Cuti (2014)

La creación de puestos de trabajo asociados a las empresas tecnológicas representa un factor fundamental en la economía de Uruguay.

Los profesionales en Uruguay han sido reconocidos internacionalmente por estar muy bien formados en TIC ya que cuentan con capacidad de adaptación a nuevas tecnologías, habilidad en amplia gama de lenguajes de programación (*Ruby on Rails*, *HTML5*, *NoSQL*, etc), herramientas de desarrollo (Inteligencia Artificial, Realidad Aumentada, Hadoop, Genexus, PNL, etc) y especialización en determinados sectores verticales, tales como banca/finanzas, agricultura, seguridad, retail, turismo, juegos, farma/salud y gobierno electrónico.

Asimismo, existen otros incentivos para invertir en el sector TIC en Uruguay. En primer lugar se encuentra la exoneración del Impuesto a la Renta Empresarial para actividades de exportación de *software* y servicios vinculados.

Por otro lado se destaca la protección de Datos Personales. Gracias a estos avances regulatorios en materia de protección de datos personales, Uruguay ha sido reconocido por la Unión Europea (en adelante UE) como un país adecuado en materia de Protección de Datos Personales de conformidad con la Directiva 95/46/CE. Este reconocimiento permite que Uruguay pueda cumplir con las exigencias de la UE en el uso de datos personales lo que favorece el flujo de datos y la transferencia de información desde Uruguay, garantizando la salvaguarda o tutela de los datos personales.

Por último la promoción y el desarrollo de Zonas Francas con el fin de impulsar la inversión, las exportaciones, el empleo y la integración económica internacional han sido declarados por ley de interés nacional. Este régimen le permitirá desarrollar y exportar a todo el mundo bienes y servicios exentos de todo tributo nacional.

Finalmente, cabe destacar algunos de los casos de fusiones y adquisiciones de empresas (en adelante F&A) e inversiones concretadas, tales como: a) la inversión de U\$S 10 millones recibida en el año 2011 por *Scanntech* por parte de Sequoia Capitals, uno de los principales fondos de *Venture Capital* del mundo con sede en Estados Unidos, constituyéndose como la primer inversión de Sequoia en América Latina; b) la adquisición en 2012 de la firma uruguaya *Croat* por parte de *Batanga Media*, una compañía líder en el mercado de contenidos digitales para Latinoamérica y las comunidades hispanas en el mundo que ofrece servicios digitales; c) la adquisición que se dio en el correr del año 2014 de un 70% de la empresa *PedidosYa* por parte de la alemana *Delivery Hero*, empresa líder a nivel global en pedidos online de comida que cuenta con más de 60.000 restaurantes asociados en todo el mundo.

Cuadro 12: Fusiones y Adquisiciones en empresas TIC en Uruguay

F&A E INVERSIONES EN EMPRESAS TIC URUGUAYAS				
Proceso	Año	Empresa Uy	Empresa Extranjera	País de Origen
Adquisición	2014	PedidosYa	Delivery Hero	Alemania
Integración	2013	PayTrue	EFTGroup	Chile
Adquisición	2012	Croat	Batanga Media	EEUU
Adquisición	2012	Gproxy	Netsuite	EEUU
Adquisición	2012	IPcom	Mobileum (ex Roamware)	EEUU
Alianza estratégica y fusión	2012	Top Systems	Stefanini	Brasil
Adquisición	2012	Cubox	New Context - Digital Garage	Japón
Adquisición	2012	Southlabs	Infragistics	EEUU
Inversión	2011	PedidosYa	Atómico Ventures	Inglaterra
Inversión	2011	PedidosYa	Kaszek Ventures	Argentina
Inversión	2010	Scanntech	Austral Capitals	Chile
Inversión	2010	Scanntech	Sequoia Capital	EEUU
Adquisición	2008	INI	Geodesic	India

Fuente: Uruguay XXI (2011)

En el cuadro 12 se observa que las operaciones de combinaciones de negocios en la industria de la tecnología de la información son cada vez más frecuentes. Los criterios tradicionales utilizados para valoraciones de empresas como flujos de fondos descontados, o múltiplos de EBITDA no reflejan los montos que finalmente se terminan pagando. Más allá de que en las negociaciones normalmente hay diferencias entre los valores arrojados y los finalmente negociados, particularmente en esta industria las diferencias suelen ser muy significativas.

Dentro de inversiones que se realizaron en empresas TIC uruguayas, podemos encontrar los siguientes tipos:

Las F&A se refieren a un aspecto de la estrategia corporativa que se ocupa de la combinación y adquisición de otras compañías así como otros activos. La decisión de realizar una fusión o una adquisición, es una decisión de tipo económico, específicamente consiste en una decisión de inversión, entendiéndose como tal, la asignación de recursos con la esperanza de obtener ingresos futuros que permitan recuperar los fondos invertidos y lograr un cierto beneficio.

La fusión es una modalidad de negocio en la que se juntan dos o más empresas separadas en una única y universal identidad económica. De esta forma, desarrollan una actividad común, uniendo sus patrimonios.

Una adquisición consiste en la compra por parte de una persona jurídica del paquete accionario de control de otra sociedad, sin realizar la fusión de sus patrimonios.

Se considera alianza estratégica al acuerdo realizado por dos o más partes para alcanzar un conjunto de objetivos deseados por cada parte independientemente. Esta forma de cooperación se encuentra entre las fusiones y adquisiciones y el crecimiento orgánico.

Una integración empresarial es el proceso por el que se somete a un grupo de sociedades a una dirección única o coordinada. La integración empresarial puede manifestarse mediante el crecimiento empresarial externo, asociaciones o agrupaciones empresariales.

En resumen, el reducido tamaño del mercado local, las habilidades anteriormente detalladas relacionadas con los recursos humanos, la trayectoria relacionada con las exportaciones de TIC y los beneficios fiscales y de confidencialidad antes mencionados, determinaron la instalación en Uruguay de importantes empresas extranjeras, así como la concreción de significativos procesos de F&A e inversiones de riesgo en empresas TIC uruguayas.

Mordetzki, (2014) director de INCO S.A. se refiere a las cualidades de la industria TIC en Uruguay de la siguiente manera: "... tengo el convencimiento que en el futuro habrán dos tipos de naciones: las que producirán tecnología y conocimiento y las que simplemente lo comprarán para consumirlo. Si esa visión personal que tengo se confirma, será una redefinición del concepto de soberanía nacional. Además de los puertos, además de la independencia energética, etc., la generación de conocimiento e innovación tecnológica va a ser otra dimensión de nuestra soberanía en el mundo digitalizado, que es el más globalizado de todos. Para construir esa nueva soberanía, el ingrediente básico es un capital humano altamente calificado y un ecosistema que apoye esos emprendimientos (universidades, comunicaciones, marcos legales, apoyo para abrir nuevos mercados, incubadoras, capital de riesgo, etc.)"

Dada la importancia de las empresas TIC en Uruguay y el papel fundamental que cumplen los emprendedores en la misma, se profundizará sobre los principales conceptos de emprendedurismo y la situación de Uruguay en referencia al mismo.

1.2) Emprendedurismo¹ y emprendedores

El concepto emprendedor ha evolucionado a lo largo del tiempo, se presentan definiciones de distintos autores:

Según Schumpeter (1949), el emprendimiento es una destrucción creativa, el dinámico desequilibrio provocado por el empresario innovador en vez de equilibrio y optimización, es la norma de una economía saludable y la realidad central de la teoría y práctica económica.

A su vez Drucker (1985), utiliza el término emprendedor para describir a aquellos individuos que con sus acciones causan inestabilidades en los mercados. Define al emprendedor como una persona dinámica y fuera de lo común, que promueve nuevas combinaciones o innovaciones. La función de los emprendedores es reformar o revolucionar el patrón de producción al explotar una invención, o más comúnmente, una posibilidad técnica no probada, para producir un nuevo producto o uno viejo de una nueva manera; o proveer de una nueva fuente de insumos, un material nuevo; o reorganizar una industria, etc.

Para Stevenson (2000), el emprendedor persigue la oportunidad, se compromete rápidamente, está predispuesto al cambio y se responsabiliza ante diferentes escenarios. A su vez, rescata especialmente el rol del emprendedor en la asimilación de cambios, dado que el mundo está modificándose continuamente, y plantea al futuro como un verdadero desafío.

En esta línea Soto (2005), describe al emprendedor como aquel que germina ideas y las pone a crecer para después salir a sembrar de nuevo con su creatividad e ingenio. Y las mejores ideas son aquellas que después vuelan solas sin que su inventor tenga que conducir las toda la vida.

¹ Término comúnmente utilizado en el ámbito local para referirse a *entrepreneurship*.

Para Autio (2007), el emprendedurismo es cualquier intento llevado a cabo por los individuos de empezar una nueva empresa, incluyendo cualquier intento de volverse auto-empleado.

Según Klapper (2007), el emprendedurismo son las actividades de un individuo o un grupo dirigidas a iniciar actividades económicas en el sector formal bajo una forma legal de negocio.

Finalmente Estrella (2012), entiende que el emprendedor es una persona que tiene una idea de negocio y que la percibe como una oportunidad que le ofrece el mercado y que ha tenido la motivación, el impulso y la habilidad de movilizar recursos con el fin de lograr concretarla. Es capaz de acometer un proyecto que es rechazado por la mayoría. Sabe interpretar las características reales del entorno a pesar de que no sean aparentes a su competencia. Es capaz de luchar ante cualquier inconveniente que se le atraviese en su estrategia y no le teme al fracaso. Además, es capaz de crear un grupo con motivación que le dé la estructura requerida.

En este trabajo se utilizara el término emprendedor tomando como referencia la definición establecida por Estrella (2012) con el agregado de Soto (2005) que establece que las mejores ideas son aquellas que después vuelan solas sin que su inventor tenga que conducir las toda la vida.

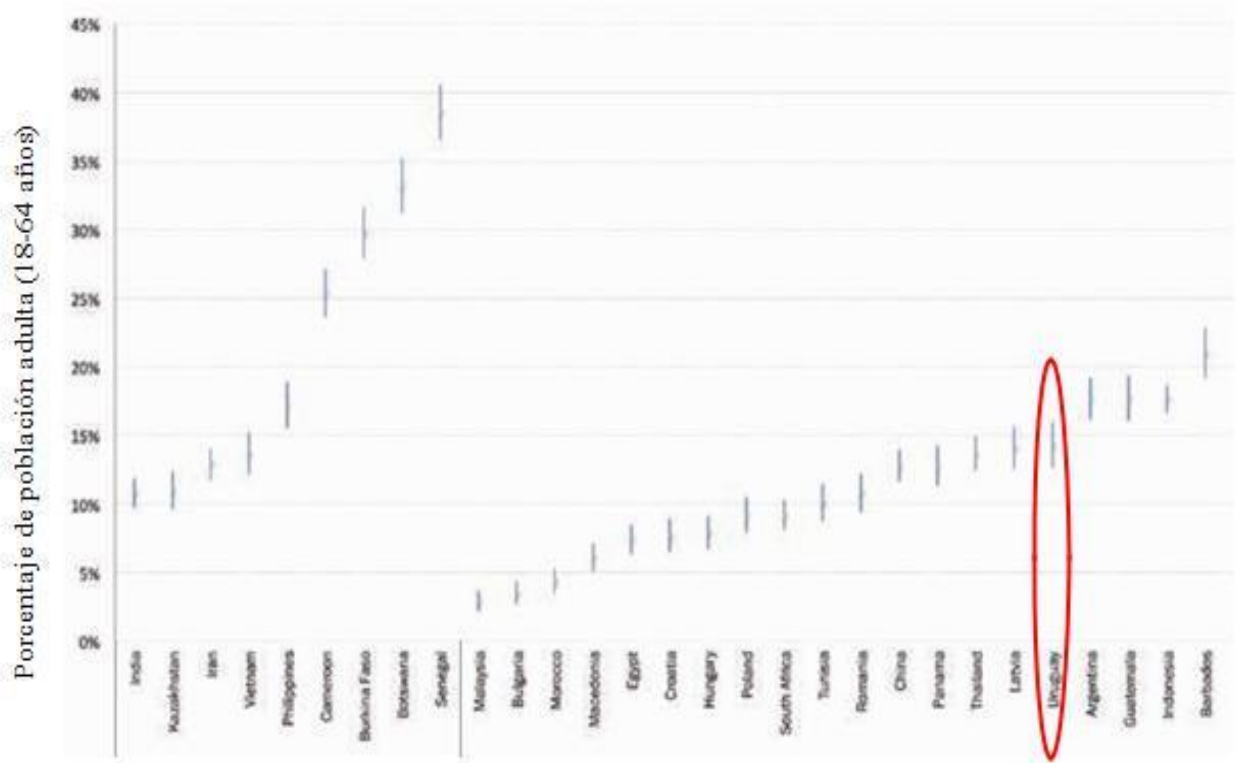
1.3) Emprendedurismo en Uruguay

Messina & Hochsztain (2015), expresan que el emprendedurismo constituye un factor importante para contribuir al desarrollo económico, la generación de puestos de trabajo, la inclusión social, la reducción de la pobreza y el desarrollo de la innovación.

Esto ha llevado al interés de políticos, académicos y organismos internacionales en el proceso de creación de nuevos emprendimientos. La Organización de Naciones Unidas (ONU) aprobó por unanimidad la resolución 67/202, (2013). Emprendimiento para el desarrollo, que reconoce formalmente que el emprendimiento es una herramienta importante para la reducción de la pobreza, la creación del desarrollo sustentable y la revitalización del entorno.

Según GEM (2016), Uruguay, Perú y Chile registran la mayor concentración de iniciativas emprendedoras que nacen de la identificación de nuevas oportunidades en América Latina y el Caribe.

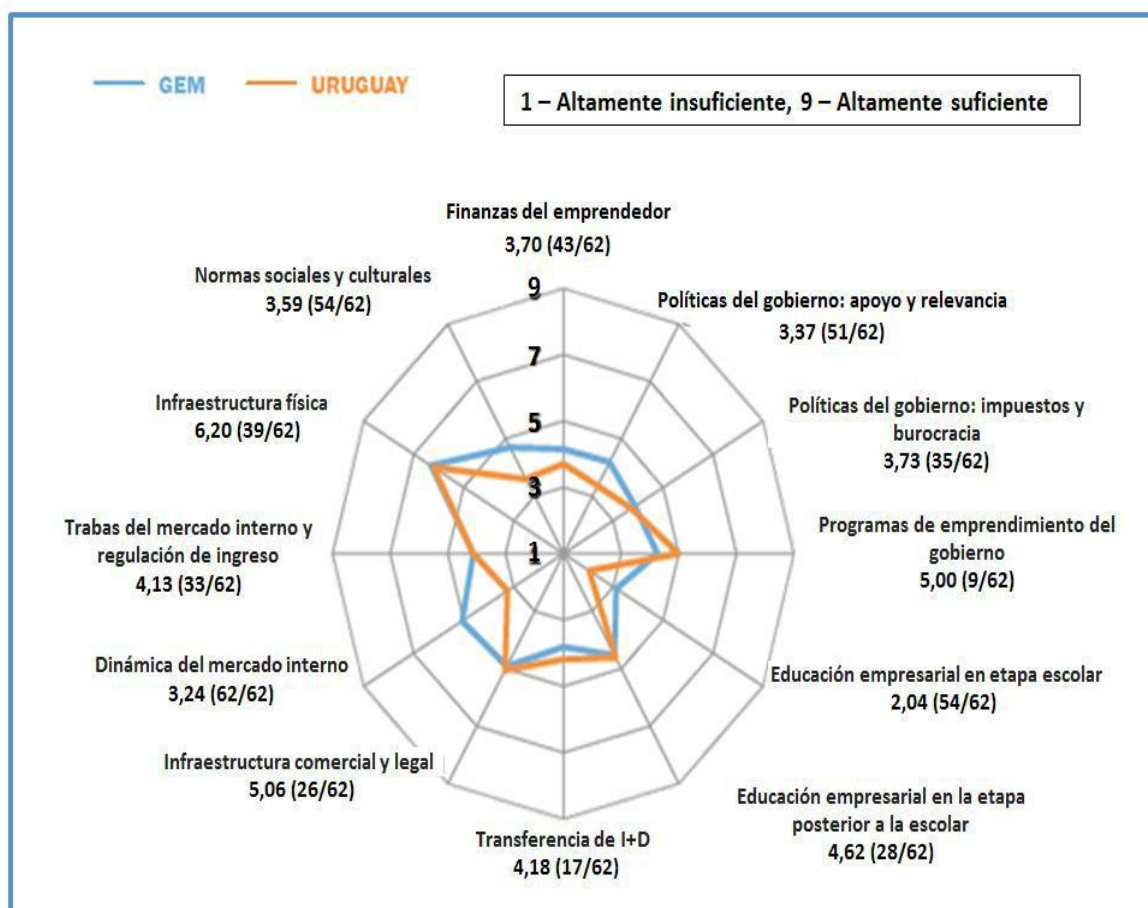
Cuadro 13: Actividad emprendedora en 60 países



Fuente: GEM (2016)

En relación a lo anterior Chaquiriand (2016), quien fuera responsable del estudio en Uruguay, declara: “... esto quiere decir que los emprendimientos que se están iniciando en esos países se motivan porque los emprendedores identifican una nueva oportunidad en el mercado, lo hacen voluntariamente y no porque no consiguen otra fuente de trabajo”

Cuadro 14: Valoraciones de expertos del ecosistema empresarial (total 62 países)



Fuente: GEM (2016)

Según dicho informe, Uruguay y Perú concentran 5 emprendimientos por oportunidad para cada emprendimiento por necesidad, mientras Chile registra un 4,6. Ese dato también influye en la capacidad de crear empleos y pone a Uruguay y Chile en el tope de los países de la región con mayor expectativa de creación de puestos de trabajo a través de sus iniciativas emprendedoras.

El GEM (2016) estudia la actividad emprendedora en el mundo desde hace 17 años y en 2014 englobó a 73 países con apoyo del Fondo Multilateral de Inversiones (Fomin) vinculado al Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El principal indicador de la actividad emprendedora es la tasa TEA (Actividad Emprendedora Temprana) del GEM, que mide la cantidad de individuos involucrados en la creación de empresas.

Este índice está compuesto por la proporción de adultos entre 18 y 64 años que están en el proceso de iniciar un negocio, (emprendedores nacientes) de aquellos que poseen empresas de hasta tres años y medio de creadas (emprendedores nuevos).

Cuadro 15: Indicadores GEM 2016 para Uruguay

Auto-percepciones sobre el espíritu empresarial		
	Valor %	Rango/60
Oportunidades percibidas	39,2	39
Capacidades percibidas	61,0	14
+ Miedo al fracaso	24,4	9
* Intenciones empresariales	25,4	20
Actividad		
	Valor %	Rango/60
Total emprendimientos en etapa temprana		
TEA 2015	14,3	18
TEA 2014	16,1	n/a
TEA 2013	14,1	n/a
Tasa de propiedad de negocio establecido	2,1	59
Actividad Empresarial del empleado - EEE	4,2	19
Índice motivacional		
	Valor %	Rango/60
Mejora - Oportunidad de impulso / Necesidad		
Motivo	3,0	18T
Equidad de género		
	Valor %	Rango/60
Relación Mujer/Hombre	0,5	38T
Oportunidad Mujer/Hombre	0,9	24T
Impacto del emprendimiento		
	Valor %	Rango/60
Expectativas de trabajo	25,9	18
Innovación	3,9	16T
Industria (% en Servicios de sector de actividad)	17,8	28

Fuente: GEM (2016)

1.4) Ciclo de vida de las empresas y financiación.

Previo a realizar análisis de los métodos de valuación de las empresas debemos identificar en que etapa del ciclo de vida se encuentran las mismas. A continuación se presenta el cuadro 16 que muestra la asociación entre el ciclo de vida de las empresas, los ingresos y la financiación.

Cuadro 16: Ciclo de vida de las empresas



Fuente: grandespymes (2012)

Según Robehmed (2013), una startup es una empresa que trabaja para resolver un problema para el cual la solución no es obvia y el éxito no está garantizado.

Según Schumpeter (1949) las empresas atraviesan distintas fases de evolución: nacimiento, crecimiento, madurez, etapas seguidas de declinación y muerte. En muchos casos existe un declive intermedio que es seguido de renacimiento o seguida de muerte.

Durante el estadio inicial o fase de nacimiento, la *startup* adopta por naturaleza una estructura siempre chica y, en la mayoría de los casos, informal. Allí se desarrolla con un centro de decisión altamente centralizado, a veces muy rudimentario, pero es una etapa de gran innovación.

La búsqueda de un posicionamiento o un nicho de mercado es el objetivo. Se parte de una idea de negocio que necesariamente genera pérdidas.

En esta etapa Celis (2012) menciona que los medios que tienen las empresas para financiarse son muy escasos. Los mismos se limitan a familiares, amigos o gente cercana al emprendedor. Solicitar un préstamo bancario es prácticamente imposible de obtener en este estadio de las empresas. Es allí donde más de la mitad de las empresas se quedan en el camino, una cifra que depende del sector y del país que se considere.

Pontet (2014) establece como formas de financiamiento tradicional que pueden tener los emprendedores, los ahorros personales y financiamiento de allegados (*Founders Friends and Family*), préstamos bancarios, tarjetas de crédito, capital provenientes de organizaciones e instituciones orientadas a promover el desarrollo de emprendedores, el capital semilla y las inversiones ángeles entre otros.

Un Inversor Ángel es un inversor que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas. Aunque invierte en cualquier etapa del desarrollo, el Inversor Ángel desempeña un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas. Buscan ganar dinero, aunque ésta no sea su única motivación para invertir, ni siquiera la principal (Asociación Española de *Business Angels*, 2016). Aun así las formas de obtener rentabilidad pueden ser: que la *startup* en la que participan sea adquirida por una empresa de mayor porte o de nivel internacional, el crecimiento de la *startup* hasta lograr una salida a la bolsa o lograr que otros inversores de la empresa compren su parte (*Angel Investor Report*, 2010)

Durante la siguiente fase, la de Crecimiento, se incrementa la facturación sobre la base de un nicho explotado, se delegan más las decisiones, se mejoran los productos y se amplían los mercados tanto geográficamente como en forma horizontal a través de la incorporación de otros productos o servicios.

En esta etapa del ciclo, la organización, que hasta entonces era manejada por el equipo fundador, comienza a tener que incorporar gerentes profesionales: se profesionaliza el *management* y se cubren puestos que antes eran cubiertos por las mismas personas. Es en esta etapa que se amplía la estructura, ya partiendo de una base más estable y profesional, con la aplicación de políticas internas más desarrolladas.

Según Celis (2012) en la etapa de crecimiento existe una segunda fase de inversión en la compañía. La misma es muy probable que se realice por la vía de los denominados Inversores Ángeles definidos anteriormente.

En esta fase es cuando el o los inversores exigen además de un plan de negocios y proyecciones más detalladas, una participación importante dentro de la empresa.

Estas inversiones son consideradas de alto riesgo por lo cual el inversor exigirá retornos mayores. Por esta razón los dueños de las *startups*, deben saber la experiencia con la que cuenta este tipo de inversor y en la industria en la que se especializa para de esta forma garantizar que ambas partes vayan en el mismo sentido.

Otro tipo de instituciones que suelen hacer inversiones en empresas en etapas tempranas son las empresas de *Venture Capital* (VC). Una diferencia entre los Inversores Ángeles y las *Venture Capital* es que las empresas de VC generalmente inyectan cantidades más grandes de dinero a las compañías, ya que lo hacen por medio de un fondo de inversores que a su vez invierte en un portafolio de diferentes compañías para diversificar su exposición al riesgo.

Puede existir una etapa de reinvención de la empresa antes de alcanzar la etapa de madurez, donde se crean nuevos productos totalmente diferentes, se exploran nuevos mercados a nivel geográfico. Se puede dar una desburocratización de la empresa a través de la descentralización de decisiones. Se da lugar a la innovación en procesos, productos, organización y marketing/ventas sobre la base de un cambio sustancial en los objetivos básicos o la esencia misma de la empresa.

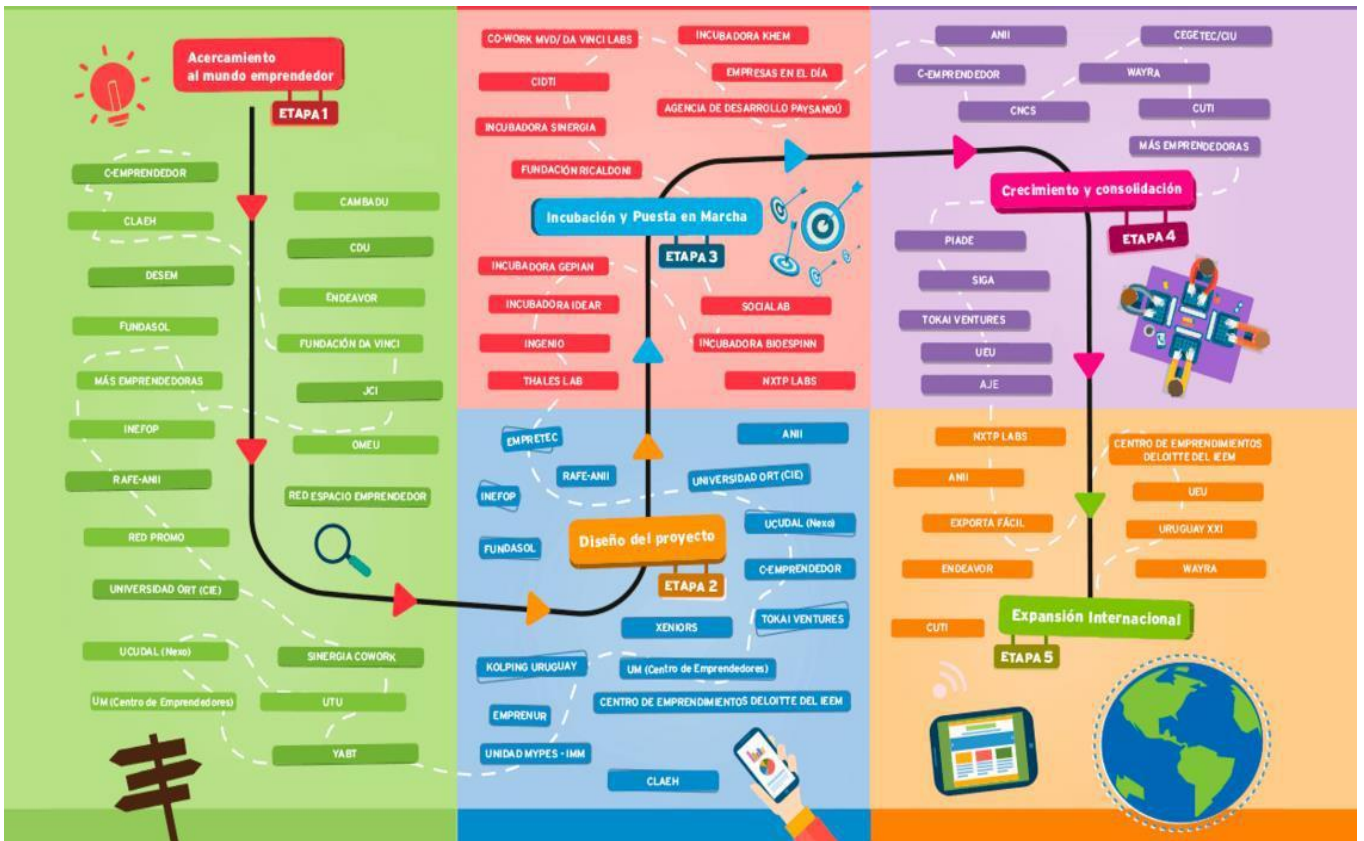
En la fase de madurez se alcanza el tamaño óptimo en el mercado. La competencia con otras empresas es máxima ya que otras intentarán copiar el éxito propio o, viceversa. La empresa buscará hacer crecer el negocio que ya está maduro adoptando nuevas ideas externas (ya no tanto internas), en forma orgánica replicando a escala el éxito ya obtenido multiplicando la producción, o bien a través de fusiones y/o adquisiciones de la competencia.

El riesgo de burocratización es alto, lo que lleva a ineficiencias importantes, sobre todo cuando la abundancia de *cash* (flujo de caja) ejercicio tras ejercicio es elevada. En este periodo se da un refinamiento del producto y una mayor segmentación del mercado. En esta etapa el margen de maniobra para crecer es menor y se cuida al accionista a través de programas de recompra de acciones, dividendos o compensaciones salariales y premios.

Ya no se es tan agresivo, sino que se adopta una estrategia más bien defensiva. La idea de alcanzar la mayor eficiencia de costos y de procesos es el objetivo: se agrega valor en los productos, se cuidan los márgenes, se mejora el servicio de posventa y la imagen.

Una vez descritas las etapas por las que transita una empresa, en el cuadro 17 se presenta la guía Endeavor (2015), en la que figuran las instituciones y organizaciones que se vinculan con el emprendedurismo en Uruguay. En el mismo pueden distinguirse cuáles son las posibles organizaciones a las que el emprendedor puede acudir para recibir el asesoramiento necesario, según el punto en el que se encuentre.

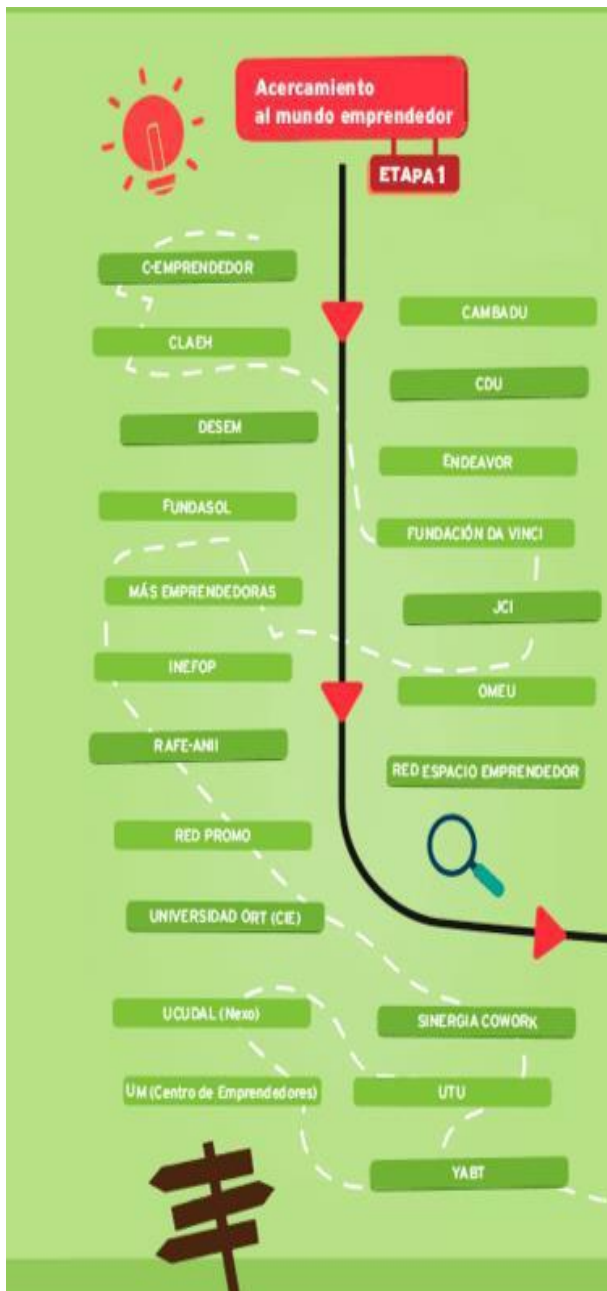
Cuadro 17: Mapa del ecosistema emprendedor de Uruguay



Fuente: Endeavor (2015)

Como parte del presente trabajo se realizaron entrevistas a miembros referentes de diversas entidades de las que figuran en el cuadro 17 con el objetivo de conocer en profundidad su forma de operar y de contribuir al desarrollo de los emprendedores en las distintas etapas.

Etapa 1 – Acercamiento al mundo emprendedor



Fuente: Adaptado de Endeavor (2015)

Centro de Innovación y Emprendimientos (Universidad ORT Uruguay)

El Centro de Innovación y Emprendimientos (en adelante CIE) promueve y desarrolla la generación de nuevos emprendedores. Sus acciones están dirigidas a fomentar la innovación y la actitud emprendedora, promover oportunidades y fortalecer la vinculación entre los emprendedores y el sector académico y socio-productivo.

Según Enrique Topolansky Coordinador del CIE, el centro cuenta con tres misiones fundamentales:

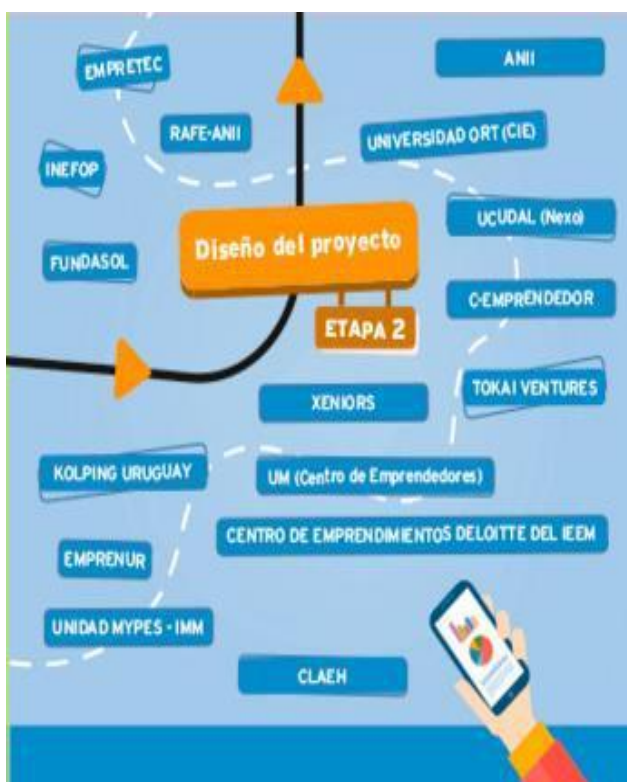
Lograr que todos los estudiantes de la universidad ORT tengan una actitud emprendedora. Como resultado se ha dado que el 15% son emprendedores que hoy tienen emprendimientos. Que es un porcentaje alto para la media, que se encuentra en el 7%.

Según Topolansky, “...ser emprendedor es tener un conjunto de competencias que se intentan desarrollar en los estudiantes que tienen que ver con ser capaz de detectar necesidades o problemas y a través del conocimiento visto en la carrera convertirlo en oportunidades. Esto que suena tan simple es realmente difícil de hacer, porque implica varias cosas: como por ejemplo ser capaz de empatizar con quien tiene una necesidad, ser capaz de moverse en ambientes de incertidumbre y tomar decisiones, ser capaz de construir nuevos planes donde no hay planes, etc”

Construir un ecosistema transversal que da entre otras cosas un espacio donde conviven gente con ideas, interactúan y llegan de todas las facultades.

Además agrega “...hacer que las cosas pasen, una máquina de soñar. Identificar si efectivamente se ha detectado un problema que tiene potencial, ese es el comienzo de un largo camino para convertir el proyecto en una *startup*, y eso requiere trabajo y horas de dedicación. La estimación del tiempo que el emprendedor va a dedicar a su proyecto es un indicador de compromiso con la idea y es en este momento donde muchos emprendedores desertan”.

Etapa 2 – Diseño del proyecto



Fuente: Adaptado de Endeavor (2015)

Agencia Nacional de Investigación e Innovación

La Agencia Nacional de Investigación e Innovación (en adelante ANII) es una entidad gubernamental que promueve la investigación y la aplicación de nuevos conocimientos a la realidad productiva y social del país. ANII pone a disposición del público fondos para proyectos de investigación, becas de posgrados nacionales e internacionales y programas de incentivo a la cultura innovadora y del emprendedurismo, tanto en el sector privado como público.

En representación de la ANII se entrevistó a Carmen Correa quien se desempeña como Consultora en dicha institución. La ANII se encuentra enfocada en su rama de emprendedurismo a brindar subsidios a emprendimientos que tienen que mostrar un componente innovador ya sea en productos, servicios o procesos. Para el caso de emprendimientos que requieran financiamiento para la expansión comercial ese componente innovador no es tan fundamental.

Básicamente la ANII lo que hace es dar un subsidio, que puede ser en dos modalidades: sólo subsidio o subsidio y préstamo. Los montos que se dan varían en monto y en alcance, se va desde la validación de la idea que son los subsidios más acotados hasta emprendimientos que implican un desarrollo mayor que son más elevados.

La ANII no pide *equity* a cambio ya que es un subsidio, salvo que sea con una modalidad de deuda en cuyo caso el emprendedor está obligado a devolver dichos fondos sujeto al éxito del emprendimiento. Si este no tiene éxito dicho préstamo se transforma en un subsidio.

La Agencia cuenta con un comité de valuación que está integrado por quince miembros de distintas especialidades que evalúa el proyecto y asesora a la Agencia sobre si ese proyecto debe ser financiado o no.

Etapa 3 – Incubación y puesta en marcha



ThalesLab.

ThalesLab es una *Company Builder* creada para apoyar *Startups* y *Spin-offs* tecnológicas de alto potencial en etapas tempranas. Para eso cuentan con un grupo de inversores que son empresarios y ejecutivos con amplia experiencia, que se involucran en los emprendimientos que apoyan.

En este caso el referente del sector el cual se consultó fue Sylvia Chebi Cofounder and Executive Director de ThalesLab

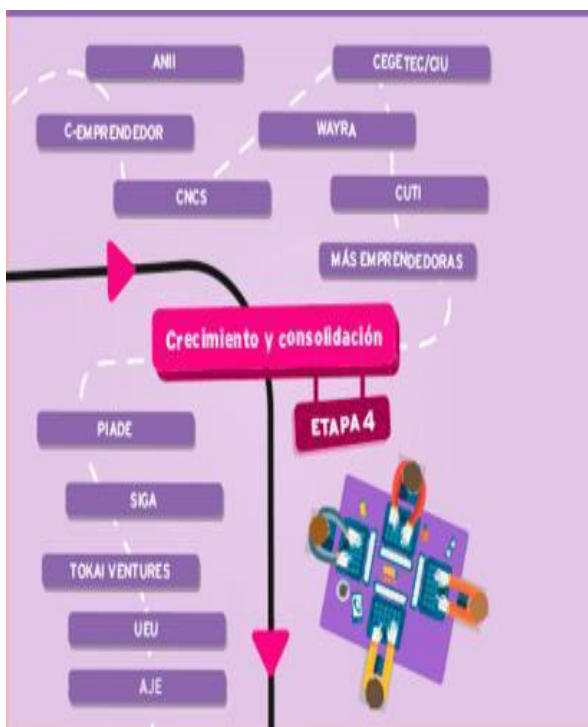
Fuente: Adaptado de Endeavor (2015) quien se refirió a la forma de operar de su empresa.

Anteriormente se les daba a los emprendedores USD 10.000 por un 10% de la compañía. Esto generaba un importante conflicto ya que los emprendedores creen que su idea vale millones y los inversores retrucan que no tienen nada ya que la idea no vale nada por si sola.

Actualmente se les da apoyo durante 6 meses a cambio del 5% de la compañía, esto incluye un curso sobre su *startup*, conocimiento de emprendedurismo, conocimientos empresariales y se los ayuda con estrategias y redes de contacto.

A los seis meses los emprendedores deben decidir si siguen con el proyecto. En caso positivo se les brinda otro tipo de apoyo como por ejemplo *go to market*, estrategia comercial, marketing, recursos humanos, etc. Y se los ayuda a conseguir inversión, presentarse en instituciones como la ANII, etc.

Etapa 4 – Crecimiento y consolidación



Co-Work

Co-Work es una aceleradora de negocios regional, sustentada en espacios de trabajo inspiradores y comunidades de personas apasionadas por lo que hacen.

Para el caso de CO-Work el entrevistado fue Mario Sánchez *Board Member*. Co-Work es una plataforma para emprendedores donde es posible encontrar un espacio de trabajo muy productivo, expandir redes de contacto, potenciar

Fuente: Adaptado de Endeavor (2015) habilidades y tener acceso a fuentes de financiamiento.

Cuenta con alianzas estratégicas con redes de inversionistas ángeles, bancos, firmas de abogados, contadores, entre muchos otros que permitirán potenciar el negocio del emprendedor.

El *background* financiero permite asesorar a los emprendedores para ayudarlos a definir qué tipo de financiamiento tienen que buscar.

La idea de esta plataforma es ayudar a emprendedores en el proceso de internacionalización. Esto implica que los emprendedores tengan un espacio físico en otros países donde puedan instalarse lo cual le brinda mayor formalidad a la hora de

vender sus productos en el exterior, lograr presentarte como una empresa más local y no el extranjero que va cada tanto.

Desde el 2013 a la fecha hay 9 centros, siete en Santiago de Chile, uno en Uruguay y otro en Medellín.

Etapas 5 – Expansión internacional



Endeavor Uruguay

Endeavor es el líder mundial en emprendedurismo de alto impacto. Es una organización sin fines de lucro. La misión es catalizar el crecimiento a largo plazo de los países al seleccionar, brindar mentorías y acelerar el crecimiento de quienes emprenden con mayor potencial en todo el mundo. Busca multiplicar la experiencia de estos modelos de rol para que la cultura de emprender cale en toda la sociedad.

Fuente: Adaptado de Endeavor (2015)

Joaquín Morixe Director Ejecutivo de Endeavor define a su organización como una ONG que cree en los emprendimientos de alto impacto, cree que en Uruguay hay microempresarios o empresarios desarrollando proyectos que pueden ser exitosísimos, y Endeavor trata de captarlos en las primeras etapas para brindarles apoyo en forma de mentoría.

Con esto se busca acelerar ese crecimiento, que pueda convertirse en algo mucho más escalable, si el emprendedor visualiza que su negocio solo puede operar en Uruguay y Argentina amplíe su visión de negocio por ejemplo a Latinoamérica. Endeavor busca y hace que los emprendedores piensen en grande, tomen mejores decisiones con el apoyo de mentores, planificar el futuro.

Por otro lado en lo referente al requerimiento de capital se apoya en todo el acompañamiento desde que se identifica el requerimiento de capital, hasta preparar al emprendedor para el proceso de conseguir dicho financiamiento. Se le prepara tanto en el *speech*, como en la preparación de la presentación de sus ideas. Se los apoya en el contacto con inversores el cual puede ser directamente con un inversor o en eventos, algunos preparados por Endeavor o por otras organizaciones.

Hasta el momento se ha brindado una aproximación en primera instancia al mercado de Tecnología de la Información en Uruguay desarrollándose las características del mismo y cómo impacta en la economía de este país.

Luego se abordaron algunos aspectos relacionados con el emprendedurismo, definición de emprendedor y emprendimiento. A su vez se visualizó cuál es la posición de Uruguay en el mundo referente a este tema y cuáles son las organizaciones que fomentan esta práctica.

Las empresas objeto de estudio, por ser empresas de tecnología presentan una alta participación de intangibles generados internamente, por lo tanto se analiza el problema que presentan las NIIF en cuanto al reconocimiento y medición de este tipo de activos.

1.5) Activos intangibles

En las empresas del sector TIC, la investigación y desarrollo, y el potencial del emprendedor son los que les dan la esencia al negocio. Estos intangibles presentan limitaciones al momento de su reconocimiento y medición en los Estados Financieros, por lo que éstos últimos pueden no ser una herramienta adecuada para la toma de decisiones de inversión.

El IASB (2009) define un activo intangible como “Aquel activo identificable no monetario sin apariencia física”. Por otro lado para el FASB (2001) un activo intangible es “Aquel activo que carece de sustancia o esencia física y tiene larga duración”. Estas definiciones sin embargo, deben ser interpretadas conjuntamente con la definición de activo. De acuerdo con el Marco Conceptual del IASB, un activo está definido como

“Un recurso controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados y del que la entidad espera obtener en el futuro beneficios económicos”.

Según Griliches (1990) investigación y desarrollo y propiedad intelectual son factores de producción particulares para empresas de tecnología pero generalmente no son activables de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados en la mayoría de los países.

La OCDE (1992), define que los activos intangibles son inversiones a largo plazo distintas de la compra de activos fijos y dirigidos a incrementar los resultados futuros de la empresa.

Para *Brookings Institution* (2000), los activos intangibles son fuentes no físicas de probables beneficios económicos futuros, adquiridos o desarrollados internamente con costos identificables, vida finita, valor de mercado separado de la empresa y poseídos o controlados por la entidad.

Según Oliveira *et al* (2010) algunos intangibles no son reconocidos como activos debido a que los principios de contabilidad aceptados son conservadores en referencia al reconocimiento de los mismos. Como consecuencia las entidades que invierten en intangibles cuya característica es el alto grado de incertidumbre, tienen restricciones en cuanto al reconocimiento de dichos intangibles como activos. Por lo tanto presentan dificultades al momento de presentarle información relevante a terceras partes en sus estados financieros.

Si bien los activos intangibles en los Estados Financieros son utilizados por los inversores, su uso o no depende de las características del inversor ya que los intangibles más utilizados a la hora de invertir en una *startup* son: el capital humano, la experiencia del emprendedor y el empuje y la pasión del mismo. Estos aspectos por ser de difícil medición no son aceptados por las NIIF y por lo tanto no se ven reflejados en los Estados Financieros (Smith & Cordina, 2014).

Para Greve (2011) entre los principales aspectos a ser considerados por un Inversor Ángel a la hora de invertir está la subjetividad ya que los negocios en etapa inicial son difíciles de evaluar por lo que los modelos existentes de valuación sirven solo como indicativo.

Dada la alta presencia de intangibles en las empresas TIC y dado que la contabilidad no refleja su valor adecuadamente, por las restricciones que las NIIF presentan para el reconocimiento de los mismos, los Estados Financieros de estas empresas pueden no ser la herramienta adecuada para la toma de decisiones.

El problema radica en que para el caso de las empresas en estudio estos activos son parte fundamental del negocio y son los que determinan el valor de mercado. Dadas las limitaciones que plantea la contabilidad tradicional en cuanto a su reconocimiento y medición, los métodos de valuación tradicionales basados en los Estados Financieros presentan determinadas restricciones para la obtención de información relevante para la toma de decisiones de inversión.

Se describirán en el siguiente apartado los principales métodos de valoración y su aplicación.

1.6) Proceso de valoración de negocios.

Se entiende necesario desarrollar el concepto de valor, dado que en muchas ocasiones se utiliza el valor económico y el precio de mercado de forma indistinta, éstos son dos conceptos diferentes pero altamente relacionados.

Para Rojo Ramirez (1995) el valor está asociado a dos elementos fundamentales, el grado de utilidad que se espera obtener de los objetos a futuro y el costo de obtención del mismo. En esta definición se puede identificar que los dos elementos refieren a tiempos diferentes, la utilidad al futuro y el costo al pasado.

Unos años más tarde Suárez (2014), definió que la valoración de empresas es una herramienta clave para la toma de decisiones con el objetivo de crear valor para el accionista.

Según Labatut (2015) el valor es un concepto económico, subjetivo y abstracto el cual depende de la situación personal y particular de los individuos.

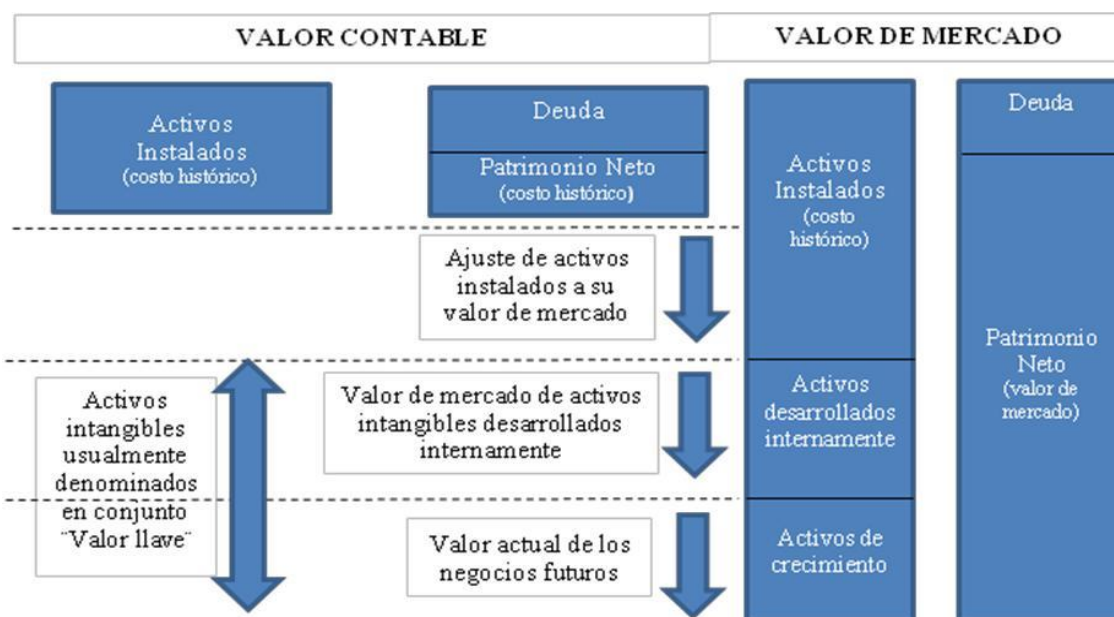
A su vez Ribeiro (2013) define el valor como la representación de los beneficios económicos derivados de la propiedad de un activo en su aplicación a la inversión, consumo o intercambio, el valor cambia en la medida que las expectativas sobre los beneficios futuros cambian. El precio se refiere al precio de venta y hace referencia a una transacción consumada.

Para Ribeiro (2013) el precio no es un concepto subjetivo, y no está compuesto por un elemento de expectativa futura, sino que el precio corresponde al importe pagado por una transacción.

Tal como se definió anteriormente el valor tiene un elemento temporal el cual refiere al futuro, por lo que los criterios basados en costos históricos no son adecuados para determinar el valor de una empresa o negocio.

En el cuadro 18 se puede observar la relación entre el patrimonio de la empresa y el valor del negocio, las diferencias entre el valor contable del Patrimonio Neto y el valor de mercado, se deben a los criterios que establecen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Cuadro 18: Valor contable y valor de mercado del patrimonio neto



Fuente: Ribeiro (2013).

Para Ribeiro (2013) debido a que los Estados Financieros no reflejan el valor de un negocio por lo expuesto anteriormente, las empresas son valoradas siguiendo distintas metodologías. Las valoraciones de empresas tienen ciertas características, las cuales serán detalladas a continuación:

En primer lugar la precisión de una valoración: Se debe tener en claro que una valoración es una opinión sobre el valor de una empresa por parte de un profesional quien utiliza el juicio profesional, sintetiza el resultado de la utilización de una serie de técnicas de valoración generalmente aceptadas, las cuales son creadas en base a fundamentos teóricos de la ciencia económica y finanzas. Dado que la valoración requiere información que es obtenida de distintas fuentes, la calidad de dicha información es determinante para la precisión de la valoración.

En segundo lugar la complejidad cuantitativa de una valoración: Es importante considerar que se puede tener una adecuada estimación basada en el juicio profesional con experiencia y en cálculos aritméticos sencillos, es decir que un complejo modelo financiero no hace más precisa la valuación de una empresa.

En tercer lugar la especificidad de una valoración: La valoración es específica para un propósito determinado ya que la definición de valor depende del uso que se haga de los resultados obtenidos.

Finalmente la validez temporal de la valoración: Se separan dos momentos en el tiempo de la valoración, la fecha de valoración y la fecha del trabajo.

Para Ribeiro (2013) en una valoración financiera se utiliza el concepto de flujo de fondos libre, es decir el flujo de efectivos que una empresa genera y queda libre luego de cumplir las necesidades de inversión en capital de trabajo y activo fijo y luego de pagar los intereses y deuda en cuando corresponde. Cuando no se cuenta con la información necesaria adecuada para poder elaborar los flujos de fondos libres se recurre al EBITDA de la empresa como una aproximación a los flujos de fondos, entendiendo EBITDA como el Resultado Neto de la empresa antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

1.7) Métodos de valoración de empresas.

Fabregat (2009) Clasifica los métodos de valoración entre estáticos, dinámicos, compuestos y múltiples.

Los métodos estáticos se basan en el balance de la sociedad, se valúa a precio de mercado activo por activo y luego descuenta la deuda para determinar el valor del negocio, este método no es práctico para empresas con alto nivel de intangibles, por lo tanto este método no es aplicable a las empresas objeto de la presente investigación.

Por otro lado, los dinámicos estiman la riqueza que generará un activo a futuro. Dentro de éstos se encuentra el método de flujo de caja descontado y dividendos descontados.

El método compuesto intenta aportar una visión estática y dinámica en forma conjunta pero es de poco uso dada su complejidad.

Por último el método de múltiplos busca una relación entre el valor de la empresa y otra variable que permita extrapolar los resultados a otras empresas, el ratio comúnmente usado es el EBIT.

1.7.1) Método de flujo de fondos descontados

Diversos autores plantean que los flujos de caja generados por una empresa determinan el valor económico de ésta y admite dos enfoques: flujos de fondos libre para la empresa y flujo de fondos libre para el accionista. El primero permite obtener el valor del negocio de la empresa, mientras que el segundo permite obtener una estimación del valor del capital accionario. Fabregat (2009), Ribero (2013).

En la medida que los supuestos utilizados en ambos enfoques sean consistentes, ambos deberían arrojar resultados equivalentes.

Este método tiene como ventajas que está validado desde el punto de vista de la teoría financiera y además permite incorporar de forma fácil cambios en los supuestos y expectativas futuras de la empresa.

Por el contrario como desventaja se observa que al basarse en estimaciones a futuro es un método que estará sesgado por el individuo que realiza la estimación. Se presentan inconvenientes al momento de definir el horizonte temporal de proyección, el valor terminal generalmente obtenido con esta metodología da valores elevados. Y por último la tasa descuento a utilizar en países sin mercado de capitales es difícil de determinar.

Con la misma metodología que el método de flujo de fondos está el método de descuento de dividendos, la mecánica es la misma que para los flujos de fondos descontados de caja con la diferencia que los flujos que se deben estimar son los dividendos que la empresa abonará en ejercicios futuros, este es el segundo método más importante dentro de los dinámicos.

1.7.2) Método de múltiplos

Este método es muy práctico, sencillo y presenta una gran eficacia. Determina el valor de una empresa mediante comparación con ciertas variables de otras empresas comparables, en base a esta relación encontramos los siguientes múltiplos:

Los múltiplos transaccionales, esta metodología indica el valor de una empresa tomando como referencia el precio de adquisición de empresas comparables vendidas recientemente.

Los múltiplos de mercado o cotización, indica el valor de una empresa mediante el precio de mercado de empresas comparables que cotizan en bolsa.

Y por último múltiplos técnicos, que indican el valor de la empresa en referencia a indicadores técnicos de empresas comparables que cotizan en bolsa o que fueron vendidos recientemente.

La información de mercado usualmente es ajustada para reflejar diferencias que puedan existir entre la empresa que se pretende valorar y las empresas comparables tomadas como referencia.

Existen elementos para identificar empresas comparables como ser: sector de actividad, segmento del mercado atendido, productos ofrecidos, tamaño de la empresa (nivel de ventas, activos, personal), estructura de capital, nivel de rentabilidad.

Como resultado de la información obtenida de las transacciones es posible obtener dos tipos de múltiplos: múltiplos de valor del negocio, los cuales relacionan el valor del negocio de empresas comparables con variables operativas tales como ventas, EBIT o EBITDA y múltiplos de valor del capital accionario, que relacionan el valor del capital accionario de la empresa comparable con variables relacionadas con dicho valor tales como el Resultado Neto.

Las ventajas de este método son que por un lado se basa en información real proveniente de operaciones entre inversores ocurridas en el mercado, tiene un mayor grado de objetividad y posibilidad de verificación, es de fácil y rápida aplicación y otorga un buen valor de referencia para poder verificar los resultados de los otros métodos

Como desventajas se identifica que dependiendo de los múltiplos utilizado se puede obtener resultados contradictorios, en muchos casos es difícil obtener información de empresas comparables, el método se puede ver afectado si existen situaciones de desajustes de precios de mercado y presenta mayor dificultad para introducir cambios esperados en la actuación futura de la empresa que el método de Flujo de Fondos descontados.

1.7.3) Método de valor patrimonial contable

Se basa en el principio de sustitución que establece que un comprador debidamente informado no pagaría por una entidad más que el costo de crear una entidad sustituta con el mismo funcionamiento que la entidad en cuestión.

Este método tiene dos enfoques, el del Valor Patrimonial, el cual consiste en tomar el valor en libros del patrimonio neto contable como referencia del valor de la empresa objetivo sin la realización de ajustes y el del Valor Patrimonial Ajustado, que implica realizar ciertos ajustes al valor patrimonial contable para corregir los valores de ciertos activos y pasivos que puedan estar alejados de su valor de mercado.

Este método tiene como ventajas que: tiene mayor grado de objetividad y posibilidad de verificación en relación a los otros métodos, al basarse en información contables es de fácil acceso, se puede aplicar en empresas que no pagan dividendos o tienen flujo de fondos negativos y el valor terminal no es un componente importante del valor de la empresa.

Las desventajas son: el método iguala los conceptos de costo y valor por la utilización de la información contable, los métodos de valor patrimonial contable y contable ajustado no toman en cuenta activos intangibles muy importante que forman parte del valor del negocio y hacen que el valor de mercado difiera del valor en libros.

Los métodos desarrollados anteriormente a menudo no son de aplicación en *startups* dado que generalmente no se cuenta con la información que los mismos requieren, los métodos de flujo de efectivo son de aplicación pero con la limitante de una baja probabilidad de cumplimiento de las proyecciones dado que realizar estimaciones de flujos futuros de un negocio que no está probado o no cuenta con información histórica está sujeto a una gran incertidumbre.

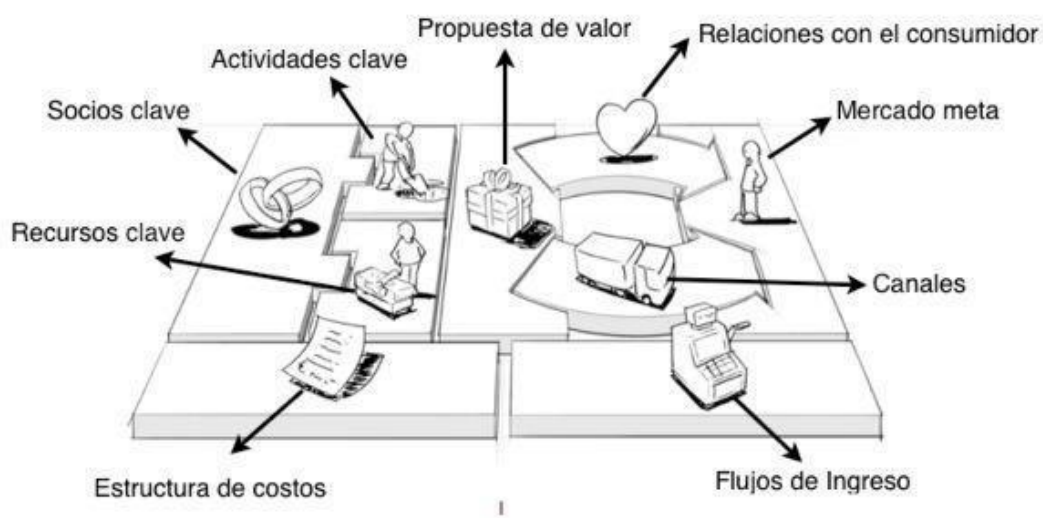
Por estas razones los emprendedores en la etapa inicial de sus negocios cuando requieren obtener capital suelen utilizar el Modelo de Negocios CANVAS desarrollado por Osterwalder & Yves Pigneur (2010).

1.8) Modelo de negocios CANVAS.

Este modelo es una guía práctica para emprendedores que buscan diseñar las empresas del futuro dejando atrás a los modelos tradicionales, describe de manera lógica la forma en que las organizaciones crean, entregan y capturan valor.

El modelo utiliza un lienzo como herramienta para describir y diseñar los nueve módulos básicos en los cuales se divide un plan de negocios (cuadro 19). Dichos módulos cubren las cuatro áreas principales del mismo: clientes, oferta, infraestructura y viabilidad económica.

Cuadro 19: Lienzo de Modelo de Negocio



Fuente: Osterwalder & Pigneur (2010)

Los segmentos de mercado definen los diferentes grupos de personas o entidades a las que se dirige una empresa, los clientes son el centro de la empresa ya que ninguna empresa puede sobrevivir mucho tiempo si no tiene clientes, agrupándolos en segmentos en función a los comportamientos, necesidades y atributos comunes se busca aumentar la satisfacción de los mismos. La pregunta que se debe contestar es ¿Para quién se crea valor?, ¿Cuáles son los clientes más importantes?

En las propuestas de valor se describe el conjunto de productos y servicios que crean valor para un segmento de mercado específico. La propuesta de valor es lo que hace que el cliente opte por una empresa. En este módulo se busca responder a la siguientes interrogantes ¿Qué problema o necesidades de los clientes se están satisfaciendo? ¿Qué valor se está ofreciendo a cada segmento de mercado?.

El valor se puede dar de diferentes formas como pueden ser: el diseño, desarrollar un producto o servicio que satisface necesidades inexistentes hasta el momento, aumentando el rendimiento de los productos, desarrollar productos que reduzcan costos a los clientes, comodidad y practicidad, precio entre otras.

En el módulo de canales se explica cómo se da la comunicación entre la empresa y los segmentos de mercado definidos en el primer punto. Los canales deben permitir que los clientes conozcan y puedan adquirir los productos y servicios de la empresa. Los mismos pueden ser clasificados como propios o de socios comerciales, a su vez estos pueden ser directos (sitio web) o indirectos (tienda propia, distribución al por mayor).

En el módulo de relaciones con clientes se describen los distintos tipos de relaciones que la empresa mantiene con los diferentes segmentos del mercado. Las relaciones pueden ser personales o automatizadas. Mediante el vínculo con el cliente se buscan diferentes estrategias como puede ser la captación del cliente, la fidelización o la estimulación de venta.

El módulo fuentes de ingresos muestra el flujo de caja que genera la empresa en los distintos segmentos de mercado, la pregunta a responder es ¿Por qué valor está dispuesto a pagar cada segmento de mercado? Una vez que se da respuesta a esta pregunta se pueden definir las distintas fuentes de ingresos para los distintos segmentos de mercado.

Los ingresos se pueden obtener de diferentes formas como por ejemplo: Venta de activos, cuota por uso de servicios, cuota de suscripción, prestamos, alquileres entre otros.

Todo modelo de negocio tiene diferentes recursos claves, en esta etapa se describen los activos más importantes para que el modelo de negocio funcione, los recursos pueden ser físicos, económicos, intelectuales o humanos, pueden ser propiedad de la empresa, alquilarlos u obtenerlos de sus socios claves.

El presente modelo de negocio define las actividades claves como las acciones más importantes que debe desarrollar una empresa para lograr el éxito y poder brindar una propuesta de valor.

Asociaciones clave, en este punto se describe la red de proveedores y socios con los que la empresa crea alianzas para optimizar sus modelos de negocios, reducir riesgos o adquirir recursos.

Las asociaciones se pueden dar para optimizar la asignación de recursos y actividades, para disminuir los riesgos propios de un mercado competitivo donde hay un alto nivel de incertidumbre o para realizar la compra de determinados recursos y actividades

Una vez que se tienen definidos los distintos módulos del modelo de negocio se debe determinar los costes que implica la puesta en marcha, si bien todo emprendimiento tiene costos diferentes en todos los casos se busca minimizar los mismos.

Con los nueve módulos definidos las empresas desarrollan el lienzo del modelo, esta herramienta es una buena práctica que fomenta el debate y la creatividad y permite diagramar de qué forma la empresa creara valor para los clientes y de esta forma creara valor para sí misma.

Osterwalder & Pigneur (2010) afirma que el lienzo es utilizado para que los emprendedores de diversos sectores, conviertan sus proyectos en los procesos empresariales necesarios para garantizar que sus empresas sean lo más rentables posibles, permite obtener una visión global del negocio y evitar que se atasquen en los detalles.

2) METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

El objetivo del trabajo es analizar las principales variables que influyen en los aportes de capital a ser recibidos por los emprendedores en las *startups* del sector tecnología en Uruguay. Se identifican las variables principales sin establecer un orden de relevancia entre las mismas.

2.1) Justificación para la metodología a utilizar

A continuación se establecerá la metodología de investigación que se utilizó en el análisis de las empresas con alto contenido de intangibles, particularmente en *startups* del sector tecnológico en Uruguay.

Se expondrá la metodología del estudio de casos, ya que se considera que es la más apropiada a los efectos del presente trabajo. Se definen las características, y ventajas y desventajas de realizar un estudio de casos.

El método de estudio de caso es una metodología rigurosa que es adecuada para investigar fenómenos en los que se busca dar respuesta a cómo y por qué ocurren. Además permite estudiar los fenómenos desde múltiples perspectivas y no desde la influencia de una sola variable (Chetty, 1996).

Se concibe el estudio de casos contemporáneo como una estrategia de investigación dirigida a comprender las dinámicas presentes en contextos singulares, la cual podría tratarse del estudio de un único caso o de varios casos, combinando distintos métodos para la recogida de evidencia cualitativa y/o cuantitativa con el fin de describir, verificar o generar teoría (Eisenhardt, 1989).

Se utiliza la metodología cualitativa con un número pequeño de casos, sobre la base de que los casos seleccionados son representativos del universo de este tipo de empresas en el mercado uruguayo.

Se recurre a la opinión de inversores y empresarios del medio relacionados a la incubación de empresas en la etapa inicial, así como en las etapas subsiguientes con el fin de recabar información que permita el entendimiento del sector. Se realizan entrevistas a emprendedores del sector tecnología en Uruguay en base a la información recabada de los expertos antes mencionados.

El estudio de casos es un método de investigación que se puede usar de formas muy variadas (Ryan *et al.*, 2004). Dentro de los tipos de estudios de casos contables podemos definir: a) descriptivos, describen sistemas, técnicas y procedimientos usados en la práctica, b) ilustrativos, cuyo propósito es ilustrar practicas nuevas y posiblemente innovadoras desarrolladas por determinadas empresas, c) experimentales, cuya intención es indicar lo que debe hacerse en la práctica; el estudio de casos experimental podría servir para examinar las dificultades de implementar propuestas nuevas y para evaluar los beneficios que se pueden obtener, d) exploratorios, sirven para explorar las razones de determinadas prácticas; colocan al investigador en posición de generar hipótesis sobre los motivos de una práctica concreta y e) explicativos, la investigación se centra en un caso específico, la teoría se emplea para comprender y explicar lo específico, más que para hacer generalizaciones (Ryan *et al.*, 2004).

El presente trabajo se ha realizado caracterizando la investigación como una metodología descriptiva y exploratoria.

Descriptiva, porque pretende ilustrar la situación de las *startups* al momento de conseguir financiamiento mediante cada uno de los casos analizados para empresas de tecnología.

Exploratoria, porque pretende dar respuesta a preguntas del tipo ¿Qué aspectos valoran los inversores al momento de invertir en *startups* de tecnología?, ¿Los emprendedores buscan inversores que solo provean financiamiento?

Se realiza el análisis desde el punto de vista teórico, luego en el estudio exploratorio se estudian ocho casos de *startups* en Uruguay, para lo cual se establece contacto con los emprendedores fundadores de las mismas.

El estudio de casos presenta puntos débiles y problemas. En la investigación basada en el estudio de casos es importante prestar atención a la recopilación y evaluación de la evidencia empleada (Ryan *et al.*, 2004).

Dentro de las dificultades se puede establecer en primer lugar la dificultad de establecer fronteras alrededor de la cuestión que es objeto de estudio. ¿Hasta dónde debe el investigador extender el caso al estudiar las interrelaciones con sistemas diferentes y más amplios? Un problema similar se da en la dimensión histórica, ¿hasta qué punto del pasado debe remontarse el investigador? (Ryan *et al.*, 2004). La idea holística de estudiar todos los aspectos de un sistema social es inalcanzable y debemos conformarnos con aproximaciones. Los investigadores deben poner algunos límites al tema central (Ryan *et al.*, 2004).

La segunda dificultad para los investigadores surge de la naturaleza de la realidad social que se está investigando. El investigador debe interpretar la realidad social y, por lo tanto, los casos prácticos deben representar interpretaciones de esa realidad. Se debe aceptar que la investigación de casos prácticos proporciona una interpretación del sistema social a estudio, no una representación objetiva (Ryan *et al.*, 2004).

Finalmente se debe considerar la ética de las relaciones de investigador con sus sujetos. Hay que conseguir un equilibrio entre la necesidad de tener acceso a información confidencial y las posibilidades de usar esa información en un campo más amplio, en el estudio o en la publicación de los resultados (Ryan *et al.*, 2004).

2.2) Diseño de la investigación

Yin (1989) propone el diseño de la investigación en cinco componentes importantes: 1) Las preguntas de investigación, 2) Las proposiciones teóricas, 3) Las unidades de análisis, 4) La vinculación lógica de los datos a las proposiciones y 5) Los criterios para la interpretación de los datos.

En primer lugar, definir las preguntas de la investigación es un paso muy importante en un estudio de la investigación. Determinar las preguntas que son significativas para un tema, y ganar un poco de precisión formulando estas preguntas, requiere mucha preparación. Una manera es repasar la literatura del tema (Cooper, 1984).

En segundo lugar, cada proposición formulada por el investigador dirige la atención a algo que debe examinarse dentro del alcance del estudio. Las proposiciones deben ser flexibles a los efectos de permitir al investigador reformularlas y realizar cambios en función del avance de su estudio.

El tercer componente se relaciona al problema fundamental de definir cuál es el caso. La definición de la unidad de análisis se relaciona a la manera en que las preguntas de la investigación inicial se han definido. (Yin, 1989, 1998, 2004).

Cuarto, la unión de datos a las proposiciones puede hacerse de cualquier número de maneras. Una de las principales es la técnica de modelo-emparejando, que constituye una manera de relacionar los datos a las proposiciones. (Campbell, 1969)

Por último, se verifican los procedimientos empleados con las proposiciones realizadas. Cuanto mayor sea el número de proposiciones confirmadas, mayor será el grado de confiabilidad del estudio.

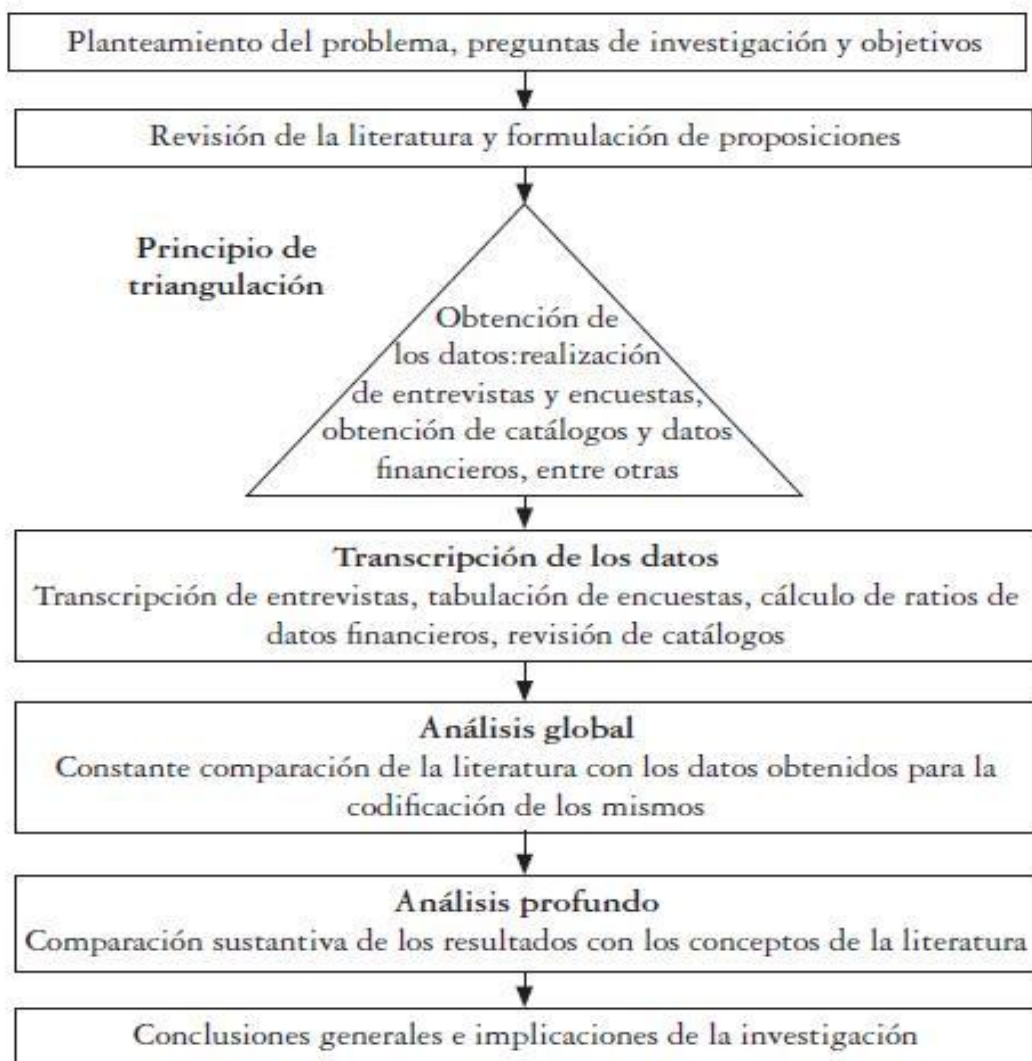
En la misma línea Martínez (2006) establece que antes de iniciar la fase de investigación empírica los datos deben especificar las principales tareas que han de realizarse. Esto implica, definir los mecanismos para obtener acceso a las organizaciones e informantes clave, establecer suficientes instrumentos para responder a situaciones imprevisibles que puedan presentarse en el campo, contar con un esquema y un cronograma de las actividades que deben ser realizadas durante la obtención de evidencia y preparar al equipo para responder a situaciones no previstas.

Por lo tanto es relevante tomar en consideración los siguientes riesgos: la posibilidad de confusión al obtener evidencia similar de diversas fuentes mediante al uso de distintas técnicas, desaprovechar oportunidades inesperadas si no se tiene la capacidad de respuesta y flexibilidad, finalmente el riesgo de que el investigador se pierda ante las

múltiples opciones que se presentan en la fase de trabajo de campo y que no se obtenga la información relevante para el estudio que se desea realizar.

El en cuadro 20 se presenta un esquema de los aspectos de metodología planteados por Shaw (1999) y Martínez (2006).

Cuadro 20: Procedimiento metodológico de la investigación



Fuente: Adaptado de Martínez (2006), con base Shaw (1999)

2.3) Medición de las variables

La metodología cualitativa para el estudio de casos, dificulta la medición de variables. Por lo tanto es relevante buscar un método para la medición de los datos recolectados y la fundamentación de las conclusiones.

Las investigaciones empíricas, se ocupan de establecer las relaciones entre las variables. (Ryan *et al.*, 2004).

Las variables consideradas en el trabajo empírico se pueden dicotomizar como variables dependientes o independientes. La variable independiente es la variable manipulada por el investigador, es el efecto de esta variable lo que el investigador estudia. La variable dependiente mide la respuesta a la manipulación de la variable independiente. Por lo tanto el investigador estará interesado en medir el impacto de los cambios de la variable dependiente sobre la variable independiente. (Ryan *et al.*, 2004).

A menudo se requiere de un sistema estándar para poder medir las variables, a los efectos de guiar la investigación.

Cuando una variable se puede medir con un sistema en el que tanto la magnitud escalar como el referente están estandarizados, se define como una variable cuantitativa. Por el contrario una variable cualitativa es aquella en la que sólo la magnitud escalar está estandarizada (potencialmente, solo del modo informal). (Ryan *et al.*, 2004).

La investigación se desarrolla comenzando con entrevistas a los expertos del mercado TIC en Uruguay sobre las variables que ellos toman en cuenta a la hora de invertir o incubar a un nuevo proyecto. De la información obtenida se formulan diez proposiciones que son puestas a prueba en ocho empresas que son o fueron emprendimientos.

2.4) Visión de los expertos en el mercado emprendedor en Uruguay

En este apartado se presentan las distintas visiones de referentes del mercado emprendedor desde la perspectiva de quienes apoyan y fomentan el emprendedurismo en Uruguay así como también quienes invierten en empresas *startup*. Se busca identificar las variables que ellos consideran relevantes a la hora de apoyar o invertir en un proyecto.

CIE – Universidad ORT Uruguay - Enrique Topolansky

En primera instancia Topolansky se identifica como inversor ángel y describe algunas características de los mismos “...los inversores ángeles somos gente que nos gusta el mundo emprendedor y que hemos sido emprendedores toda la vida. Yo he tenido casi tantas empresas como años tengo, lo hago porque me apasiona”.

Entiende que los inversores ángeles cuando invierten en un proyecto lo hacen porque la persona les da confianza y les gustó la idea. Topolansky afirma “...el día que se da la plata a los emprendedores debe asumirse que la misma ya está perdida. Hasta el día de hoy no he tenido ningún retorno en ninguna inversión de las que hice. No soy un inversor racional. En tecnología que hace años que estoy, invertí 8 veces y ninguna me ha dado retorno”.

En cuanto a las características de los inversores ángeles en Uruguay, Topolansky comenta, “...por suerte ha pasado que muchos emprendedores se han vuelto millonarios y ellos invierten. Saben hoy por hoy como es este negocio. Un inversor ángel dice yo tengo 10, bueno pero de estos 10, a mí un 1% no me molesta jugármelo. Entonces si viene gente con la cual me siento identificado y veo que tiene potencial, entonces invierto”.

En lo referente al porcentaje de participación que el emprendedor debe ceder a cambio de la inversión recibida, la opinión de Topolansky es, “...a los emprendedores no se los puede comprar con la plata, los emprendedores quieren poder llevar adelante su idea,

por eso los porcentajes que venden en una primera ronda tienden a ser bajos entre un 5% o un 10% de la compañía”.

A la hora de determinar en qué proyecto invertir se deben analizar algunos aspectos. En primer lugar hay mucho de afinidad entre el inversor y el emprendedor. Topolansky afirma al respecto “...yo en todos los proyectos que invierto conozco a las personas desde hace tiempo. Se lo que han hecho, en qué les ha ido mal y en qué les ha ido bien”.

Otro aspecto a tener en cuenta es el equipo que hay detrás del proyecto sobre el cual se pretende invertir.

Finalmente, es importante tener en cuenta la actitud que ha tenido el emprendedor hacia su proyecto en cuanto al compromiso que ha manifestado por el mismo. Topolansky comenta: “... ¿Qué hicieron hasta ahora? ¿Cuánto quemaron de su patrimonio, de sus pestañas y de su tiempo. ¿Qué tan comprometidos están con lo que están haciendo?”.

En resumen estos aspectos son relevantes a la hora de aceptar o descartar un proyecto, analizándolos para los proyectos que surgen se pueden eliminar la mayoría e identificar los valiosos.

ThalesLab - Sylvia Chebi

Sylvia Chebi define una *startup* de la siguiente manera: “...una *startup* es hacer las cosas de manera diferente”.

A su vez afirma que éstas empresas se financian principalmente por tres vías, inicialmente los FFF, inversores ángeles y luego rondas de capital.

En cuanto a los grupos de inversores ángeles, estos invierten en varias compañías. Según Chebi: “...invierten en 100 compañías, de las cuales 90 pierden todo, 8 más o menos, 1o multiplica por 10 y esperan que 1 multiplique por 100 o por 1000 y así recuperan”.

Luego de los inversores entran las rondas de capital de riesgo con la esperanza de un día hacer un *exit*, salida a bolsa, o que los adquiriera alguna empresa más grande.

Chebi afirma que “...en la etapa inicial lo que se valúa es el potencial, no hay métodos. Lo que vale es un poco la idea y el equipo. Se contempla la pasión del emprendedor; que sepa del tema sobre el cual pretende emprender. Otro aspecto fundamental es la capacidad de ejecución y de llevar a cabo el proyecto, que la persona sea flexible con su idea para poder ir la adaptando. Finalmente se trata de identificar cual es el mercado para el problema que está resolviendo el emprendedor con su idea. Es mejor tener un mercado chico pero ser altamente relevante en ese mercado”.

El emprendedor debe conocer el mercado objetivo, y saber si es un mercado en crecimiento. Como se mencionó inicialmente el inversor busca medir el potencial, y en este aspecto el riesgo es enorme. Se busca medir cuánto puede llegar a valer, cuánto puede llegar a crecer y si hay o no competencia entre otros aspectos.

La inversión ángel implica principalmente mentoreo, se va siguiendo asiduamente como va creciendo la empresa. Chebi al respecto comenta “...nosotros una vez por semana tenemos reuniones. Como lo que apoyamos son emprendimientos tecnológicos en etapa temprana, lo que hacemos es exigir que tenga un socio tecnológico, que programe, que no lo sienta como un trabajo”.

Lo que más vale en una *startup* de tecnología es la tracción, que es el número de usuarios activos, que usen la aplicación y que estén constantemente usándola y el crecimiento. Se puede tener tracción y no tener ingresos, la tracción se puede medir en usuarios, pero el usuario no necesariamente es el cliente, cliente es el que paga. Por ejemplo en el caso de facebook, usuarios son todos los que tienen perfiles, clientes son los que pagan por publicidad.

Vale más una *startup* que tiene a alguien que está pagando que una que no tiene a nadie que pague, debido a que la que ya tiene un cliente validó que hay alguien que está dispuesto a pagar por lo que la empresa ofrece. Sylvia Chebi dice: “... lo mejor es tener un prototipo, mostrarlo, que la gente lo use. Entonces si ya hay un prototipo, que ya lo validaron con usuarios o clientes, vale mucho más que si está todo en papel”.

Otro aspecto muy relevante es la propiedad intelectual, sí hay cosas patentables que se puedan proteger. Y en caso de haber, identificar si la propiedad intelectual es toda del emprendedor.

Según Chebi la suerte es componente importante en toda *startup*. En relación establece: “...la fórmula mágica de cuánto vale una *startup* o cual es la probabilidad de éxito, es la multiplicación de estos factores: pasión, producto, ejecución, equipo y suerte”.

(PASION x PRODUCTO x EJECUCION x EQUIPO x IDEA) x SUERTE

Chebi agrega “...si en los emprendedores no hay pasión, es muy probable que abandonen a medida que van surgiendo adversidades. A su vez tiene que haber un buen producto, o sea un mínimo producto viable que pueda ser sacado al mercado con dos o tres opciones y el propio mercado lo va perfeccionando. Por otro lado el equipo debe contar con capacidad de ejecución para ir resolviendo los problemas que van surgiendo y salir adelante con su proyecto”.

El equipo debe estar conformado por personas con objetivos alineados, y roles claramente definidos. Como fue mencionado anteriormente el factor suerte es muy importante, pero como decía Chebi “... a la suerte hay que ayudarla”.

La idea es importante, luego con el paso del tiempo va cambiando.

Si uno de estos factores es cero, la ecuación daría cero. Por lo tanto se requiere de todos ellos para el éxito de una *startup*.

En general los inversores no buscan un mayor porcentaje de participación, sino que buscan tener un porcentaje que no desmotive al emprendedor, para que este continúe enfocado en la empresa.

Es importante que el inversor y el emprendedor compartan los valores fundamentales; por ejemplo hay inversores que son muy exigentes, piden reportes y otras cosas y no dejan trabajar al emprendedor, cerró Chebi.

Co-Work - Mario Sánchez

Inicialmente cabe destacar que como inversor es importante el conocimiento del negocio de la *startup*. Al respecto Sanchez decía: "...yo tengo experiencia en *software*, no es lo mismo para mi invertir en empresas de ese rubro que de repente invertir en una empresa de dulces. El conocimiento da más seguridad".

Otro aspecto relevante es el tamaño del mercado objetivo. Una buena idea en un mercado pequeño tiene menos probabilidad de éxito que una a idea en un mercado gigantesco. En un mercado grande, si se obtiene el 0,5% del mercado es bueno.

La escalabilidad constituye otro factor muy importante, si es globalizable o replicable. Sanchez establece, "...si es por ejemplo una *app* que se puede subir al *appstore* y la gente lo puede descargar el mercado es el mundo, y en ese sentido es más atractiva esa empresa".

Finalmente pero no menos importante es relevante el *feeling* con el emprendedor. La evaluación del emprendedor es fundamental y es lo que termina convenciendo o no. Generalmente lo que termina sucediendo es que los números no dan de acuerdo a lo esperado, entonces van surgiendo obstáculos y los emprendedores tienen que pivotear (cambiar la idea), o reformular el plan comercial y cambiar la estrategia.

Esto puede hacerse cuando el emprendedor tiene pasta de emprendedor y de asumir los desafíos. Sanchez decía en relación a la etapa de conocimiento con los emprendedores: "...le preguntas, ¿qué hiciste antes?, ¿trabajaste antes?, ¿qué hace tu familia?, ¿tenes novia?, ¿te vas a casar?, ¿por qué no te vas para Estados Unidos?; todo un montón de cosas subjetivas que te pintan la personalidad del tipo. Esto permite conocer a la persona y ver si de verdad va resistir la crisis del emprendedurismo, emprender es como una montaña rusa constante, se vive constantemente entre el éxito, la euforia y la depresión"

Esta particularidad de los nuevos emprendimientos, hace por ejemplo que los grupos se desmiembren. Sanchez decía: "...vienen con una idea y son 4 o 5 integrantes. Tienes que indagar cual es el dueño de la idea, cual es el que va a seguir, 4 o 5 no aguantan un año, o un año y medio. Se convierte en un sube y baja de problemas porque uno tiene novia y está con planes para casarse y se empiezan a generar conflictos internos porque están en diferentes proyectos de vida. Sucede que no todos están con el mismo amor hacia el proyecto y se van diluyendo".

Son muy importantes las historias anteriores de los emprendedores, si han tenido emprendimientos anteriores, si han tenido fracasos. Sanchez explica: "...muchas veces en Uruguay tenemos la cultura de ocultar los fracasos; en Estados Unidos en determinados lugares como *Silicon Valley* para tomar un CEO de una empresa de estas características quieren saber cuántas veces metió la pata antes, para ver si sabe dónde se va a equivocar o donde no se va a equivocar, que va a saber prever, etc."

En Uruguay los inversores ángeles son muy pocos, y aún muy desconfiados; y sobre todo inversores que inviertan en empresas de tecnologías. Terminan siendo inversores que vienen del ramo. Sanchez afirmaba: "...pertenezco a una asociación de empresarios; les he presentado emprendimientos en los cuales yo estaba dispuesto a invertir. Revisaron para arriba y para abajo y terminaron no invirtiendo en ninguno. Y me llegan propuestas para invertir en un edificio, en ganado, lo tradicional, lo que ven más seguro. Invertir en *startups* es muy difícil para mucha gente, generalmente no tienes retorno enseguida".

Endeavor - Joaquín Morixe

Según Morixe, un emprendedor que recién comienza y está buscando entre USD 30.000 y USD 50.000 tiene que venderse, es decir tiene que mostrar que tiene pasión, que está convencido de lo que puede lograr, que tiene capacidad de ejecución, de liderazgo. Es importante mostrar que el modelo de negocio es realmente loggable, que tiene potencial y que el producto o servicio es realmente escalable.

En esta primera etapa los inversores van a invertir más por lo que les pueda transmitir la persona que por el proyecto en sí mismo. A medida que se va avanzando en el proyecto, los requerimientos de capital son mayores y por lo tanto se empieza a evaluar más la potencialidad de la empresa de generar beneficios económicos futuros.

Morixe establece, "...en las primeras etapas hay un componente de riesgo. Hay cosas que el inversor no puede ver. Lo que se evalúa es la persona, lo convencido que está, la pasión que tiene. Los inversores tratan de refutarle sus ideas todo el tiempo para ver cuando logran quebrarlo. Cuando ven que a la persona no la quiebran con nada en ese van a invertir, piensan este tipo es el que va a defender mi plata".

Morixe continúa, "...en la etapa inicial del emprendimiento el líder es el emprendedor, pero a medida que se van superando etapas y la compañía comienza a pasar de un emprendimiento a una pequeña empresa, a una empresa, a una corporación, hasta convertirse en una empresa que cotiza en la bolsa de Estados Unidos el emprendedor pierde un poco la relevancia que tenía en las primeras etapas. Como es el caso de Steve Jobs que en su momento lo despiden de la empresa porque entendían que no era el líder necesario para la etapa en la que estaba la empresa".

En las etapas más maduras el emprendedor no va a ser siempre el mejor líder para la empresa. Contrariamente en las primeras etapas no va a haber nadie que crea mejor y que busque mejor el logro del emprendimiento que el emprendedor.

En cuanto al emprendimiento lo que mira el inversor es que sea un emprendimiento probado y que tenga desempeño futuro. Cuanto mayor madurez tenga el proyecto mayor probabilidad de obtener financiamiento va tener. Moixe afirma "...no es lo mismo solicitar capital diciendo que vende X cantidad en el año 1, que buscar capital con una planilla de Excel con una estimación de un negocio que aún no comenzó".

Los aspectos que usualmente mira un inversor según Morixe son: si el proyecto es escalable, si el proyecto es innovador, y puntualmente en proyectos de tecnología se mira el momento. En empresas tecnológicas el momento en que se desarrolla el proyecto es clave.

Algo muy importante es que el emprendedor se mide cuando ejecuta, el gran valor del emprendedor es la capacidad de lograr el proyecto, si el emprendedor está lleno de buenas ideas que quedan en el camino no resulta atractivo.

2.5) Proposiciones de estudio

Las proposiciones derivadas de la información obtenida de los expertos de mercado a ser sometidas a estudio son las siguientes:

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

2.6) Análisis de las *startup* de tecnología uruguayas

2.6.1) Análisis de casos

A continuación se analizan las respuestas obtenidas a las proposiciones detalladas en el apartado anterior para ocho *startups* en Uruguay.

2.6.1.1) Reservateloapp.com



ReservaTelo es la una aplicación para reservar hoteles de alta rotatividad en tiempo real de forma segura, anónima y gratuita.

Inicio de actividad	Marzo 2016
Fundadores	Victoria Ortíz, Victoria Suárez y Ximena Genta
Incubados	Da Vinci Labs
Operaciones	- 3.500 descargas de la App por mes - 60% de los moteles operan con la App.
Cantidad de personas involucradas	5
Ventas	- 43.000 reservas efectivas por mes.
Misión	Promover positivamente la imagen de los moteles y atraer al público más joven con una comunicación nueva, fresca y sobre todo atractiva, que convierta el tema en algo interesante para el usuario.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Se cumple.

Victoria Ortiz cofundadora manifiesta: “...en una primera instancia nos financiamos con fondos propios que teníamos ahorrados y después obtuvimos financiación de la ANII que aportó USD 25.000”.

Tal como menciona Pontet (2014), los emprendedores en etapas tempranas se financian con ahorros personales y financiamiento de allegados (*Founders Friends and Family*), préstamos bancarios, tarjetas de crédito, capital provenientes de organizaciones e instituciones orientadas a promover el desarrollo de emprendedores, el capital semilla y las inversiones ángeles entre otros. Por esta razón la propuesta 1 para el caso Reservatelo se cumple.

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

No se cumple.

Ortiz afirma: “...para un inversor un 70% o un 80% vale el equipo, y lo otro es la idea. A veces la misma idea puesta por dos equipos diferentes vale distinto”.

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

No se cumple.

Victoria Suarez cofundadora expresa: “...de tecnología si bien ninguna sabe desarrollar código nos revolvemos. Como ninguna de las tres desarrolla tuvimos que tercerizar esa parte de tecnología. En realidad fue un poco de trabajo en equipo porque nosotras ya habíamos adquirido mucho conocimiento de la primera etapa, del negocio de los moteles y se tuvo que traducir todo a producto. Tenemos la capacidad de aprendizaje y

de volcarlo a la práctica en el momento. Vicky trabajó un tiempo en agencias del medio, y eso nos ayudó bastante con el tema del relacionamiento, los contactos, etc”.

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple

Según Suarez: “...cuando nos postulamos en la ANII, ganamos los USD 25.000. Presentamos proyecciones, planes de negocio pero sobre todo lo que más importa es que sea escalable. Porque Uruguay es un mercado muy chico, es más validación que otra cosa. Si funciona en Uruguay puede funcionar en otros lados, en los lugares que haya moteles, más bien Latinoamérica, Corea y Japón...”

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

No se cumple.

En este caso no se cumple la proposición ya que ninguno de los miembros había tenido un emprendimiento anteriormente.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Ortiz comenta: “...a veces lo que pasa con la inversión acá es que no entienden que si a vos te atan mucho, te están matando a vos y están matando al negocio. Sin emprendedores no hay negocio. Hay que ir viendo la salud de la empresa y tratar de ser justos. En estas primeras etapas hay que cuidar cuanto das, y cuanto resignas de tu parte. Los inversores saben de la necesidad de los emprendedores y juegan con eso; pero hay que poner cara de póker y negociar. Por eso es fundamental que te lleves bien con el inversor, que vos lo entiendas y que él te entienda a vos”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Ortiz afirma, "...en un principio nos dedicábamos *part time* al desarrollo del negocio pero para poder llevar adelante la idea es indispensable la dedicación *full time*".

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Ortiz expresa: "... hay 21 moteles en Montevideo, con una rotatividad de 3.500 parejas por mes aproximadamente. Ahora está cayendo. A nosotros en realidad nos sirvió porque los que están con nosotros crecieron, entonces validamos que realmente el rubro necesitaba un cambio".

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se cumple.

En cuanto a esta proposición Suarez expresa: "...nos gustaría que en caso de tener un inversor este participara de la gestión de negocio, que el inversor pueda involucrarse, que sea como un mentor. Al final es mucho más fácil para la relación. Cuanto más entienda y más se involucre en el rubro mejor. Queremos un socio tecnológico, que pueda desarrollar el sistema, que entienda y que a su vez se comprometa con el trabajo. Que esté dispuesto a involucrarse y meter horas. Es vital contar con alguien así dentro de la empresa, si querés crecer no puedes depender de alguien que arriende el servicio que solo esté disponible de lunes a viernes. La plataforma tiene que andar para que funcione el negocio".

Sanchez al respecto afirma, "...yo en todos los proyectos que invierto conozco a las personas desde hace tiempo. Se lo que han hecho, en qué les ha ido mal y en qué les ha ido bien".

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Ortiz respecto a esta proposición afirma: "...Reservatelo empieza originalmente como una idea para una marca de preservativos, una acción digital como una campaña publicitaria, y terminó siendo una aplicación para reservar moteles. Con el modelo de negocio que teníamos, cambiamos, pivoteamos hasta que el producto rinda de acuerdo al modelo de negocio que queremos desarrollar"

Sánchez experto perteneciente a Co-Work entiende que cuando las cosas no se dan como el emprendedor espera, éste tiene que tener la capacidad de pivotear, reformular el plan comercial y cambiar la estrategia.



2.6.1.2) gpsgay.com

GPS GAY es una plataforma uruguaya especialmente diseñada para la comunidad gay. Es la mayor comunidad online LGBT de Latinoamérica y ya se están extendiendo al resto del mundo. Cuentan con todo lo que la comunidad gay requiere en un solo lugar: mapa con geolocalización para ver usuarios cercanos así como los lugares y eventos gay de cada ciudad, salas de chat, películas y series de temática LGBT, artículos de interés, últimas noticias, juegos y más.

Inicio de actividad	Setiembre 2013
Fundadores	Rosario Monteverde y Magdalena Rodriguez
Incubados	Ingenio
Operaciones	- 500.000 usuarios operan en 2016
Cantidad de personas involucradas	10
Misión	Ser un orientador a la hora de elegir un hotel o un boliche de tipo <i>gay-friendly</i> . Promover el intercambio de información y dar un rol activo al usuario permitiendo que opine de los lugares.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Se cumple.

Rosario Monteverde quien es cofundadora de esta empresa expresa "... GPS empezó en setiembre de 2013 formalmente, que fue cuando recibimos inversión y la empezamos a armar más o menos un año antes. Yo estaba haciendo el MBA en la ORT y fue como una especie de *spin-off*. Lo hicimos con ayuda de unos chicos de Pro y principalmente mi socia y yo. Después cuando conseguimos inversión formalmente nos dedicamos a eso".

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Se Cumple parcialmente.

Según Monteverde “...Presentamos nuestra idea en el CIE y ahí hay un panel de gente que decide si quedas o no. En ese panel estaba Martín Naor que le gustó el proyecto, que la conocía a mi socia de la CUTI y el básicamente fue el que lideró la ronda. Es decir que si bien la idea era buena, influyeron otras cosas. La inversión se llevo a cabo primero porque teníamos un plan de negocios que lo tenes que tener porque cuando vas a hablar con una persona, esta tiene que saber que vos te preocupaste en entender las mil y una cosas que pueden haber en el tema”.

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se cumple.

Monteverde afirma “...En cuanto al conocimiento técnico de los miembros, yo soy ingeniera en comunicación mi socia es licenciada en diseño gráfico, tenemos la empresa que se dedica a hacer cosas relacionadas al marketing *online* hace muchos años.

Aparte de tener los conocimientos técnicos, nosotras habíamos creado antes de empezar con Pro una red que se llamaba gays y lesbianas del Uruguay que siempre fue sin fines de lucro y era un portal que también tenía noticias, tenía un chat y alguna cosa más entonces teníamos como una experiencia de haber hecho algo, pero al ser una cosa sin fines de lucro realmente le dedicamos poco tiempo. Al hacer el Master se nos ocurrió ver cómo podíamos capitalizar esto y entonces surgió GPS GAY que recoge la experiencia que teníamos de ahí y la aprovechamos”.

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple.

“... arrancamos con un mercado que al principio pensamos que iba a ser el de América Latina, que es el que nos hemos concentrado hasta ahora. Estamos con la idea de seguir profundizando en este mercado y moverlo un poco a EEUU” expresa Monteverde.

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

Se cumple.

En cuanto a esta proposición Monteverde afirma: “...en nuestro caso con mi socia es nuestro segundo emprendimiento. El primero fue Pro-Interacional que es una empresa de servicios web, básicamente hacemos sitios para pequeñas y medianas empresas así como también para empresas estatales. También hacemos marketing online y desarrollo de *apps*. Esta empresa tiene hoy por hoy casi diez años en el mercado”.

Al respecto Monteverde agrega, “...en cuanto a la obtención de financiamiento, nosotras conocíamos gente por nuestra experiencia anterior y básicamente lo que hicimos fue comentar que estábamos buscando inversores interesados en invertir en esto”.

En referencia a esta proposición Sánchez, uno de los expertos consultados, explicita que la experiencia previa del emprendedor es uno de los aspectos principales a tener en cuenta ya que entiende que de las experiencias anteriores se aprende mucho sobre todo de los fracasos. Si bien en el caso de Monteverde el emprendimiento que tuvieron anteriormente fue exitoso, se entiende que este hecho las favoreció a la hora de conseguir inversión.

Para reafirmar esto Topolansky afirma que él invierte en emprendimientos en los que conoce a los emprendedores y sabe cuál fue su trayectoria.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Monteverde explica "... lo que los inversores ven es: ¿esta persona está dispuesta a jugarse todo, a hacer todo lo que tenga que hacer para que esto funcione? ¿Me cae bien? Porque en definitiva yo voy a convivir con esa persona. Nuestros inversores saben que estamos haciendo todo lo posible para que las cosas funcionen de la mejor manera que pueda ser y que nos estamos jugando todo y eso lo ven".

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Según Monteverde "... Cuando decidimos hacer GPS, antes de tener inversión estábamos dedicadas un 70-30 yo tenía que apagar incendios en Pro pero como estábamos con la idea de que teníamos que salir a buscar inversión habíamos formado un equipo como para que pudiera encargarse de las cosas y realmente poder dedicarle tiempo a la plataforma que nos llevo unos cuantos meses porque éramos dos personas. En nuestro caso lo que nos ayudo fue el *track record*. El inversor tiene que ver que vos estas poniendo cosas tuyas para el proyecto no solo que le pedís la plata y ta."

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Para Monteverde: "... cuando salimos a buscar inversión lo que teníamos era un interés detectado del mercado porque conocíamos gays y lesbianas del Uruguay porque teníamos ya en el entorno de cinco mil personas que se habían anotado para probarlo con una *landing* que habíamos hecho y teníamos la plataforma en un 90% armada".

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se cumple.

Monteverde expresa: “...nosotros lo que buscábamos no era solo que pusieran plata sino tener gente que nos pudiera contactar que nos ayudara a seguir el camino y hacerlo bien”.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Según Monteverde, “...la idea original que teníamos era solucionar el problema que teníamos detectado que era el relacionado con el turismo, una beta que nos parecía muy buena. Eso fue lo que pensamos en un principio que iba a andar bien y al final ahora vimos que interesa mucho la parte de red social y eso. Fue cambiando, en un momento incluso teníamos unos juegos que no funcionaron y los sacamos. El proyecto muchas veces cambia un poquito y los emprendedores tienen que estar dispuestos a escuchar y tener flexibilidad”.



2.6.1.3) rural.com.uy

Rural es una aplicación que brinda al productor rural toda la información acerca de negocios rurales. Cuenta con resumen de noticias, información de mercados, agenda de escritorios y listado de remates, entre otros servicios que brinda.

Inicio de actividad	Agosto 2015
Fundadores	Mateo Capdevielle
Incubados	CIE Universidad ORT Uruguay
Operaciones	<ul style="list-style-type: none">- 3.000 visitas mensuales- 210 empresas- 724 remates
Cantidad de personas involucradas	3
Misión	<p>Brindarle una salida online a todos los escritorios rurales del país, posibilitándole llevar su mercado a todo el territorio nacional. Con la tecnología a nuestro favor, ya contamos con más de 50 escritorios trabajando con nosotros.</p> <p>Para los productores la misión es brindarles tecnología y ponerla a trabajar para ellos, acercándole así toda la información de la manera más simple posible.</p>

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Se cumple.

Según Capdevielle “...La primer financiación fue el egreso de mi trabajo anterior, el apoyo económico de mis dos socios y mis ahorros. Actualmente tenemos aprobados los fondos ANII con lo que pensamos hacer difusión del proyecto”.

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Se cumple parcialmente.

Capdevielle comenta, “...Siempre quise hacer algo con el campo, el dominio rural lo adquirí en el año 2011 sin saber bien que es lo que iba a hacer, hasta que un día asistí a un remate acompañando a mi padre y observé que todos los productores estaban con celulares con *whatsapp*, *Facebook* y así surgió la primer idea. Si bien la idea era muy buena creo que lo que Ignacio vio era que yo era capaz de llevarla a cabo con éxito”. afirma Capdevielle.

Según Chebi “...los emprendedores creen que su idea vale millones y los inversores retrucan que no tienen nada ya que la idea no vale nada por sí sola”. Por el contrario el resto de los expertos entrevistados entienden que la idea es importante pero que no es lo fundamental.

Por estas razones se entiende que la propuesta se cumple parcialmente ya que Capdevielle afirma en su declaración que si bien la idea fue importante, lo que vio el inversor en el fue la capacidad de llevarla a cabo.

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se cumple.

Al respecto Capdevielle comenta, "... yo creo que una de las características fundamentales que vio Ignacio en mi a la hora de invertir es la conjunción de ser programador y productor rural a la vez".

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple.

Capdevielle comenta: "...Uruguay lo utilizamos como una prueba antes de salir a provincias de Argentina o Brasil, el objetivo de corto plazo es tener como mínimo un escritorio en cada departamento del país para que tenga valor para todos los productores. A agosto del año 2017 salir a Paraguay o Argentina, en el caso de Paraguay se tiene la ventaja de que es un mercado muy similar al Uruguayo".

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

No se cumple.

Capdevielle afirma, "... este es mi primer emprendimiento, si bien siempre estuve relacionado con el campo ya que soy productor rural y analista programador nunca había desarrollado un emprendimiento".

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Según Capdevielle, “... creo que el inversor lo que vio en mi fue la fuerza, el empuje y la pasión con la que llevo adelante este proyecto. Eso le cayó bien y ahí congeniamos, además que somos los dos de Salto”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Capdevielle responde, “... cuando empecé a desarrollar el negocio dejé de trabajar donde estaba y me dediqué *full time* a llevar adelante este proyecto”.

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Capdevielle desarrolla “...Uruguay lo utilizamos como una prueba antes de salir a provincias de Argentina o Brasil, el objetivo de corto plazo es tener como mínimo un escritorio en cada departamento del país para que tenga valor para todos los productores”.

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se cumple.

Al respecto Capdevielle dice, “...para la internacionalización pienso recurrir a obtener capital de otro inversor, no solo dinero sino que también valoraré que sea alguien que se mueva en el entorno del agro o tenga contactos, más que nada porque en esto del agro el círculo social es muy cerrado”.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Capdevielle afirma “... la idea comenzó con los remates, ahora ya estamos con la comercialización de ganado y más adelante con la oferta de los campos. En realidad no cambio mucho de la idea original pero fuimos agregando ofertas y nos fuimos adaptando a los requerimientos de los clientes”.



2.6.1.4) wupiti.com

Wupiti! era una aplicación de celulares que brindaba descuentos, beneficios o regalos por el simple hecho de compartir tu compra con tus amigos en una red social.

Inicio de actividad	Diciembre 2013
Fundadores	Esteban Siniscalco y Martín Gorlero
Incubados	CIE Universidad ORT Uruguay
Operaciones	N/A
Cantidad de personas involucradas	2
Misión	Lograr esa expresión de alegría que dices al conseguir algo con un descuento, beneficio u obtener un regalo.

Si bien al momento de la realización del presente trabajo la empresa ya había dejado de operar en el mercado, se identifica como trabajo válido a los efectos del presente estudio y se incluye en el análisis.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

No se cumple.

Según Siniscalco: "... fuimos apoyados por el CIE de la Universidad ORT, después fuimos apoyados por la ANII y conseguimos capital inversor. Conseguimos inversores que nos dijeron que con U\$S 25.000 no íbamos a poder hacer nada y que lo mínimo que necesitábamos conseguir eran U\$S 75.000, debíamos conseguir los U\$S 25.000 que estábamos buscando y ellos pondrían los U\$S 50.000 restantes. Los U\$S 25.000 los puso la ANII y el resto los inversores".

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Se cumple parcialmente.

Siniscalco comenta, "... una buena idea mal ejecutada le va a ir mal, una idea mediocre bien ejecutada tiene más chances, entonces depende de cómo ejecutes la idea. El equipo emprendedor en ese aspecto es importante y no tanto la idea. El inversor no va a invertir en una empresa por más genial que sea la idea si el equipo no es bueno".

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se cumple.

Siniscalco respecto a esta proposición afirma, "... nosotros éramos un equipo en el que yo venía con experiencia de operaciones y experiencia en la parte comercial y mi socio tenía experiencia en la parte técnica. Entonces armamos un equipo interesante que si bien no abarcábamos todo el espectro del *core* nuestro, teníamos las cualidades para hacerlo".

Esta proposición surge de la afirmación de Chebi, "...se contempla la pasión del emprendedor; que sepa del tema sobre el cual pretende emprender". Por otra parte Morixe comenta que en las etapas iniciales existe un componente de riesgo grande y que por tanto los inversores van a pretender que el emprendedor conozca todas o la mayoría de las fortalezas y debilidades a las que se puede enfrentar.

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple.

Según Siniscalco "... nosotros nos queríamos probar acá en Uruguay e internacionalizarnos y eso nos ayudó a tener inversión".

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

Se cumple.

Siniscalco aporta “...los emprendedores más jóvenes por lo general se enfocan en la parte más técnica y tienen menos experiencia de haber tenido otro proyecto con el que hayan aprendido”.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Siniscalco indica “... el inversor básicamente te da la plata y queda entregado a tu buen accionar, es una cuestión de confianza, por eso levantar plata no es fácil y lleva tiempo que el emprendedor conozca al inversor y viceversa. Es una cuestión de piel”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Siniscalco expresa “... un inversor no va a invertir en un proyecto en el que no tenga un emprendedor trabajando *full time* en eso. No significa que uno tenga que llegar a la instancia de inversión trabajando *full time*, es que si consigo la inversión dejen mi trabajo y me dedico 100% al proyecto. El 90% de las empresas que no tienen a alguien trabajando *full time* fracasa entre el primer y segundo año”.

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Siniscalco comenta "... cuando ya estas buscando inversión en la etapa siguiente a la incubación, los inversores quieren que por lo menos hayas vendido un dólar que haya alguien que pague por el producto o servicio".

Para la realización de esta proposición fueron tenidas en cuenta las palabras de Chebi y Morixe. Chebi afirma "... lo mejor es tener un prototipo, mostrarlo, que la gente lo use. Entonces si ya hay un prototipo, que ya lo validaron con usuarios o clientes, vale mucho más que si está todo en papel".

Por otra parte Moixe asevera "...no es lo mismo solicitar capital diciendo que vende X cantidad en el año 1, que buscar capital con una planilla de Excel con una estimación de un negocio que aún no comenzó".

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se cumple.

Siniscalco al respecto afirma "...cuando nos aceptaron en el CIE fue como una validación del modelo, pero además tuvimos acceso a un mentor, el CEO de Infocorp, Martín Naor, que tenía una visión espectacular y que nos permitió mejorar muchas cosas. Esto fue de mucho valor para nosotros".

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Siniscalco afirma “... un emprendimiento empieza yendo para allá, pivotea después va para acá después pivotea de vuelta y termina yendo para allá, esto es muy dinámico y el inversor lo que ve es que el equipo se adapta a esos cambios, que el equipo sea consciente y sea capaz de ver que algo no va bien y decir che pará ojo por acá no es el camino, vamos por otro lado y que no le tenga miedo al cambio, que sea pro a eso”

2.6.1.5) woow.com.uy



Woow es la tienda on line más grande del país.

Inicio de actividad	2006
Fundadores	Leonardo Silveira, Martin Larre, Martin Guira
Incubados	CIE Universidad ORT Uruguay
Operaciones	Mas de 400.000 por mes
Cantidad de personas involucradas	160
Misión	Nuestro norte es que todas las personas en Uruguay, cada vez que quieran comprar algo para la casa, hacer algún servicio para entretenerse, salir a comer, ir al teatro, la peluquería o viajar, piensen en Woow. Estamos convencidos que podemos dar un servicio como el de Amazon. Que si la persona quiere un cuchillo para cocinar hoy de noche, pueda entrar en woow y comprarlo para hoy de noche y que le llegue.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Se cumple.

Leonardo Silveira expresa: “...nos hicieron una nota en el observador, salió la nota publicada, pusimos los celulares por gusto por si le interesamos a algún inversor. Nos llamaron tres inversores, e hicimos una ronda de reuniones con cada uno y conseguimos el financiamiento. Esa primera ronda semilla, la cerramos en una semana y media, dos semanas. El aporte en efectivo fue muy chico, era para pagar las cuentas muy cortitas.”

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Se cumple.

Silveira afirma "... la idea era súper innovadora. Era un concepto que pegó tan fuerte, nos juntamos desconocidos a comprar todos juntos y tendríamos que conseguir buen precio".

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

No se cumple.

Referente a esto Silveira comenta, "...yo estudiaba Licenciatura en Gerencia y Administración. Me hice muy amigo de un compañero de facultad. Yo trabajaba en un banco, vengo del palo financiero. Llego un momento que me salió el bichito emprendedor. Estaba muy limitado en las cosas que podía hacer y renuncié, me fui de viaje y a la vuelta le dije a mi amigo arranquemos algo porque quiero hacer algo por mi cuenta".

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

No se cumple.

Silveira al respecto comenta "...a los seis meses de haber lanzado abrimos en Ecuador pero finalmente cerramos. Por ahora no tenemos pensado expandirnos, estamos más bien concentrados en Uruguay. El mercado en Uruguay en algún momento se acota, pero somos una empresa que no quiere conquistar el mundo. Nos sentimos más cómodos con ser una empresa rentable, con una gestión de alto nivel, nos preocupamos mucho por estar capacitándonos, hacemos trabajo de gestión, trabajo de equipo, planificación estratégica, tenemos un gobierno corporativo bien formado, tenemos un directorio de primer nivel".

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

No se cumple.

Silveira expresa “...arrancamos cuando yo tenía 23. En el medio del emprendimiento llego un momento que ya no teníamos más plata. Mi amigo tampoco estaba para pedirle plata a los padres, entonces empezamos a vender vajilla por mercado libre”.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Silveira establece: “...a cambio del aporte les dimos a los inversores participación en la empresa. Fue bastante la participación pero valió la pena. Fuimos poco celosos, el razonamiento que hicimos fue por más que entregara mucho, entregándolo teníamos posibilidad de llevarlo al doble o mayores posibilidades. En ningún momento fue un desmotivante el hecho de que el inversor tuviera una gran participación. Los inversores valoraron el buen *feeling*”.

La empatía entre emprendedor e inversor es fundamental a la hora de realizar una inversión. Chebi afirma “...Es importante que el inversor y el emprendedor compartan los valores fundamentales; por ejemplo hay inversores que son muy exigentes, piden reportes y otras cosas y no dejan trabajar al emprendedor”.

Por otro lado y en concordancia con Chebi, Sánchez expresa, “...finalmente pero no menos importante es relevante el *feeling* con el emprendedor. La evaluación del emprendedor es fundamental y es lo que termina convenciendo o no”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Silveira comenta al respecto: “...nos juntamos los tres y arrancamos. Martín Larre estaba *part-time*, él ya era más grande tenía familia y demás, y nosotros dos *full time*. Y ahí empezamos a empujar, fue el día uno, un domingo. Nos encantó la idea, fuimos para adelante y empezamos a trabajar muy intenso por la nuestra, todo muy a pulmón no teníamos un peso para nada”.

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

A respecto Silveira menciona: “... después de un mes y medio de trabajar ya habíamos hecho marca, todo sin recurso, aplicado la creatividad, pedimos todos los favores que teníamos que pedir. Teníamos marca, propuesta comercial, habíamos visitado clientes, habíamos conseguido clientes. Habíamos hecho campaña de expectativas, en *Facebook*. Ahí fue que nos hicieron la nota en el observador y obtuvimos el financiamiento”.

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

No se cumple.

Silveira refuta “... en un principio necesitábamos la plata, entonces tomamos la inversión de los que nos llamaron luego de la nota en el observador, sin tener mucho en cuenta a que se dedicaban. El aporte en efectivo fue muy chico, era para pagar las cuentas muy cortitas.”.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

En referencia a esto, Silveira afirma: "... el negocio fue mutando. Llego un momento que empezamos a invertir en capital de trabajo. Cuando empezamos a vender productos, empezamos a pre comprar productos para tener mejores precios. Comprábamos toda la temporada de un hotel en Brasil y así teníamos mejor margen. Woow pasó de ser una empresa simple a ser una empresa increíblemente compleja, hoy somos un *retail*. Tenemos un depósito de 2.500 metros cuadrados".

2.6.1.6) Paytrue.com



PayTrue Solutions ofrece soluciones modernas, flexibles y robustas que se adaptan rápida y fácilmente a los cambios y demandas del mercado que permiten a las empresas resolver o mejorar sus medios de pago.

Inicio de actividad	2003
Fundadores	Mario Sanchez, Gonzalo Paez, Diego Nario
Incubados	No, En 2013 hicieron una alianza de integración con EFTGroup
Operaciones	-
Cantidad de personas involucradas	100
Misión	Diseñar soluciones que acompañen los constantes cambios del mundo de los medios de pago buscando: <ul style="list-style-type: none">• promover el desarrollo personal, el trabajo en un ambiente laboral amigable que facilite la comunicación y el intercambio de conocimientos;• asumir con responsabilidad la tarea diaria y el compromiso con el cliente para alcanzar la mejora continua en la gestión así como mantener nuestra tradición de satisfacción y calidad”.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

Se cumple.

Sánchez cofundador manifiesta: “...Hace veinte y pico de años arranqué con dos socios que me llevaba bien, los conocía de UTE trabajábamos y les digo tenemos que hacer algo juntos. Fui emprendedor, trabajaba en una empresa pública, estaba en la comodidad de mi sueldo de programación en UTE pero no me sentía cómodo”

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

No se cumple.

Sánchez afirma “...Hicimos sistemas de contabilidad, hicimos varias cosas hasta que estábamos relacionados con OCA, porque uno era gerente de tecnología en OCA y OCA estaba por cambiar el sistema de llevar la parte de tarjetas en particular porque estaba por migrar de ser OCA Card a ser OCA Visa. Ellos estaban viendo había cuatro o cinco sistemas en el mundo y nosotros de estar adentro y de saber algo, dijimos nosotros te desarrollamos tal cosa. O sea no teníamos una idea, desarrollamos un *software* en función de la necesidad del cliente”

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se cumple.

Sánchez afirma, “En el 2003 abrimos Paytrue, que hace lo mismo que otra que habíamos abierto antes y luego vendimos, a Paytrue le agregamos detección de fraude, antes hacíamos solo la parte operativa. Con la lección aprendida de que el *software* tiene que estar también en inglés, tiene que haber manuales de procedimientos, porque alguien puede venir a comprarla. Y así empezamos y llegamos a tener 100 personas trabajando, nos mudamos, crecimos, clientes en casi toda América Latina”

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple.

Según Sánchez "... con la experiencia de la empresa anterior, y el conocimiento de los mercados que habíamos obtenido, ya cuando lanzamos Paytrue lo diseñamos para que funcione a nivel internacional".

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

Se cumple.

Sanchez manifiesta "... empezamos con un *software* para odontólogos, gastamos horas, hicimos el *software*, vendimos uno, dos, tres, cuatro y no más. Hicimos sistemas de contabilidad, hicimos varias cosas hasta desarrollar el *software* de medios de pago"

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se cumple.

Sanchez manifiesta: "...El *feeling* entre ambas partes es fundamental para el funcionamiento del proyecto. Por ejemplo en nuestro caso cuando vendimos la empresa anterior nosotros cuidábamos mucho a los empleados y para la empresa con la que nos asociamos, los empleados eran fichas, no funciona se van, arreglamos una salida, cerramos un precio y nos fuimos."

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Sanchez expresa “...Nos dieron los manuales y empezamos a leer que había que hacer con el *software* y aprendimos el *knowhow* del nicho *Software* de medio de pago para tarjeta de crédito y tarjeta de débito, y tuvimos un cliente y trabajamos 16 horas por día y fuimos los tres socios, después agregamos otro, después contratamos una persona y en aquel momento era plata para nosotros y no teníamos otra cosa”

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Sánchez afirma “... la inversión que obtuvo Paytrue se dio cuando ya estaba instalada en el mercado con un amplio número de clientes en América Latina y con el producto ya probado y validado en el mercado”

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se cumple.

Sanchez expresa: “... nosotros nos asociamos con empresas que se desarrollaban en el ramo para poder así obtener un crecimiento”.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Sánchez expresa “... nosotros queríamos ser emprendedores, el proyecto original por el cual comenzamos fue un *software* para odontólogos que llevaba la historia del paciente y datos técnicos, como no funcionó seguimos probando hasta llegar a lo que es Paytrue actualmente”.



2.6.1.7) sagal.io

SagalSolutions SRL ofrece una plataforma de gestión de los canales de venta administrados por el usuario, automatizando los procesos que se realizarán para su plataforma Web, sincronizada con el sistema de gestión de la empresa.

Inicio de actividad	Junio2016
Fundadores	Alejandro Tocar, Lorena Jinchuk, Alan Burkstein, SimonMacadar, Gal Brenner
Incubados	Sinergia
Operaciones	2 clientes operan con la App
Cantidad de personas involucradas	4
Misión	Optimizar el tiempo de todos los procesos y que la gente que se encarga de realizarlos, pueda hacer otras actividades que potencien más los canales de venta online.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

No se cumple.

Alejandro Tocar cofundador manifiesta: “...aplicamos por medio de la red social Fundacity, de la cual recibimos el aviso y nos postulamos. En principio era solo para continuar validando la idea nunca pensamos en ser una empresa incubada. Luego en Diciembre 2015 recibimos capital semilla de la ANII de USD 25.000. Hasta el momento es la única inyección de capital que hemos conseguido pero por ahora no estamos buscando más”.

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

Se cumple.

Tocar afirma "... En la ANII pasas por un comité de selección donde te dan siete minutos para presentar la idea, el modelo de negocio, el estado actual y el tamaño del mercado, Tenes que convencerlos de, ¿Quién sos?, ¿Por qué vos y no otro?; y explicar cómo se llegó a la idea".

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se cumple.

Tocar expresa "...yo soy ingeniero y la idea surgió con mi socia que trabajaba vinculada al *e-commerce* y planteó buscar una solución para que el trabajo que realizaba fuera más ágil".

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se cumple.

Según Tocar "...en la ANII presentamos proyecciones de flujos de fondos, proyecciones de ingresos para los próximos tres años, planes de negocio. El fondo que recibimos de la ANII se llama "Jóvenes Emprendedores", a cambio de la entrega de dinero debemos entregar una rendición de cuentas y un status del avance del proyecto mostrando en qué etapa estás del proyecto, que cambio o no, que se va a hacer o que se deja de hacer. Adicional a esta información, la incubadora debe presentar cada 6 meses un informe de cómo está el proyecto".

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

No se cumple.

Según Tocar, “...estábamos terminando la carrera de ingeniería de sistemas en la ORT, y una de las socias en su trabajo tenía que manejar el canal de ventas de la empresa *online* y buscaba una forma más fácil de hacerlo porque llevaba mucho tiempo. Empezamos a investigar y en la cantina de ORT vimos un aviso que anunciaba una *Hackhaton* que organizaba Mercado Libre, y fuimos. Perdimos pero nos contactamos con el *country manager* que nos dio para adelante para que lo desarrolláramos”.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

No aplica.

Tocar explica, “... hasta el momento la única inyección de capital que hemos conseguido es las de ANII, no estamos buscando nuevos inversores porque por el momento no requerimos más aportes”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se cumple.

Tocar afirma, “...el dinero que aporta la ANII se divide en trimestres, van entregando cada tres meses en función a la planificación de gastos que se presentó. El dinero a recibir se divide en diferentes destinos, uno de los cuales busca asegurar que alguno de los emprendedores se dedique *full time* en el proyecto”.

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se cumple.

Tocar expresa: "...en setiembre realizamos una prueba con el cliente Magic Center y en octubre aplicamos en la incubadora Sinergia y en la ANIP".

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

No aplica.

La empresa se encuentra actualmente en una etapa muy inicial, no ha requerido financiamiento por lo que no han buscado inversores.

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple.

Tocar afirmaba: "...detectamos que lo que habíamos dicho en un principio de que la información migrara desde el sistema de gestión a los sistemas de comercios electrónicos no era tan valioso; sino que lo que tenía más valor era gestionar sistemas de venta *on-line*".

2.6.1.8) ebizmart.com



Ebizmarts ofrece un *software*, descargable como aplicación para dispositivos con sistema operativo IOS de Apple, que conecta el stock de una o más tiendas con el del sitio web. Es un *software* para retail enfocado para los vendedores.

Inicio de actividad	2006
Fundadores	Ignacio De Paula, Eli Barnett
Incubados	No
Cantidad de usuarios	Clientes en 18 países
Cantidad de empleados	18
Misión	Lograr la atención excepcional al cliente y ayudar a nuestros socios para aprovechar el poder de Magneto.

Proposición 1: Los aportes que reciben las empresas de tecnología en Uruguay en su etapa *startup* provienen de los llamados FFF.

No se cumple.

De Paula expresa “...nosotros teníamos una base de clientes, hicimos un prototipo, esas son cosas muy positivas, ya que no tuvimos los problemas que tienen la mayoría de las *startup* que es que no tienen dinero, nosotros si teníamos un flujo de caja que nos permitía evolucionar el producto, somos un caso medio atípico”.

De Paula continúa “...cuando empezamos no había todo el apoyo al emprendedor que hay ahora, nosotros el capital inicial lo sacamos de la propia empresa, formamos parte de Endeavor cuando ya teníamos venta internacional, pero para el apoyo a expandirnos”.

Proposición 2: La idea de negocio es fundamental a la hora de invertir.

No se Cumple.

De Paula comenta: “Las ideas abundan, entre la idea y la solución de un problema de algo que está funcionando mal y realmente tener un producto es lo que hace la diferencia, la idea es lo menos importante para el inversor”.

En *elevator pitch* la idea es lo que llama la atención, pero el inversor invierte 70% en el emprendedor y el resto en la idea porque ésta es lo que menos importa, lo importante es la ejecución”.

Proposición 3: Las habilidades técnicas y la experiencia relacionada a la idea de negocio influyen positivamente en la obtención de financiamiento.

Se Cumple.

De Paula: “Nosotros somos dos socios, yo soy licenciado en sistemas antes trabajé en una empresa de *software* y mi socio es ingeniero de sistemas, siempre vimos que en este rubro había mucho para innovar y que se debía aprovechar el auge del comercio electrónico”.

Proposición 4: El negocio debe ser escalable a nivel internacional para lograr inversión para el crecimiento.

Se Cumple.

De Paula expresa: “...lo que pasa en Uruguay es que la mayoría de las empresas de tecnología y *software* hacen servicios y eso no es escalable, el real diferenciador que le puede interesar a un inversor es el desarrollo de un producto con un equipo enfocado en solucionar un problema y que ese producto se pueda escalar de una manera exponencial, tenemos clientes en otros países, no tenemos ningún cliente en Uruguay. Nosotros tenemos clientes en diferentes lugares, donde el producto ya fue aceptado, países como Estados Unidos, Inglaterra, China, Australia, lo que nos permite diversificar riesgos”.

Si bien todos los expertos consultados opinan que el proyecto debe ser escalable a nivel internacional, para representar esta idea se toman las declaraciones de Morixe al respecto quién afirma que una de las principales características que tiene en cuenta el inversor es que el proyecto sea escalable, es decir que el producto se pueda vender en otra ciudad, país o continente.

Proposición 5: La tasa de éxitos/fracasos del emprendedor influye positivamente en los inversores.

Se Cumple.

De Paula manifiesta: “...hay distintos tipos de *startup*, las que son de emprendedores que son principiantes y las que son de personas que tienen experiencia en *startup* haya tenido éxito o no, los inversores ven el espíritu emprendedor que uno tiene. Nosotros por ejemplo tuvimos una empresa de diseño de páginas web pero con esta experiencia nos dimos cuenta que debíamos desarrollar algo más estándar no tan personalizado”.

Proposición 6: La empatía entre el inversor y el emprendedor influye positivamente al recibir financiamiento.

Se Cumple.

Según De Paula, “...el inversor mira las ganas del emprendedor, la dedicación que le pone, porque lo que importa es que se pueda ejecutar la idea, el inversor quiere saber quién es el emprendedor”.

Proposición 7: En el inversor influye positivamente que el emprendedor tenga dedicación *full time* al desarrollo del emprendimiento.

Se Cumple.

De Paula expresa "...Nosotros somos dos socios que nos dedicamos *full time* a la empresa, cuando estás en la etapa de buscar inversión en el exterior se dedica mucho tiempo".

Respecto a esta proposición Topolansky es muy claro al respecto, entiende que el compromiso que el emprendedor tiene con su proyecto es imprescindible y al respecto comenta que hay determinadas preguntas que se deben realizar al emprendedor, "... ¿qué hicieron hasta ahora? ¿Cuánto quemaron de su patrimonio, de sus pestañas y de su tiempo? ¿Qué tan comprometidos están con lo que están haciendo?".

Proposición 8: Para obtener financiamiento el emprendedor debe haber validado su producto o servicio.

Se Cumple.

De Paula expresa "... En nuestro caso estamos en un proceso de búsqueda de inversión en el exterior donde presentamos proyecciones, indicadores de mercado, pero no llegamos a concretar por el lado nuestro porque creemos que tenemos aún un tiempo más sin necesidad de requerir la inversión. Queremos seguir creciendo con nuestro capital propio para que la empresa crezca en la facturación a clientes y así aumenta el valor y al demostrar que el proyecto está validado el inversor se sienta atraído y esté dispuesto a invertir".

Proposición 9: En la etapa de crecimiento y consolidación los emprendedores buscan inversores que tengan conocimiento del negocio en el que se enmarca la idea.

Se Cumple.

De Paula afirma “...Actualmente tenemos algunas comunicaciones abiertas con inversores, que comenzaron el año anterior, son comunicaciones formales donde tenemos firmados acuerdos de confidencialidad, donde se les presentó información de proyecciones, en una etapa como la nuestra buscamos acceso a mercado, que nos pueda contactar con *retail*, yo valoro que nos puedan dar acceso al mercado. Hay otros emprendedores que prefieren que el inversor no participe activamente, no quieren ser cuestionados”

Proposición 10: El emprendedor debe ser flexible ante cambios que puedan surgir relacionados al proyecto original.

Se cumple

Según De Paula, “...Nosotros comenzamos hace 10 años con una agencia digital que diseñaba sitio web, el negocio nunca escalaba, tuvimos varios cambios de rumbo, hasta que dijimos vamos a hacer un producto algo que sea escalable, que lo podamos vender muchas veces, hasta que consolidamos en lo que estamos haciendo ahora ya hace unos cuatro años”.

2.6.2) Resultados

Una vez realizado el estudio de los ocho casos, este equipo observa que si bien no hay un criterio único, la mayoría de las proposiciones se cumplen en todos casos. A continuación se presenta el cuadro resumen con las respuestas obtenidas para cada proposición en cada uno de los casos.

Cuadro 21: Resultados obtenidos por cada caso analizado.

	Reservatelo	Gpsgay	Rural	Wupiti	Woow	Paytrue	Sagal	Ebizmart
Proposición 1: FFF	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	No se cumple
Proposición 2: Idea de negocio	No se cumple	Se cumple parcialmente	Se cumple parcialmente	Se cumple parcialmente	Se cumple	No se cumple	Se cumple	No se cumple
Proposición 3: Habilidades técnicas y experiencia	No se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 4: Escalabilidad	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 5: Tasa de éxitos/fracasos	No se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple
Proposición 6: Empatía	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No aplica	Se cumple
Proposición 7: Dedicación full time	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 8: Validación del producto o servicio	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 9: Conocimiento del inversor	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	No aplica	Se cumple
Proposición 10: Flexibilidad	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple

Fuente: elaboración propia

Del cuadro anterior se observa que las proposiciones que se cumplen para todos los casos son las proposiciones 6, 7, 8 y 10. En base a esto se puede observar en primera instancia que la empatía entre el inversor y el emprendedor (no aplica para Sagal ya que la inversión obtenida fue por parte de la ANII y no han buscado ni están en proceso de búsqueda de inversores), la dedicación *full time* del emprendedor en el proyecto, haber podido validar el producto o servicio y la flexibilidad de los emprendedores hacia los cambios que pueda presentar agregan valor a la empresa a la hora de ser evaluada para una inversión.

En relación a la proposición 4, entendemos que la misma es igual de relevante que las anteriores aunque no se cumpla para uno de los casos. El caso en el que no se cumple

es el de Woow ya que esta empresa está focalizada en Uruguay y su objetivo es perfeccionarse en este mercado, sin embargo para el resto de los casos y para los expertos de mercado consultados esta característica es una de las principales.

En el mismo sentido la proposición 9 se cumple para seis de los ocho casos, ya que en el caso de Sagal no aplica porque no han buscado financiamiento fuera de la ANII. Y para Woow no aplica porque al momento de recibir inversión sólo consideraron la necesidad de capital.

Por el contrario la proposición 2 relacionada con la idea de negocio es la que menos se cumple totalmente, se entiende que esto sucede ya que si bien la idea es importante no es lo primordial. Existen varias características que el inversor va a observar más allá de la idea, pero sin esta no se podría ni llegar al inversor.

La proposición 1 se observa que no se cumple en todos los casos ya que algunos se financian con fondos de organizaciones que se dedican a fomentar el emprendedurismo en Uruguay como es el caso de la ANII y los que se financiaron con fondos propios sin apoyo de la ANII son empresas formadas antes que la ANII comenzara a fomentar este tipo de actividades.

En cuanto a la proposición 3, las habilidades técnicas y la experiencia para dos de los casos si bien no se cumple, de las entrevistas realizadas obtuvimos que dicho conocimiento fue adquirido sobre la marcha del negocio actual.

Finalmente, la experiencia de emprendimientos previos expuesta en la proposición 5, no se muestra como una de las características más importantes ya que en la mitad de los casos los emprendedores no habían tenido emprendimientos anteriores.

3) CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

Tal como se mencionó en el apartado 1.2 según Uruguay XXI (2014), el mundo está siendo espectador de una revolución en la capacidad de transmitir, acumular y procesar información que ha favorecido el desarrollo del sector servicios.

Uruguay logra una temprana inserción internacional que comienza en los 80, tiene un elevado ascenso en los 90 y continúa hasta la actualidad con un crecimiento continuado posicionando a Uruguay en el primer país exportador de sistemas de información per cápita en América Latina. El principal destino de las exportaciones de *software* de Uruguay en 2014 era Estados Unidos seguido por Brasil y Chile.

A su vez de las empresas TIC instaladas en Uruguay, el 60% son exportadoras y la oferta se ha mantenido en crecimiento. La facturación externa en el 2013 experimentó un crecimiento del 16% respecto al 2011 y se esperaba para el 2014 un crecimiento del 20% de la facturación (Uruguay XXI, 2014).

De acuerdo al Banco Central del Uruguay (BCU), durante el período 2003-2012 el flujo de IED recibida en Uruguay en el sector Informática y actividades conexas fue volátil, siendo 2007 el año de mayor nivel de inversión, USD 6.4 millones, período que se corresponde con el proyecto de expansión de la inversión de la empresa india, *Tata Consultancy Services* (TCS).

A su vez la creación de puestos de trabajo asociados a las empresas tecnológicas representa un factor fundamental en la economía de Uruguay. Por otro lado los profesionales de uruguayos formados en TIC están muy bien calificados en el exterior por su capacidad de adaptación.

Por último existen otros incentivos para invertir en Uruguay como la exoneración del Impuesto a la Renta Empresarial para actividades de exportación de *software* y servicios vinculados, protección de datos personales y la promoción y desarrollo de Zonas Francas.

Por las razones antes mencionadas se entiende que la industria TIC en Uruguay juega un papel muy importante en el desarrollo de este país y por lo tanto resulta interesante su estudio.

A su vez este sector se caracteriza por estar vinculado con el emprendedurismo ya que, en base a los estudios realizados, un gran porcentaje de estas empresas en Uruguay comienzan siendo un emprendimiento. Por este motivo resulta relevante conceptualizar qué es un emprendedor y cuál es la situación en Uruguay en referencia al mismo.

Se tomó la definición establecida por Estrella (2012) expuesta en el apartado 1.3. Este autor entiende que el emprendedor es una persona que tiene una idea de negocio y que la percibe como una oportunidad que le ofrece el mercado y que ha tenido la motivación, el impulso y la habilidad de movilizar recursos con el fin de lograr concretarla. Es capaz de acometer un proyecto que es rechazado por la mayoría. Sabe interpretar las características reales del entorno a pesar de que no sean aparentes a su competencia. Es capaz de luchar ante cualquier inconveniente que se le atravesase en su estrategia y no le teme al fracaso. Además, es capaz de crear un grupo con motivación que le dé la estructura requerida.

La definición anterior se complementó con la de Soto (2005) que establece que las mejores ideas son aquellas que después vuelan solas sin que su inventor tenga que conducir las toda la vida.

Para contextualizar la importancia del emprendedurismo en Uruguay se toman las palabras de Messina & Hochsztain (2015), quién expresan que el emprendedurismo constituye un factor importante para contribuir al desarrollo económico, la generación de puestos de trabajo, la inclusión social, la reducción de la pobreza y el desarrollo de la innovación.

Esto ha llevado al interés de políticos, académicos y organismos internacionales en el proceso de creación de nuevos emprendimientos. La ONU (2013) reconoce formalmente que el emprendimiento es una herramienta importante para la reducción de la pobreza, la creación del desarrollo sustentable y la revitalización del entorno.

Los emprendedores que desarrollan un nuevo emprendimiento comienzan su ciclo de vida siendo una *startup*, es decir se encuentran en su etapa de nacimiento. Dado que las empresas objeto de estudio en su mayoría se encuentran en esta etapa en el apartado 1.5 y 1.6 se describieron las diferentes etapas del ciclo de vida de las empresas y las fuentes de financiamiento que se utilizan en cada una de ellas.

Según Pontet (2014) las empresas en etapas tempranas se financian con ahorros personales y financiamiento de allegados (*Founders, Friends and Family*), préstamos bancarios, tarjetas de crédito, capital provenientes de organizaciones e instituciones orientadas a promover el desarrollo de emprendedores, el capital semilla y las inversiones ángeles entre otros. En esta etapa es donde más de la mitad de las empresas se quedan en el camino, una cifra que depende del sector y del país que se considere.

Endeavor (2015), publica el mapa del ecosistema emprendedor en el cual se presentan las distintas etapas por las que atraviesan los emprendedores y las instituciones y organizaciones que participan en cada etapa. Se realizaron entrevistas a miembros referentes de diversas entidades (apartado 1.5) de cada una de las etapas detalladas en dicho mapa con el objetivo de conocer en profundidad su forma de operar y de contribuir al desarrollo de los emprendedores en cada una de ellas.

Una vez definidas las empresas objeto de estudio y las razones por las cuales las mismas resultan importantes para la presente investigación, se desarrollaron las definiciones de distintos autores del concepto de intangibles dado que estos activos son un componente significativo en este tipo de empresas.

De las definiciones mencionadas en el apartado 1.6, se concluyó que dada la alta presencia de intangibles en las empresas TIC y dado que la contabilidad no refleja su valor adecuadamente, por las restricciones que las NIIF presentan para el reconocimiento de los mismos, los Estados Financieros de estas empresas no constituyen una herramienta útil para la toma de decisiones.

Para Ribeiro (2013) debido a que los Estados Financieros no reflejan el valor de un negocio, las empresas son valoradas siguiendo distintas metodologías, como el método de flujo de fondos descontados, método de múltiplos el cual puede ser dividido en

múltiplos transaccionales, de mercado o múltiples técnicos y método de valor patrimonial.

En las *startup* los métodos mencionados anteriormente tienen una aplicación limitada, en la fase inicial las empresas que buscan obtener capital suelen utilizar como herramienta el Modelo de Negocios Canvas, desarrollado en el apartado 1.9.

Para el presente trabajo se utilizó la metodología cualitativa exploratoria de estudio de casos. Para la realización del mismo se entrevistaron algunos referentes del mercado a los efectos de contextualizar la situación de los emprendedores en Uruguay.

Dichos referentes abarcaron las distintas etapas del ciclo de vida del emprendedor presentado por Endeavor. Comenzamos en la etapa 1 con Enrique Topolansky Coordinador del CIE de la Universidad ORT Uruguay, a continuación para la etapa 2 se entrevistó a Carmen Correa Consultora de la ANII. La etapa 3 fue sustentada por la entrevista realizada a Sylvia Chebi *Co-funder and Executive Director* de Thales Lab, en la etapa 4 se entrevistó a Mario Sanchez *Board Member* de Co-Work y por último en la etapa 5 las respuestas fueron obtenidas de Joaquín Morixe Director Ejecutivo de Endeavor Uruguay.

De estas entrevistas y con el sustento del marco teórico se definieron diez proposiciones que buscan dar explicación al problema de estudio el cuál se estableció como: definir las variables que influyen en los aportes de capital a ser recibidos por los emprendedores en las *startup*.

Estas proposiciones fueron puestas a prueba en ocho empresas del mercado uruguayo las cuales son o fueron *startups* del sector tecnología. Se entrevistó a los emprendedores fundadores de cada una de las empresas que se mencionan a continuación: Reservatelo, GPS GAY, Rural, Wupiti, Woow, PayTrue, Sagal y Ebizmart.

Una vez realizadas las entrevistas se analizaron los resultados obtenidos y de estos se obtuvieron las conclusiones detalladas a continuación.

En función a los resultados expuestos en el apartado 2.6.2, podemos arribar a las siguientes conclusiones sobre los aspectos relevantes tenidos en cuenta por los inversores y emprendedores de *startup* de tecnología a la hora de invertir o buscar capital respectivamente, para los ocho casos bajo análisis en el presente trabajo.

Comenzamos mencionando los factores que se verifican para todos los casos, como son la empatía entre emprendedor e inversor, dedicación *full time*, validación del producto o servicio y flexibilidad ante cambios que puedan surgir en relación al proyecto original.

Respecto a la empatía, la misma refiere al relacionamiento que existe entre el emprendedor y el inversor. Si bien esta característica se cumple para todos los casos, consideramos que la misma es importante dado que desde el momento en que el inversor decide invertir en el emprendimiento y el emprendedor acepta dicha inversión comienza una convivencia en la que el emprendedor debe sentirse respaldado y el inversor confiado de que éste sabrá llevar adelante el proyecto.

En referencia a lo dicho anteriormente entendemos que el emprendedor no debería sentirse presionado por el inversor ya que el mismo debe estar focalizado en el negocio, debe sentir que es el pilar fundamental del proyecto y no un empleado más que trabaja para el inversor.

Por otro lado, el inversor debe tener la seguridad de que el emprendedor actuará en defensa de los intereses del inversor desarrollando el proyecto en concordancia con las expectativas establecidas al momento de realizar el aporte.

En cuanto a la proposición referente a la dedicación *full time* del emprendedor al proyecto observamos que es un factor clave a la hora de que el inversor tome la decisión de invertir. Los inversores deben poder ver en el emprendedor, que éstos le dedicarán la mayor parte de su tiempo al emprendimiento, deben sentir que para los emprendedores su proyecto es lo más importante y que por esto van a hacer todo lo que esté a su alcance para llevarlo adelante. Los emprendedores reafirman esta proposición ya que en todo momento aseveran que si por lo menos un miembro del equipo no se encuentra *full time* abocado al proyecto las probabilidades de que sea exitoso son muy escasas.

En relación a esto consideramos que la etapa de vida en la que se encuentra el emprendedor es importante ya que no en todas las etapas se puede contar con tiempo suficiente como para dedicarse *full time* al desarrollo de un proyecto. En nuestro estudio la mayoría de los casos corresponden a emprendedores jóvenes, confirmando esto en el caso de Wupiti! ya que uno de los motivos principales por el cual el proyecto no siguió adelante fue por responsabilidades familiares que impidieron la dedicación full time al emprendimiento.

La validación del producto o servicio es otras de las proposiciones que se cumplió para todos los casos. La validación refiere a que por lo menos un cliente haya comprado un producto o servicio de los desarrollados por el emprendedor. Es decir que al menos una persona haya estado dispuesta a desembolsar dinero con el fin de obtener dicho producto o servicio.

Esta proposición es importante en la etapa siguiente a la incubación ya que en dicha etapa por lo general el proyecto es solo una idea a ser desarrollada. De las entrevistas con los referentes del mercado surge que los inversores prefieren invertir en un negocio cuyo producto ya se haya vendido por lo menos una vez, que en negocios en los cuales el producto o servicio que ofrecen todavía nadie haya comprado o usado.

Desde el punto de vista del emprendedor la validación implica que el producto o servicio que venden cumple con las expectativas establecidas y también ayuda a entender si el proyecto es viable o requiere modificaciones que puedan satisfacer de mejor manera las necesidades que pretenden cubrir.

En relación a lo anterior surge la proposición diez que refiere a la flexibilidad del emprendedor ante cambios del proyecto original. Se entiende por flexibilidad la capacidad del emprendedor de pivotar ante determinadas circunstancias que puedan surgir y que hagan que el proyecto varíe su foco.

Consideramos que esta proposición implica una característica del emprendedor que el inversor valora a la hora de aportar capital. Entendemos que los inversores buscaran que los emprendedores sean capaces de aceptar las críticas o sugerencias y actuar en concordancia.

Entendemos que las características antes mencionadas son las más relevantes dadas las respuestas obtenidas de las entrevistas ya que se verifican para todos los casos. Sin embargo hay otra característica que si bien no se verifica para todos los casos consideramos que es tan importante como las anteriores y es la escalabilidad.

La escalabilidad implica que el proyecto original tenga un potencial de crecimiento muy fuerte, que se pueden internacionalizar y que sea capaz de hacer crecer los beneficios sin reinvertir en infraestructuras al mismo nivel que aumentan los ingresos. Dado que Uruguay es un mercado pequeño entendemos que la internacionalización es un factor fundamental si el objetivo es obtener mayor rentabilidad.

Siguiendo con el orden de relevancia, la proposición relacionada al interés del emprendedor en buscar inversores que tengan conocimiento del negocio entendemos que es importante en la medida que el emprendimiento se encuentre en una etapa temprana. Por lo observado en etapas tempranas los emprendedores buscar inversores que les brinden además de capital, contactos, conocimiento del negocio, etc.

En etapas posteriores en las cuales las empresas ya están instaladas y lo que buscan es la expansión ya no es tan relevante el involucramiento del inversor con el negocio sino que lo que se busca es capital.

Por el lado del inversor de las entrevistas realizadas observamos que prefieren invertir en negocios en los que tienen conocimiento ya que se sienten más cómodos en los rubros en los que tienen experiencia.

Otra de las características observadas fue las habilidades técnicas y la experiencia previa del emprendedor relacionado al emprendimiento. Entendemos que esta característica es importante para los inversores ya que el hecho de que los emprendedores conozcan el negocio en el cual se van a desarrollar y cuenten con los conocimientos técnicos para hacerlo, le agrega valor. Sin embargo entendemos que si bien es importante, más importante es la capacidad del emprendedor de absorber conocimientos a medida que el negocio se va desarrollando.

Por otro lado, se observó que la idea de negocio no es lo primordial a la hora de obtener financiamiento. Esta proposición en la mayoría de los casos se cumple parcialmente ya que si bien la idea es importante no es lo fundamental. Si bien es el puntapié inicial para el contacto con el inversor, éste va a observar otras características más allá de la idea a la hora de optar donde invertir.

Por último, las dos características que entendemos son menos relevantes dadas las respuestas obtenidas, son la tasa de éxitos o fracasos que haya tenido el emprendedor y las fuentes de financiamiento en la etapa inicial.

En relación a la tasa de éxitos o fracasos entendemos que no es relevante dado que en cuatro de los casos los emprendedores no contaban con emprendimientos previos. Sin embargo de las entrevistas con expertos surge que el hecho de que el emprendedor cuente con éxitos previos es más atractivo para los inversores a la hora de optar donde invertir. Además, facilita al emprendedor el acercamiento a los inversores ya que éstos últimos pueden conocerlo de rondas de inversión anteriores. Por otro lado, los fracasos también constituyen un factor relevante para los inversores ya que la experiencia le permite a los emprendedores conocer los problemas a los que se pueden enfrentar y tienden a no repetir los errores cometidos en el pasado.

Finalmente, la forma en que se financian las *startups* en el comienzo surgió como un aspecto relevante por parte de los expertos ya que en el hecho de que usen fondos FFF muestra un compromiso del emprendedor con su proyecto. Sin embargo en Uruguay existe la ANII que constituye una fuente de financiamiento muy utilizada por emprendedores en etapas iniciales.

Cabe destacar, que de las entrevistas con los expertos del mercado así como de los emprendedores, surge que si bien en Uruguay se ha fomentado el emprendedurismo en los últimos años, los inversores uruguayos se caracterizan por ser conservadores a la hora de invertir prefiriendo inversiones tradicionales como inmuebles, campos, etc.

Se ha podido identificar como variables relevantes valoradas por los emprendedores además del aporte de capital, sin establecer un orden de relevancia: el conocimiento y experiencia de inversor en el rubro en el que se va a desarrollar el negocio y la empatía entre el inversor y el emprendedor.

Para concluir, observamos que las características clave que los inversores tienen en cuenta, sin establecer un orden de prelación entre las mismas, en los casos estudiados son: empatía entre el inversor y el emprendedor, dedicación *full time* del emprendedor al proyecto, haber obtenido validación del producto o servicio objeto del negocio, flexibilidad del emprendedor ante cambios del proyecto original y escalabilidad.

Cuadro 22: Factores relevantes considerados por los inversores



Fuente: elaboración propia

3.1) Limitaciones al estudio y futuras líneas de investigación.

En el desarrollo del presente trabajo nos encontramos con determinadas limitaciones las cuales se detallan a continuación.

En primer lugar los resultados obtenidos de la investigación no se pueden extrapolar a una población determinada debido a que la metodología utilizada no permite generalizar resultados.

En segundo lugar no accedimos a todas las empresas que contaban con las características que necesitábamos dado el volumen de este tipo de empresas en Uruguay y que en algunos casos no accedieron a darnos entrevistas. Por otro lado de las empresas entrevistadas no obtuvimos información financiera ya que muchas de ellas no contaban con la misma.

En tercer lugar no accedimos a todo el universo de instituciones que constituyen el ecosistema emprendedor por las mismas razones mencionadas anteriormente.

Por último surgen varias interrogantes que dado el factor tiempo no pudieron ser abordadas y se acotó a las ocho empresas seleccionadas, esto brinda oportunidad para el desarrollo de futuras investigaciones.

En este sentido identificamos posibles extensiones a este trabajo las cuales podrían ser:

- Extender este análisis a otras etapas del ciclo de vida de la empresa para analizar si los factores tenidos en cuenta en la etapa inicial continúan siendo relevantes cuando se cuenta con mayor información financiera.
- Corroborar que los resultados obtenidos en la presente investigación se cumplen para la totalidad del universo de empresas con estas características en Uruguay.
- Obtener mayor información que permita realizar una ponderación de las características observadas por los inversores al momento de invertir en startups.

- Obtener mayor conocimiento desde la perspectiva de los inversores.
- Por último, siguiendo en la misma línea lograr una ponderación de las características valoradas por los emprendedores al momento de recibir inversión.

Finalmente entendemos que la presente investigación presenta limitaciones que permiten a futuros investigadores continuar la línea de investigación y contemplar los vacíos que fueron identificados.

BIBLIOGRAFIA

- Adam, J. (2005). *Los métodos de valuación de empresas y su relación con la capacidad de las organizaciones para generar valor*. En: <http://www.ejournal.unam.mx/rca/217/RCA21702.pdf>.
- Aguilar, I., (2015). Análisis crítico de los métodos de valoración de empresas y su aplicación práctica. En: <http://www.web.facpya.uanl.mx/Vinculategica>
- *Angel Investor Report* (2010), En: <http://www.angelinvestorreport.com/exit-strategy-for-an-investor.php>
- Asociación Española de *Bussines Angels* (2016). *Bussines Angels*. España. En: <http://www.aeban.es/sector>
- Autio, E. (2007), *Global Report on High-Growth Entrepreneurship*, Entrepreneurship Monitor.
- Cámara Uruguaya de Tecnologías de la Información (2014, noviembre). Informe anual del sector TI. Montevideo, Uruguay. En: <http://www.ccuruguayusa.com/wp-content/uploads/2015/05/InformeEncuestaAnualdelSectorTIResumido-Cuti.pdf>
- Celis, C. (2012). *Guía para el emprendedor de hoy: ¿Cómo obtener financiación?* En: <http://www.grandespymes.com.ar/2012/05/15/guia-para-el-emprendedor-de-hoy-como-obtener-financiacion/>
- Crissien, J. (2009). Investigando el entrepreneurship tras un marco teórico y su aporte al desarrollo económico de Colombia. *Publicación Mensual No. 66: Revista EAN*, 76-77.
- Crissien J., Pérez R (2007): UNIVERSIDAD EAN, 40 Años de Emprendimiento. Universidad EAN, Bogota Colombia.

- Directiva 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (1995), *Protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos*. Luxemburgo.
- Drucker, P. 1985. *La Innovación y el empresario innovador*. Pág. 25-26; 35-44. Barcelona, España. Ed. Edhasa.
- Endeavor (2015). *Mujeres que inspiran*. En: <http://www.masempreendedoras.org/novedades-general/noticias/item/300-revista-mujeres-que-inspiran.html>
- Estrella, A. (2012). *Características del emprendedor*. En: http://biblioteca.itson.mx/oa/ciencias_administrativa/oa5/caracteristicas_emprendedor/index.htm
- Frick, A. & Frick, S. (2013). *Gestión y desarrollo de empresas innovadoras*. En: <http://www.jotmi.org/index.php/GT/article/view/1220>.
- García, E. (2006). Libro Finanzas de empresas. Montevideo, Uruguay. Cap. 12. Ed. Fundación de Cultura Universitaria.
- Garcia, J., Arregui, G., Rodríguez, A. & Vallejo, B. (2010). Motivos externos e internos para la valoración financiera de los intangibles: Antecedentes y consecuentes. En: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1135252312600392>
- Kelley, D., Singer, S. & Herrington, M. (2016). *Global Entrepreneurship Monitor 2015/2016 Global Report*. En: <http://www.gemconsortium.org/report/49480>
- Klapper, L., Amit, R., Guillén, M. & Quesada J. (2007), *Entrepreneurship and Firm Across Countries, The World Bank Development Research Group Finance and Private Sector Team*.

- KPMG (2014). *IFRS compared to US GAAP: An overview*. En: <https://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/IFRS-compared-to-US-GAAP-An-overview-O-201411.pdf>

- Labatut, G. (2015). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). En: <http://marioabambari.info/wp-content/uploads/sites/705/2015/06/El-valor-de-las-empresas-Serrat.pdf>

- Martínez, P. (2006). *El método de estudio de caso: Estrategia metodológica de la investigación científica*. En: <http://www.redalyc.org/pdf/646/64602005.pdf>

- Mayoristas y Mercado (2014). *El impacto del sector de TI en el Uruguay*. En: <http://www.mayoristasymercado.com/5144/el-impacto-del-sector-de-ti-en-el-uruguay/>.

- Messina, M. & Hochsztain, E. (2015). Factores de éxito de un emprendimiento: Un estudio exploratorio con base en Técnicas de *Data Mining*, vol. 9, pp. 31-40.

- Moroni, I., Arruda, A. & Araujo, K. (2015). *The Design and Technological Innovation: How to Understand the Growth of Startups Companies in Competitive Business Environment*. En: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2351978915003625>

- Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (PYMES) (2009), IASB

- Norma Internacional de Información Financiera n° 3 – Combinaciones de Negocios (2008), IASB

- Oliveira, L., Rodrigues L. & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange. En: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838910000879>

- Pontet, N., López & C. Volpi L. (2013). *El tratamiento contable de los intangibles: estudio exploratorio en el sector de la tecnología de la información*. En: <http://www.redalyc.org/pdf/2816/281630133002.pdf>
- Pontet, N. (2014). *Los costos de intangibles y su impacto en la valoración de los negocios*. En: <http://www.ort.edu.uy/facs/pdf/los-costos-de-intangibles.pdf>.
- Pontet, N. (2014). Los estudios de casos.
- Pontet, N. (2014). ¿Qué es un problema de investigación?
- Pontet, N. (2014). Relevancia de las fuentes bibliográficas: ¿Citar? ¿Qué citar? ¿Estilo? ¿Qué si, qué no?
- PWC, (2014). *IFRS and US GAAP: similarities and differences*. En: <http://www.pwc.com/us/en/cfodirect/publications/accounting-guides/ifrs-and-us-gaap-similarities-and-differences.html>
- Resolución 67/202 (2013). *Entrepreneurship for development*. United Nations.
- Ribeiro, R., Seijas, A. (2006). Libro Fusiones y Adquisiciones de Empresas en el Uruguay. Montevideo, Uruguay: KPMG.
- Ribeiro, R. (2013). Libro Valuación de Empresas. Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes. Montevideo, Uruguay: KPMG.
- Robehmed, N. (2013). What Is A Startup? En: <http://www.forbes.com/sites/natalierobehmed/2013/12/16/what-is-a-startup/#c8be064c63fc>
- Rojo Ramirez, A. (1995). *Valoración de empresas*. Madrid, España.
- Ryan, B., Scapens R. & Theobald, M. (2004). Libro Metodología de la investigación en finanzas y contabilidad. Barcelona.

- Schumpeter, J. (1949), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, (primer ed. 1911).
- Smith, J. & Cordina, R. (2014). *The role of accounting in high-technology investments*. Universiti of Strathclyde Business School.
- Suarez, A. (2014). Libro Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Ed. Pirámide.
- Stevenson, H. (2000). *Why the entrepreneurship has won!*. En: www.usasbe.org/pdf/cwp-2000-stevenson.pdf.
- Uruguay SmartServices (2014). IT Industry Living Technology. En: <http://www.smartservices.uy/innovaportal/v/427/4/innova.front/incentivos-para-el-sector-ti.html>
- Uruguay XXI (2014). *La Industria TIC en Uruguay*. En: http://www.uruguayxxi.gub.uy/inversiones/wpcontent/uploads/sites/3/2014/09/la_industria_tic_en_uruguay.pdf
- Wyatt, A. (2008). *What Financial and Non-Financial Information on Intangibles is Value Relevant? A Review of the Evidence*. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1103443.