



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Contador Público y Licenciatura en Administración de Empresas**

**Análisis comparativo de las fuentes de  
financiación de los unicornios  
argentinos:**

*Estudio de los casos MercadoLibre,  
Despegar y Globant*

**Autor: María Agustina Benitez**

**Legajo: 25006**

**Mentor: Ernesto San Gil**

**Victoria, Diciembre del 2018**

## Resumen Ejecutivo

En el ámbito de los negocios se utiliza el término “unicornio” para referirse a aquellas compañías tecnológicas que alcanzan el valor de mil millones de dólares en alguna de sus etapas del proceso de adquisición de capital. Esta denominación se emplea para destacar la rareza que implica el surgimiento de estas empresas, no obstante, Argentina ha sido el país de origen de tres unicornios que son analizados en el presente trabajo: MercadoLibre, Despegar y Globant.

Específicamente, este trabajo de graduación tiene como objetivo detectar similitudes y diferencias en las decisiones estratégicas que estos emprendimientos tomaron en relación con la obtención y manejo de sus fuentes de financiación, para así determinar aquellas que contribuyeron a su éxito como unicornios. Para ello se investigaron, analizaron y compararon las diferentes fuentes utilizadas en las distintas etapas del ciclo de financiamiento de estos emprendimientos.

A modo de conclusión se destaca el rol que ocuparon los fundadores en la captación del capital necesario para financiar el rápido crecimiento de sus emprendimientos. Con ese fin recurrieron a los inversores que mejor se acomodaran a las necesidades de su empresa, partiendo del capital semilla proveniente de: ahorros personales, inversiones de *business angels*, familiares y amigos; pasando por el aporte financiero y estratégico de *venture capitals*, *private equities* y aliados estratégicos; hasta llegar a la cotización pública de acciones. Finalmente, se destaca la visión de largo plazo de los emprendedores que los llevó a la búsqueda de la sustentabilidad y constante crecimiento de sus negocios mediante la reinversión de utilidades y un manejo eficiente del capital recaudado

### Palabras Clave

Entrepreneurship – Unicornios argentinos – Emprendedores argentinos – Fuentes de financiamiento – Financiación de emprendimientos – MercadoLibre – Despegar – Globant

# Índice

Capítulo 1: Introducción	4
1. Preguntas de Investigación	7
1.1 Pregunta Central	7
1.2 Sub Preguntas	7
2. Objetivos de Investigación	7
2.1 General	7
2.2 Específicos	7
3. Justificación de las razones de estudio	8
4. Empresas Seleccionadas	8
4.1 MercadoLibre	9
4.2 Globant	9
4.3 Despegar	10
Capítulo 2: Marco Conceptual	11
1. Etapas del ciclo de desarrollo de la empresa	11
1.1 <i>Seed</i> (Semilla)	11
1.2 Start-Up	12
1.3 <i>Early Stage</i> (Crecimiento)	13
1.4 <i>Later Stage</i> (Consolidación)	13
2. Fuentes de Financiamiento	13
2.1 Autofinanciación	14
2.2 Financiamiento por medio obtención de deuda.	15
2.3 Financiamiento por medio del aporte de capital	16
2.3.1 Family, Friends and Fools	16
2.3.2 Business Angels	17
2.3.3 Incubadoras y Aceleradoras	18
2.3.4 Capital de Riesgo: Venture Capital y Private Equity	19
2.3.5 Alianzas estratégicas	21
2.3.6 Cotización de Acciones en el Mercados Bursátil	21
3. Fuentes de financiamiento a lo largo del Ciclo de desarrollo	23
Capítulo 3: Metodología	25

Capítulo 4: Presentación de los casos -----	28
1. MercadoLibre -----	28
1.1. Seed Stage (1999) -----	28
1.2 Start-up Stage (1999-2001) -----	29
1.3 Early Stage (2001-2007) -----	33
1.4 Late Stage (2007-actualidad) -----	35
2. Despegar -----	36
2.1 Seed Stage (1998-1999) -----	36
2.2 Start-Up Stage (1999-2007) -----	39
2.3 Early stage (2007-2015) -----	43
2.4 Late Stage (2015-actualidad) -----	44
3. Globant -----	46
3.1 Seed Stage (2003) -----	46
3.2 Start-up Stage (2003 – 2006) -----	48
3.3 Early Stage (2006-2012) -----	50
3.4 Late Stage (2012-actualidad) -----	53
Capítulo 5: Comparación de los casos -----	55
1. La Fundación -----	55
2. Los primeros pasos -----	58
2. El crecimiento exponencial -----	64
4. Consolidación del negocio -----	66
Capítulo 6: Conclusiones -----	70
Limitaciones y futuras líneas de investigación. -----	77
Anexos -----	79
Bibliografía -----	84

## Capítulo 1: Introducción

Por definición un unicornio es un animal mitológico con forma de caballo y con un cuerno recto en mitad de la frente. No obstante, en el ámbito de los negocios, el término ha adquirido una connotación diferente. Esto se debe a que, en noviembre de 2013, Aileen Lee utilizó la palabra “unicornio” para referirse a aquellas compañías tecnológicas que alcanzaron un valor<sup>1</sup> de mil millones de dólares en alguna de sus etapas del proceso de adquisición de capital. En este sentido, el término “unicornio” se utiliza porque encontrarse con una de estas empresas es un fenómeno tan raro como ver uno de esos mágicos animales mitológicos.

Actualmente, a nivel global, la revista Fortune presenta un ranking de las 80 *startups* que encuadran dentro de la definición de “unicornio”, el cual se encuentra liderado por empresas como Uber, Xiaomi, Airbnb, Palantir, Didi Kuaidi, Snapchat, China Internet Plus, Flipkart, Space X y Pinterest. A nivel nacional, en septiembre del 2016, en el marco del cierre del Foro de Inversión de Negocios de Argentina, el presidente Mauricio Macri convocó a representantes de los cuatro unicornios argentinos: el fundador de la compañía de comercio electrónico Mercado Libre, Marcos Galperín; el director ejecutivo y co-fundador de Globant, Martín Migoya; el co-fundador de OLX Alec Oxenford; y el inspirador y co-fundador de Despegar Roberto Souviron; como figuras que representan el éxito del emprendedor argentino.

Con el objetivo aproximarse al motivo por el cual surgen estas nuevas empresas es necesario analizar el entorno globalizado en el que nacieron. El fenómeno de la globalización puede ser aprovechado por los diferentes actores en el ámbito empresarial, concretamente, los unicornios fueron capaces de aprovechar la oportunidad que implica la capacidad de saltar fronteras y encontrarse con millones de consumidores de otros mercados—diferentes del argentino—dispuestos a adquirir sus bienes o servicios. Para ello fundaron sus emprendimientos en un mercado cada vez más exigente que demanda

---

<sup>1</sup> El valor de los unicornios suele estar marcado por su capitalización bursátil (en el caso que coticen en algún mercado de valores) o por el valor asignado en alguna transacción (por ejemplo, una nueva ronda de inversión o la venta parcial a un inversor financiero o estratégico)

productos y servicios más complejos, diferenciados y sofisticados, donde el conocimiento se presenta como un activo intangible clave para el desarrollo empresarial (Castaño Calaf, 2012).

Como consecuencia de los nuevos avances tecnológicos, actualmente nos encontramos frente a una realineación de los mercados y, en este contexto, las nuevas oportunidades de innovar fueron aprovechadas en gran medida por los países latinoamericanos. Si bien, tradicionalmente, los flujos de inversión se movían entre Europa y Estados Unidos, en esta una nueva fase de la globalización, la inversión ha crecido de forma exponencial entre los países emergentes y desde éstos al mundo desarrollado (Casanova, 2010). Esto se debe, en parte, a que los emprendedores de los países con aspiraciones han aprovechado el incremento en la utilización de Internet y las mejoras en infraestructura para crear nuevos modelos de negocio.

En este sentido los unicornios argentinos innovaron dentro del mercado donde operaron. Mediante la adopción de las nuevas tecnologías que eran utilizadas en países más desarrollados llevaron nuevos modelos de negocios a Latinoamérica. Las compañías que alguna vez fueron *startups* en economías emergentes hoy han adquirido prominencia gracias a la creación de soluciones basadas en la web y tecnología *mobile* para resolver las limitaciones diarias que se enfrentan en estos países (Nottebohm et al., 2012). Estas empresas fueron capaces de explotar lo que Kim y Mauborgne (2004) denominan *blue oceans*, haciendo referencia a aquellos espacios de mercado donde la competencia es irrelevante y es posible ofrecer a los clientes un salto de valor inventando y capturando la nueva demanda.

Particularmente en Argentina, la reapertura y reformas pro-mercado de finales del siglo veinte redujeron la brecha en las tecnologías de producto y producción, a la vez que se minimizaron los esfuerzos de desarrollo de productos o a la adaptación de las tecnologías extranjeras (Cuervo Cazorra, 2010). Asimismo, permitió que un importante conjunto de firmas focalizara sus capacidades de innovación en áreas de actividad antes vedadas a medida que se integraban a redes internacionales de comercialización (Artopoulos, 2011). De esta manera, en la historia económica reciente de Latinoamérica es posible encontrar evidencias de una nueva generación de empresas dentro de sectores

económicos basados en el conocimiento que describen una tendencia creciente hacia la innovación y la internacionalización (Kosacoff y Ramos, 2005).

No obstante, aún permanece el tradicional problema de los nuevos emprendimientos argentinos: la obtención de capital. Es más, en casos en los que el modelo de negocio es innovador existe un mayor riesgo asociado a la incertidumbre del proyecto que dificulta la obtención de capital (Diaz, Dutto y Vidal Barbosa, 2014). Por lo tanto, la innovación mantiene restricciones para la obtención de fondos financieros, ya que los inversionistas presentan una aversión al riesgo y una preferencia por el corto plazo, lo cual, generalmente, obliga a las empresas a utilizar recursos internos y externos de corto plazo para cubrir dicho financiamiento (Rangel, 2018).

Sin embargo, las dificultades y los límites del acceso al financiamiento condicionan el crecimiento de la empresa, se pierde eficiencia y los proyectos que se llevan a cabo son menos de los que podrían ser y de menor aporte al crecimiento (Fundación Observatorio Pyme, 2018). Específicamente, esto representa una restricción para el crecimiento exponencial de empresas como potenciales unicornios, que tienen la necesidad de montos mayores a los que pueden generar por utilidades o los que podrían obtener por medio de herramientas de corto plazo.

Argentina se encuentra entre los países de menor desarrollo financiero, con una intermediación bancaria de las más bajas del mundo y con un mercado de capitales prácticamente inexistente. El país ha permanecido en torno al mismo nivel de desarrollo financiero durante los últimos 35 años y, además, tanto los países de altos ingresos de otras regiones como así también otras naciones sudamericanas (por ejemplo, Brasil, Chile y Colombia) presentan una mejor evolución (Fundación Observatorio Pyme, 2018).

En este contexto, el presente trabajo tiene como objetivo analizar de qué manera los unicornios argentinos recaudaron el capital necesario para sustentar su rápido crecimiento y éxito empresarial. Teniendo en cuenta el acceso a información pública y por razones prácticas se optó por estudiar los casos de MercadoLibre, Globant y Despegar. Cabe aclarar que se tomó la decisión de no incluir en el análisis el caso de OLX debido a que la disponibilidad de la información no es equivalente a la de los demás casos y al hecho de que en

2010 se convirtió en una empresa de Nasper, comenzando a formar parte de un grupo económico más complejo.

## **1. Preguntas de Investigación**

### **1.1 Pregunta Central**

¿Cuáles son las similitudes y diferencias en las decisiones de financiamiento que tomaron MercadoLibre, Globant y Despegar y cuáles les permitieron convertirse en unicornios?

### **1.2 Sub Preguntas**

¿Cómo se constituyó su capital semilla? ¿Cuál fue el método de obtención de capital?

¿Cómo financiaron sus operaciones en las diferentes etapas de desarrollo de sus negocios?

¿Cómo fue la relación con sus inversores? ¿En qué medida estos contribuyeron al éxito de las empresas?

¿Cómo utilizaron el capital obtenido en las diferentes rondas de financiación?

## **2. Objetivos de Investigación**

### **2.1 General**

Detectar similitudes y diferencias en las decisiones estratégicas que MercadoLibre, Globant y Despegar tomaron en relación con la obtención y manejo de sus fuentes de financiación, para así determinar aquellas que contribuyeron a su éxito como unicornios.

### **2.2 Específicos**

Describir el método de obtención y constitución del capital semilla de las empresas seleccionadas.

Determinar y comparar los principales aspectos que caracterizaron las diferentes rondas de financiación realizadas por las compañías a lo largo de su historia.

Describir la relación que estos unicornios tenían con sus inversores y determinar su influencia en las decisiones y éxito de estas compañías.



Identificar el destino del capital recaudado y su incidencia en las operaciones de estas empresas.

### **3. Justificación de las razones de estudio**

El surgimiento de organizaciones como Google, Facebook, Amazon, Uber o Netflix ha impulsado una disrupción en el mundo de los negocios, la cual tuvo como resultado un conjunto de cambios radicales en las industrias en las que operan. Existen un gran número de estudios que se han concentrado en explicar las razones que llevaron a su surgimiento, describir y caracterizar sus modelos de negocio y estudiar su influencia en el consumo de los clientes y la reacción de sus competidores.

Sin embargo, el surgimiento de estas empresas “mitológicas” no se limitan a contextos de países desarrollados. Específicamente, la Argentina ha sido testigo del nacimiento de nuevas empresas emblema que han crecido exponencialmente siendo nuevos símbolos de fomento en la cultura emprendedora. Una demostración palpable de esta importancia es que el presidente de la Nación decidió presentarlos en el cierre del Foro de Inversiones y Negocios como ejemplos para incentivar las inversiones en el país.

La imposibilidad que gran parte de los nuevos emprendimientos posee para obtener el capital necesario para operar en el mercado y la ineficiencia en el manejo de dicho capital destacan aún más el éxito de empresas como MercadoLibre, Despegar y Globant. Por este y otros motivos se reconoce a estas empresas como modelos a seguir en el entorno capital argentino.

Reconociendo la importancia que representan MercadoLibre, Globant y Despegar para el entorno empresarial argentino, en el presente trabajo se pretende entender cuáles fueron los motivos de su éxito en la recaudación y manejo de capital, con el objetivo final de dilucidar aprendizajes que podrían ser utilizados por futuros emprendedores argentinos.

### **4. Empresas Seleccionadas**

Específicamente, para este trabajo de investigación se eligieron a tres de los unicornios argentinos reconocidos en el Foro de Inversión de Negocios de Argentina como emblemas de los emprendimientos nacionales.

Cabe aclarar que, como se mencionó anteriormente, en el presente trabajo no se analizará a OLX, otro de los unicornios argentinos. Esta decisión fue tomada principalmente por dos factores, en primer lugar, al hecho de que la empresa continúa siendo una compañía privada, en consecuencia, la información expuesta no es comparable con la de los otros unicornios estudiados. En segundo lugar, a partir del 2010, OLX fue adquirida por Nasper, conformando un grupo económico más complejo que dificultaría el análisis comparado que pretende realizar este trabajo de graduación.

#### **4.1 MercadoLibre**

Fundada en 1999 por Marcos Galperín, MercadoLibre alberga el mayor ecosistema de comercio y pagos en línea de América Latina. Su sitio web comercializa más de dos mil categorías de productos nuevos y usados, entre los cuales se destacan los segmentos electrónicos, vestimenta, entretenimiento y productos de colección. Actualmente se encuentra presente en 18 países, entre los cuales se encuentran Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Venezuela y Perú.

Bajo el lema de "Democratizar el comercio" su objetivo central es ofrecer soluciones tecnológicas y comerciales convincentes que aborden los desafíos culturales y geográficos distintivos de operar una plataforma de comercio y pagos en línea en América Latina.

En agosto de 2007, MercadoLibre realizó su oferta pública inicial de acciones en el NASDAQ. Su IPO comprendió un total de 16,1 millones de acciones con un precio de entre USD 16 y USD 18 por unidad. Durante sus primeras jornadas, la compañía cautivó a los inversores, que veían su gran potencial de crecimiento, y alcanzó un valor de mercado de US\$ 750 millones.

#### **4.2 Globant**

Globant es una compañía de desarrollo de software y TI fundada en 2003 por Martín Migoya, Guibert Englebienne, Martín Umaran y Néstor Nocetti. Actualmente cuenta con más de 5.600 profesionales en 12 países que trabajan para empresas como Google, LinkedIn, JWT, EA Sports, Disney, Coca Cola, entre otros.

Su objetivo principal es ser el líder en la creación de viajes digitales que importen a millones de usuarios. Para alcanzar este fin desean desafiar el estatus quo y convertirse en la mejor empresa en la creación de viajes digitales, combinando lo mejor en ingeniería, innovación y diseño.

La compañía realizó su IPO en julio de 2014 en la Bolsa de Nueva York ofreciendo al mercado más de 5,8 millones de acciones a un valor de USD 10 cada una. Finalmente, las transacciones durante su debut valoraron a la empresa tecnológica en US\$ 325 millones.

### **4.3 Despegar**

Fundada en 1999 por Roberto Souviron, Martín Rastellino, Christian Vilate, Mariano Fiori y Alejandro Tamer; junto con Ernesto Cadeiras y Federico Fuchs; Despegar es la compañía líder de viajes en línea en Latinoamérica. Conocida por sus dos marcas, Despegar (su marca global) y Decolar (su marca brasilera) hoy es la cuarta agencia de viajes más grande a nivel mundial con más de 2.700 empleados y oficinas en 20 países.

Guiados por su misión de hacer que viajar sea posible para todos, Despegar brinda una oferta completa de vuelos, paquetes de viaje, hoteles y productos relacionados con el turismo y el entretenimiento en todo el mundo, a través de su sitio web o de su aplicación móvil, con foco en el mercado latinoamericano. De esta manera, son un *market-place* integral de viajes, que ofrece a sus clientes una experiencia de viaje rápida, fácil de buscar y transparente, junto con soluciones de pago flexibles.

A finales del 2017, Despegar comenzó a cotizar en la Bolsa de Nueva York. La acción de la compañía de ventas de turismo online, que se lanzó a USD 26 en la oferta pública inicial, cerró con alza de 24,5% en su primer día de operaciones. De esta manera, la Oferta Pública Inicial de la compañía le permitió recaudar aproximadamente US\$ 332 millones.

## Capítulo 2: Marco Conceptual

### 1. Etapas del ciclo de desarrollo de la empresa

En la actualidad no existe una clasificación única de las etapas dentro del ciclo de desarrollo de la empresa, dado que, la evolución a lo largo del tiempo depende de una gran variedad de factores, que incluyen el contexto económico, el mercado al cual está dirigida, la industria en la que opera o las características de la propia organización (Mogollón Cuevas, 2010).

En línea con esto, Timmons y Spinelli (2009) aclaran que, hoy en día, el *entrepreneurship* ha evolucionado más allá de la noción clásica de *start-ups* que incluía a empresas y organizaciones de todo tipo, en todas las etapas del proceso. No obstante, en líneas generales, es posible plantear cuatro etapas que atraviesan la mayoría de los emprendimientos en base a las condiciones de riesgo, rentabilidad y direccionamiento estratégico característico que atraviesan a lo largo del desarrollo de sus negocios: la etapa de gestación o *seed*, la etapa de inicio o *start-up*, la etapa de crecimiento o *early-stage* y la etapa de consolidación o *later stage* (Naranjo, 2009; Torres Carbonell, 2012; Mogollón Cuevas, 2010)

#### 1.1 Seed (Semilla)

Esta primera etapa se caracteriza por ser el período en el que el emprendedor estructura su oportunidad de negocio, valida la tecnología y el mercado, elabora el plan de negocio, arma su equipo de trabajo y realiza todas las actividades necesarias para iniciar sus operaciones (Naranjo, 2009)

De acuerdo al modelo Timmons, el proceso de emprender se inicia con tres elementos: una oportunidad, recursos y el equipo fundador (Timmons y Spinelli, 2009).

- Oportunidad: en primer lugar, se deben analizar las tendencias y comportamientos de los consumidores que buscan nuevos productos o servicios. Una vez que se identifican estos patrones emergentes, el empresario aspirante desarrolla un concepto de servicio o producto para finalmente concebir el servicio o el sistema de entrega del producto.

- Recursos: más allá del financiamiento, el emprendedor debe obtener los activos, el capital humano y el plan de negocios necesarios para el inicio de sus actividades.
- Equipo: es el ingrediente principal de un emprendimiento con potencial. Debe estar compuesto por un líder que aprenda y enseñe rápido; que sepa lidiar con la adversidad, que demuestre ser de confianza, íntegro y honesto; y que construya una cultura y organización emprendedora. Por su parte el equipo debe tener la experiencia y capacidades requeridas; tiene que estar motivado y comprometido con la organización, debe ser capaz de adaptarse a la volatilidad del negocio, entre otras características.

## 1.2 Start-Up

La etapa de *start up* describe en la mayoría de los casos el período comprendido entre la iniciación de operaciones y el momento en el que la empresa logra superar el punto de equilibrio (Naranjo, 2009). Esta etapa también es conocida como “valle de la muerte” porque durante este período las empresas suelen caracterizarse por tener números rojos (resultados negativos) en la cuenta de resultado (Curbelo y Peña, 2012). Esto se debe a las dificultades que existen para cubrir un flujo de fondos generalmente negativo durante las primeras fases del emprendimiento, antes que el producto o servicio genere ingresos suficientes que permitan desarrollar el negocio (Córdoba et al., 2017).

Por tal motivo, durante esta etapa, el objetivo principal del emprendedor es sobrevivir mediante la obtención del número suficiente de clientes y proporcionarles un producto o servicio con excelente calidad para asegurar la recompra y demostrarse que posee un negocio viable (Naranjo, 2009).

Como el valle de la muerte es la etapa de mayor riesgo en el ciclo de vida de la empresa, en los últimos años se han creado importantes innovaciones en la financiación de las empresas, como ser los programas estatales o las incubadoras. Asimismo, se practican estrategias que buscan la optimización del uso de los fondos del emprendimiento o *bootstrapping* mediante la disminución al mínimo de los gastos y la construcción de un flujo de caja positivo, reduciendo o eliminando así la necesidad de acudir a inversionistas externos (Naranjo, 2009).

### **1.3 Early Stage (Crecimiento)**

La tercera etapa corresponde al período en el que la empresa ha demostrado que es un negocio viable, tiene reconocimiento del mercado y generalmente buenas perspectivas de mayor desarrollo (Naranjo, 2009). En esta instancia, la empresa ya tiene contratos, facturación y una posición en el mercado. Por lo tanto, debe sacar el máximo provecho de la tecnología que ha adoptado, poniéndola al servicio de la gestión y el crecimiento (Mogollón Cuevas, 2010).

Cuando alcanza un tamaño adecuado, participación en el mercado y una buena salud económica; el emprendimiento debe configurarse con una estructura divisional definida, delegar funciones y optar por sistemas de planeación presupuestal. Asimismo, el emprendedor debe enfocarse en el correcto manejo de la liquidez para evitar que en los períodos de prosperidad se gaste más de lo debido y acumular suficientes reservas para atender los períodos de crisis o invertir para crecer y avanzar a la siguiente etapa (Naranjo, 2009).

### **1.4 Later Stage (Consolidación)**

Durante la etapa de consolidación la empresa logra una alta participación en el mercado y continúa expandiéndose, pero a una tasa más lenta que en la etapa anterior (Naranjo, 2009). Como una empresa madura, cuenta con un riesgo de inversión bajo a la vez que las ganancias, las ventas y el valor de la *start-up* está en sus valores más elevados (Rodríguez Halcón, 2015).

Con el objetivo de un mayor crecimiento, los emprendimientos que se encuentran en esta etapa deben adquirir nuevas líneas de negocio o realizar nuevas inversiones (Torres Carbonell, 2012). En este contexto, el empresario utiliza el efectivo, la capacidad de endeudamiento, atrae inversionistas y corre los riesgos necesarios para crecer (Naranjo, 2009).

## **2. Fuentes de Financiamiento**

Como se ha mencionado anteriormente, en la actualidad, los nuevos emprendimientos se enfrentan a un contexto cambiante y altamente competitivo en el que la innovación se presenta como un factor decisivo para el éxito y la

sustentabilidad del negocio. No obstante, la innovación también conlleva incertidumbre y, consecuentemente, dificultad en la obtención de financiamiento. Por esta razón el éxito de la innovación depende de la capacidad del emprendimiento para la obtención de los recursos necesarios que le permitan su existencia (Rangel, 2018).

En líneas generales, es posible clasificar las fuentes de financiamiento en tres grandes grupos: la autofinanciación, la obtención de deuda y el aporte de capital. La primera hace referencia a la utilización de los recursos financieros que la empresa genera por su propia actividad. Por otro lado, la obtención de deuda consiste en la obtención de capital bajo el compromiso de devolver el monto que ha sido prestado en los términos previamente fijados en relación al período de pago, el interés y cualquier otra consideración. El tercer grupo reúne a los métodos de financiamiento en el cual, a cambio del aporte de capital, se produce una cesión de acciones de la compañía con términos prefijados de valuación, permanencia del accionario, derechos políticos, etc. (Bermejo y De la Vega, 2003)

## **2.1 Autofinanciación**

Las fuentes internas de financiamiento provienen de los recursos financieros que las empresas obtienen por medio de su operación (no proceden de nuevos aportes de capital ni del aumento de las deudas financieras). Consisten básicamente de las utilidades retenidas, es decir, aquellas que no fueron repartidas entre los socios y son reinvertidas en la empresa.

No obstante, es importante resaltar que la mayor cantidad de casos esta metodología es insuficiente. Esto se debe a que una empresa tiende a necesitar más dinero del que se genera por su propia actividad. Esto se da especialmente en las fases de arranque de la actividad, que requieren grandes inversiones en recursos y que suelen contar con niveles de venta más bajos por causas como el alcance de su cartera de clientes, la falta de imagen de marca, el reducido ámbito geográfico en el cual empieza a posicionarse la compañía, o una gama de productos o servicios muy limitada en los primeros momentos, entre otros. (Bermejo y De la Vega, 2003)

## 2.2 Financiamiento por medio obtención de deuda.

Las entidades financieras permiten a las empresas la obtención de la liquidez necesaria para sus actividades a través de diferentes mecanismos de corto o mediano plazo entre los que se destacan:

- **Préstamo:** es una operación financiera mediante la cual la entidad financiera (prestamista) entrega una determinada cantidad de dinero a una persona (física o jurídica) que tendrá que devolverlo en un periodo determinado de tiempo, junto a un monto adicional en concepto de intereses, comisiones y otros gastos fijados anteriormente.
- **Adelantos en Cuenta Corriente:** es un préstamo que otorgan los bancos a sus clientes por medio de sus cuentas corrientes que se origina cuando el titular de la cuenta utiliza más dinero del que tiene depositado en dicha cuenta (dentro de un margen preestablecido). Luego de finalizado el plazo (generalmente, menor a 30 días) el titular de la cuenta debe cancelar el capital tomado en préstamo más los intereses correspondientes.
- **Leasing:** Es un instrumento financiero que permite al empresario financiación a medio y largo plazo mediante el arrendamiento de activos fijos con la opción de transferencia (posibilidad de adquisición) de este activo al final del pago bajo condiciones contractualmente prefijadas.
- **Emisión de Deuda mediante Títulos/Obligaciones Negociables:** son valores de renta fija emitidos por entidades y empresas privadas y negociados en el mercado de capitales. Los inversores que prestan su capital a las empresas pueden recuperarlo en la fecha de vencimiento o mediante cuotas periódicas (amortizaciones), además de percibir el correspondiente pago de intereses.

No obstante, en las primeras etapas de actividad, las empresas se encuentran con la dificultad de acceder a estas fuentes de financiación. Específicamente, los bancos consideran que las solicitudes de las pequeñas empresas con perfil innovador son riesgosas porque se enfrentan a una mayor incertidumbre frente a dificultades para demostrar el valor de sus intangibles que, a su vez, no sirven como aval de la solvencia para el pago de la deuda. Adicionalmente, la



experiencia de la empresa mínima o insuficiente dificulta la evaluación tradicional del riesgo del proyecto (Bebczuk, 2010; Vásquez y Gutierrez, 2014).

La presencia de estas dificultades para el financiamiento de las firmas justifica la existencia de intervenciones estatales que buscan facilitar el acceso de las firmas al capital necesario para sus operaciones. Esto se debe a que, en el marco de estos sistemas, las empresas más vulnerables, es decir, aquellas de menor tamaño o las más jóvenes y los individuos de ingresos bajos, no logran acceder al crédito, lo que constituye un mecanismo que impide la asignación óptima de los recursos y refuerza las desigualdades económicas y sociales (Butler et al., 2018).

Específicamente, en Argentina se destacan tres programas estatales: Las sociedades de Garantía Recíproca (SGR), el Régimen de Bonificación de Tasas (RBT) y el Fondo Nacional de Desarrollo para Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FONAPYME). El primero, establece la creación de un nuevo tipo societario cuya principal finalidad es el otorgamiento de garantías líquidas a sus socios partícipes, por las cuales deberán responder solidariamente. Por su parte, el RBT consiste en la bonificación de puntos de interés en los créditos otorgados por los bancos comerciales adheridos al programa. Finalmente, el FONAPYME realiza aportes de capital o financiamiento directo a mediano y largo plazo en proyectos de inversión productivos.

## **2.3 Financiamiento por medio del aporte de capital**

### *2.3.1 Family, Friends and Fools*

En una primera instancia, los emprendimientos no poseen la trayectoria, historial o garantías que faciliten el acceso al capital para iniciar sus actividades. En consecuencia, la idea inicial usualmente es financiada por los fondos propios de los fundadores o promotores del proyecto y contactos de su círculo de proximidad, también conocidos como *Family, Friends and Fools* (3Fs). En esta instancia, estas firmas determinan su calidad en función de las características del dueño o del equipo fundador, en lugar de la estructura de capital (Frid, 2014).

Este primer capital o capital semilla generalmente es pequeño y sirve para hacer investigación, afrontar costos operativos iniciales y preparar al emprendimiento

para ser presentado a la próxima etapa de financiamiento que opte el emprendedor.

El capital semilla se obtiene a cambio de una participación accionaria con menos requisitos formales y legales que en las rondas subsiguientes. Este capital que aporta este primer grupo inversionista supone un alto riesgo y un alto retorno en caso de que el proyecto se transforme finalmente en un emprendimiento exitoso (Torres Carbonell, 2012)

### 2.3.2 *Business Angels*

Existen, además, mecanismos especializados de financiamiento de riesgo o capital semilla que acompañan a los emprendimientos en sus primeros pasos, como los *business angels* o ángeles inversores. Este término se refiere a individuos, normalmente con capacidad económica y patrimonial elevada, que están dispuestos a invertir su propio capital en nuevas empresas que se encuentran iniciando sus negocios y representan oportunidades de negocio, sin que medie vínculo familiar o cualquier tipo de relación cercana con el emprendedor (Sequeda Tena, 2016).

Los *business angels* dan soporte a empresas en sus primeras etapas de crecimiento aportando *smart money* o “plata inteligente” dado que, al incorporar personas con amplios conocimientos, experiencia y capital social, agregan un valor adicional al estrictamente financiero a los emprendimientos con alto potencial de crecimiento en los que invierten (Torres Carbonell, 2012).

Los *business angels* se presentan, en la mayoría de los casos, como empresarios, directivos de empresa, ahorradores o emprendedores con éxito que, además de aportar capital, brindan conocimientos a los emprendedores en los que invierten por medio del consejo informal y asesoramiento interactivo y regular. De esta forma, Politis (2008) sostiene que los *business angels* pueden agregar valor al emprendimiento proporcionando mentoreo y asesoramiento estratégico al empresario en función de su amplio conocimiento de negocios y experiencia en gestión. Además, se involucran en actividades de supervisión y monitoreo protegiendo la inversión de los principales proveedores de recursos de la empresa (accionistas, acreedores y los empleados) de una posible mala conducta o decisión del management. Adicionalmente brindan recursos

adicionales, a través de sus redes personales, interactuando con grupos de inversionistas, brindando importantes contactos comerciales y recaudando fondos adicionales.

### 2.3.3 Incubadoras y Aceleradoras

El organismo NBIA (*National Business Incubation Association*) define una incubadora de negocios como un proceso de apoyo de negocios que acelera el desarrollo exitoso de start-ups y empresas incipientes, al proporcionar a los empresarios una variedad de recursos y servicios específicos (Isabelle, 2013). En otras palabras, un programa de incubación es un proceso dinámico de desarrollo y soporte de *start-ups*, en otras palabras, las incubadoras se encargan de nutrir a las empresas jóvenes, ayudándolas a sobrevivir y crecer durante el período de inicio, cuando son más vulnerables al fracaso (Al-Mubarak, Al-Karaghoulí y Busler, 2010).

Con el objetivo de acelerar el crecimiento y asegurar el éxito de proyectos emprendedores, las incubadoras proporcionan, por un lado, un espacio de trabajo compartido que incluye servicios de consultoría y *coaching*, con un equipo capaz de diagnosticar y dar tratamiento (o derivar) los problemas y oportunidades de negocio. Por otro lado, ofrece servicios de *networking* de interacción con otros emprendedores, profesionales y otros miembros del ecosistema emprendedor. Además, ofrecen otros servicios básicos como espacios físicos, telecomunicaciones o estacionamiento (Al-Mubarak, Al-Karaghoulí y Busler, 2010; Rodríguez Halcón, 2015).

Por su parte, las aceleradoras son programas que ayudan a los empresarios a llevar sus productos al mercado. Por lo general, operan invitando a grupos de nuevas empresas a trabajar intensamente en sus tecnologías durante un período de tiempo determinado (Dempwolf, Auer y D'Ippolito, 2014).

En términos generales, las aceleradoras ayudan a las empresas a definir y construir sus productos, a identificar segmentos de clientes prometedores y a asegurar recursos, incluidos capital y empleados. Más específicamente, los programas aceleradores son programas de duración limitada, que ayudan a las *start-up* con el proceso inicial de funcionamiento. Por lo general, proporcionan una pequeña cantidad de capital semilla, además de espacio de trabajo.

También ofrecen una gran cantidad de oportunidades para establecer contactos, con empresas y mentores, que pueden ser emprendedores exitosos, graduados de programas, capitalistas de riesgo, inversionistas ángeles o incluso ejecutivos corporativos. Finalmente, la mayoría de los programas terminan con un gran evento, un "*demo day*" en el que las empresas se dirigen a una gran audiencia de inversores calificados (Cohen, 2013).

A pesar de poseer características similares, los programas de aceleración se diferencian de los de incubación en los siguientes factores:

- Etapa del emprendimiento: las aceleradoras, a diferencia de una incubadora, se dedican a acelerar un proyecto que está ya en marcha o en desarrollo (Isabelle, 2013).
- Duración: el programa de las aceleradoras ronda los 3 meses, mientras que las empresas se gradúan de las incubadoras entre uno y cinco años después de su inicio (Cohen, 2013)
- Modelo de negocio: La mayoría de las aceleradoras son de propiedad privada, con fines de lucro y tienen una participación de capital en las empresas que se encuentran en los programas. Por otro lado, las incubadoras son en su mayoría de propiedad pública, sin fines de lucro, están gestionadas por administradores y, en general, no tienen sus propios fondos de inversión (Cohen, 2013)
- Selección: las aceleradoras aceptan empresas en lotes, generalmente una o dos veces al año, mientras que las incubadoras aceptan y gradúan nuevas empresas de forma continua (Cohen, 2013)

#### *2.3.4 Capital de Riesgo: Venture Capital y Private Equity*

En términos generales, las entidades de capital de riesgo son aquellas de inversión colectiva de tipo cerrado que reciben capital de un conjunto de inversores, individuos o instituciones, cuya finalidad es generar rentabilidad para ellos (Sequeda Tena, 2016)

Vásquez y Gutierrez (2014) definen a los Fondos de Capital de Riesgo como vehículos mediante los cuales se captan los recursos que son aportados por los inversores (*Limited Partners*), para que luego el gestor del fondo (*General Partner*) seleccione aquellas compañías que son identificadas como posibles

objetivos de inversión (*target*). De esta forma, el ciclo de fundación de capital de riesgo de conforma de tres etapas: captación de recursos, inversión y desinversión.

Durante la etapa de captación de recursos, inversores institucionalistas (como los fondos de pensiones, compañías aseguradoras, bancos de inversión, familias con mucho dinero, entre otros) aportan capital al fondo basados en la experiencia del gestor del Fondo, la reputación del gestor en la industria y finalmente, la cantidad de recursos que haya captado previamente. Por su parte, durante la etapa de inversión, el gestor del fondo selecciona las compañías objetivo y procede a realizar las correspondientes inversiones en ellas. Finalmente, en la tercera etapa, el gestor del fondo selecciona el mecanismo de desinversión más apropiado, con el fin de maximizar la rentabilidad y de hacer menos lenta y costosa dicha transacción. Entre estos mecanismos se destacan: la venta a un comprador estratégico (*trade sale*), oferta pública de adquisición (IPO), venta a otro fondo de capital de riesgo (*secondary buyout*), recapitalización, recompra de acciones (*share purchase*) o separación y liquidación (Vásquez y Gutierrez, 2014).

En general, se apuesta a una cantidad de proyectos con perspectiva de un alto retorno, de los cuales, algunos serán exitosos y otros no. En general, estas dos formas de inversión se dan cuando un *start-up* necesita un impulso en la comercialización y desarrollo de sus productos o servicios (Rodríguez Halcón, 2015). No obstante, la etapa del ciclo de desarrollo del emprendimiento y los objetivos finales del fondo configuran dos tipos diferentes de capital de riesgo.

Por un lado, los *Venture Capital* (VC) son fondos de capital de riesgo cuyo portafolio de inversión está constituido por un abanico de empresas, abarca desde las inmateriales (que están representadas en un plan de negocios) hasta las empresas pequeñas de reciente creación. Pueden invertir también en empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo, que tienen potencial de crecimiento orgánico basado fundamentalmente en la innovación aplicada en productos o servicios de alta aceptación en el mercado (Vasquez y Gutierrez, 2014).

Por otro lado, los *Private Equity* (PE) son fondos de capital de riesgo que realizan inversiones en compañías no listadas, que ya pasaron por la etapa de arranque,

que han logrado permanecer en el mercado y consolidarse, obteniendo beneficios recurrentes y cuyas proyecciones arrojan resultados positivos y con tendencia creciente (Vasquez y Gutierrez, 2014).

Por lo tanto, para diferenciar ambos tipos de capitales de riesgo cabe destacar que, los PE tienden a invertir mayores cantidades de dinero en empresas más maduras que los VC. En consecuencia, mientras que los VC suelen invertir con el objetivo de obtener una participación accionaria minoritaria en la compañía (asegurándose el tener cierto poder de participación en las decisiones más trascendentales), los PE suelen invertir tomando el control político de la compañía, adquiriendo una parte representativa o mayoritaria de las acciones (Vasquez y Gutierrez, 2014).

#### *2.3.5 Alianzas estratégicas*

Otra forma de financiamiento consiste en creación de alianzas estratégicas mediante las cuales las empresas que forman parte cooperan por una necesidad mutua y comparten los riesgos a fin de alcanzar un objetivo común. De esta forma, las empresas pueden acceder a muchos más recursos de lo que puede poseer o adquirir por sí mismas (Lewis, 1993).

Específicamente, las alianzas equitativas por medio de inversiones minoritarias consisten en una relación contractual por medio de la cual, una empresa compra acciones de otra como parte de una relación estratégica deseada. Este tipo de alianzas otorgan una propiedad común, relaciones y vínculos operativos que potencia el desarrollo de las ambas empresas (Lewis, 1993).

La forma más simple de inversión minoritaria se utiliza para acceder a los recursos por medio de capital. De esta forma, además de la obtención de recursos—y a diferencia de alianzas informales—las inversiones minoritarias contribuyen a desarrollar fuertes lazos a nivel político-empresarial cuando las empresas tienen intereses compartidos a largo plazo que no se pueden concretar solamente con transacciones puntuales o por medio de negociaciones espontáneas (Lewis, 1993).

#### *2.3.6 Cotización de Acciones en el Mercados Bursátil*

La salida a la Bolsa o *Initial Public Offer* (IPO) es un método de financiación para empresas constituidas. Supone poner en el mercado bursátil acciones de la

compañía, por cuya suscripción se obtienen riesgos financieros que no suponen deuda para la empresa. La cotización pública obliga a la empresa a cumplir con los requisitos legales impuestos por los órganos de control de los diferentes países. Además, deben demostrar un proyecto empresarial sólido, viable y con expectativas a futuro que serán las consideradas por los inversores al momento de considerar comprar acciones de dichas empresas (Bermejo y De la Vega, 2003).

De acuerdo con Lowry, Michaely y Volkov (2017), los motivos que llevan a una empresa a cotizar públicamente, incluyen, por un lado, la necesidad de la empresa de capital para nuevas inversiones. Por otro lado, puede ser consecuencia de la necesidad de liquidez por parte de los fundadores o los VC/PE al tener la posibilidad de vender su participación con menores costos transaccionales. Asimismo, el escrutinio de los organismos reguladores combinado con la observación y el empuje constantes de los analistas y otros inversionistas agrega credibilidad a la firma y certifica su valor. La reducción del riesgo y la mayor transparencia lograda a través del proceso público también aumentan la confianza de los proveedores y los consumidores sobre su valor y bienestar; que a su vez afecta el costo de tratar con los proveedores, el costo del capital de la deuda y los ingresos de la firma. Existe, además, evidencia de que tener un valor de mercado verificable es otro motivo importante, ya sea para la adquisición de dinero, opciones de acciones o la capacidad de adoptar estrategias más agresivas.

Una vez que una empresa decide cotizar públicamente, el primer paso consiste en la selección de uno o más bancos de inversión (*underwriter*) que se encarguen de asesorar y llevar adelante el proceso de IPO. Para ello la empresa se basa en aspectos como su relación previa con los bancos, su reputación y el expertise que posee de la industria (Lowry, Michaely y Volkov, 2017).

Luego de la firma del acuerdo, el o los *underwriters* seleccionados proceden al proceso de *due diligence* y a completar presentaciones reglamentarias solicitadas por el organismo regulador que incluyen: los estados financieros de la compañía, los antecedentes del management, las participaciones internas, los problemas legales que enfrenta la compañía y el *ticker*<sup>2</sup> que debe usar la

---

<sup>2</sup> Un *ticker* es un símbolo o código bursátil que sirve para identificar de forma abreviada las acciones de una compañía.

compañía emisora una vez que se encuentran en la bolsa de valores. Al mismo tiempo, la compañía y el *underwriter* promueven el IPO a través del “*road show*”, en la cual los funcionarios de la compañía realizan numerosas presentaciones a inversionistas aproximadamente durante 3 a 4 semanas en dos o más reuniones al día (Lowry, Michaely y Volkov,2017).

Una vez que el IPO es aprobado por el organismo regulador, se decide la fecha del lanzamiento. El día anterior, la compañía emisora y el *underwriter* deciden el precio de oferta (es decir, el precio al que la compañía emisora venderá las acciones) y el número exacto de acciones que se venderán (Lowry, Michaely y Volkov,2017).

Finalmente, luego de la fecha de lanzamiento el *underwriter* realiza otras tareas como la estabilización del mercado mediante la compra de acciones si surgen desequilibrios en la cotización, ofrece recomendaciones como analista y se asegura de la existencia de un mercado para las acciones (Lowry, Michaely y Volkov,2017).

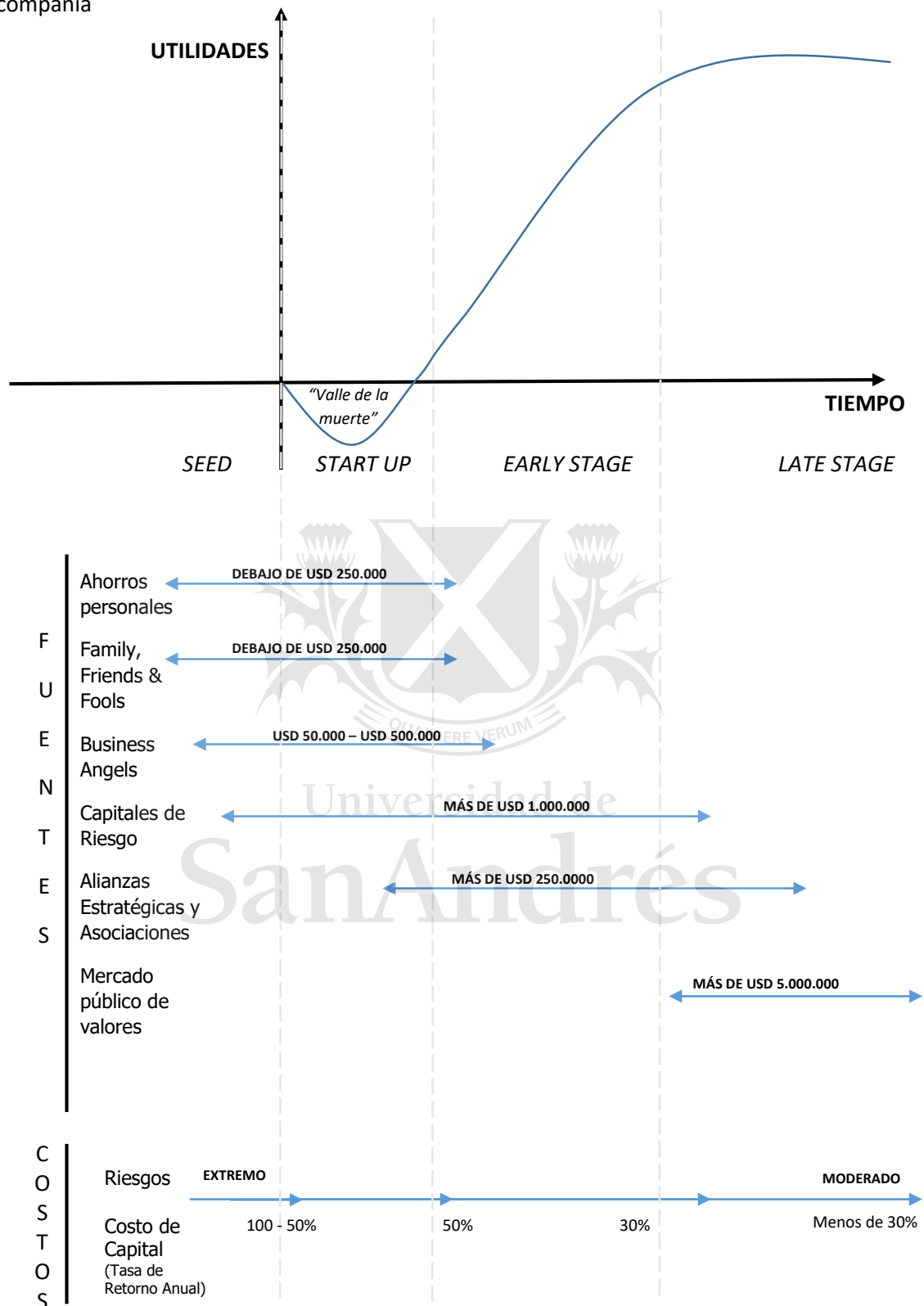
### **3. Fuentes de financiamiento a lo largo del Ciclo de desarrollo**

Como ha sido mencionado en apartados anteriores, un emprendimiento posee diferentes oportunidades de financiamiento en base a la etapa del ciclo de desarrollo en la que se encuentra. En otras palabras, se ha explicado cómo los emprendedores pueden recurrir a diferentes fuentes de financiamiento dependiendo de la necesidad que posean.

En sus inicios, los inversores consideran que una compañía joven es una inversión más riesgosa. Por lo tanto, Muchas de las fuentes de capital no están disponibles hasta que la compañía progresa más allá de los primeros años de crecimiento. Inversamente, algunas de las fuentes disponibles para las compañías en etapas tempranas serán insuficientes para alcanzar los requerimientos financieros generados en etapas posteriores si la compañía continúa creciendo exitosamente. La posibilidad de acceder a diferentes fuentes se ve ilustrado en el siguiente gráfico.



Anexo 1: Ciclo de vida financiero y financiamiento en base a las expectativas generadas por la compañía



Fuente: Elaboración propia basado en Jeffrey, A y Spinelli, S. (2009). New venture creation: entrepreneurship for the 21st century. Boston, MA: McGraw-Hill.

## Capítulo 3: Metodología

En primer lugar, se investigó sobre las etapas del ciclo de vida de un emprendimiento y las principales fuentes de financiamiento que un emprendedor puede acceder en cada una de estas. Para ello, en una primera instancia, se recurrió a fuentes secundarias. Se partió desde la bibliografía recomendada por Sergio Postigo para sus clases de *entrepreneurship* en la Universidad de San Andrés.

Utilizando el manual de Timmons y Spinelli (2009) como base, se buscaron documentos académicos físicos y virtuales por medio de las bases de datos de la misma universidad, que complementaron la clasificación de los autores de etapas del ciclo de vida financiero. De esta manera, se profundizaron las características de cada una de las etapas en base a las dificultades que afrontan los empresarios y los hitos que generalmente marcan las operaciones de los emprendimientos. Simultáneamente, utilizando la misma bibliografía recomendada y bases de datos, se buscó información sobre las principales fuentes de financiamiento disponibles para los emprendedores en las diferentes instancias del desarrollo de sus negocios, sus principales características, ventajas y consecuencias en la administración de los emprendimientos

En una segunda instancia se recurrió a fuentes secundarias para complementar la información recolectada. Específicamente, se llevó a cabo entrevistas exploratorias semi-estructuradas con expertos en *entrepreneurship*. Por un lado, se contactó a Alejandro Mashad, actual director del Centro de Entrepreneurship de la Universidad de San Andrés, quien además (hasta julio del 2011) se desempeñó como ejecutivo de la Fundación Endeavor Argentina<sup>3</sup>, apoyando el nacimiento y crecimiento de un gran número de emprendimientos argentinos con el objetivo de indagar sobre las principales opciones de financiamiento disponibles en Argentina, las características de aquellos emprendimientos que pueden acceder a ella y tener éxito en el mercado, como así también, aquellos factores que influyen en el fracaso de gran parte de las start-ups del país. Por

---

<sup>3</sup> Endeavor es una organización pionera en el concepto de emprendimiento de alto impacto en mercados en crecimiento en todo el mundo. Su misión es "seleccionar, asesorar y acelerar a los mejores emprendedores de alto impacto en todo el mundo"

otro lado, se entrevistó a Pedro Earp, jefe de ZX Ventures<sup>4</sup> con el objetivo de determinar las principales características que debe tener un emprendimiento para acceder al financiamiento y sobre las mejores prácticas para el uso del capital recaudado.

En tercer lugar, se procedió investigar específicamente sobre MercadoLibre, Despegar y Globant. Para ello se analizaron casos de estudio académicos de las empresas seleccionadas con el objetivo de determinar de los principales hitos en sus historias y delimitar las etapas de sus historias utilizando como base la bibliografía seleccionada. Principalmente, se tuvieron en cuenta los materiales publicados por la Universidad de Harvard y el MIT para el caso de Globant, de la Universidad de Duke para Despegar y la Universidad de Stanford para MercadoLibre.

Posteriormente, se procedió a complementar la investigación con fuentes secundarias que aportaron información tanto cuantitativa como cualitativa de las rondas de financiamiento, principalmente, datos de los principales accionistas, montos aportados y destino del capital seleccionado. Para ello se recurrió a reportajes, conferencias de los fundadores, videos institucionales, artículos periodísticos, presentaciones a inversionistas y comunicados de prensa publicados por las compañías. Además, se utilizó información oficial expuesta en el sitio web del NASDAQ, como así también, por analistas en bases de datos como EMIS y Crunchbase. Paralelamente, se estudió la información financiera publicada por las empresas en documentos presentados a la SEC (como ser los formularios F-1, F-1/A, S-1, S-1/A, S-8 y 6-K), en sus estados contables, las notas a los estados y sus anexos.

A continuación, se utilizaron fuentes primarias para añadir y complementar información en la investigación. Se realizaron entrevistas semi-estructuradas a empleados de las compañías elegidas. Para ello se preparó una guía de preguntas tentativas en base a la información reunida con anterioridad. El objetivo de estas entrevistas fue confirmar y complementar la información

---

<sup>4</sup> ZX Ventures es un equipo global de incubadoras y capital de riesgo financiado por Anheuser-Busch InBev, para estimular el crecimiento disruptivo de la empresa a través del desarrollo de marcas, productos y canales.

relevada con datos específicos y opiniones de los actores acerca de las distintas estrategias implementadas por las compañías a lo largo de su historia.

Se contactó a personas que se encuentran en posiciones relevantes en áreas financieras de las compañías y que posean un conocimiento de la historia de las mismas. Específicamente, se contactó a

- Pedro Arnt: actual CFO de MercadoLibre, con 19 años dentro de la compañía en puestos como VP Marketing & Sales; VP Customer Operations y VP Planning, Treasury & Investor Relations
- Fernando Viola: Gerente de Control de Gestión de Despegar con 2 años en compañía.
- Juan Urthiague: actual CFO de Globant, con más de 6 años en la empresa en puestos de Head of Corporate Finance and Financial Services; Investor Relations Officer y Treasurer and Head of Financial Services.

Finalmente, se procedió al análisis y comparación de los principales elementos que caracterizaron a las compañías seleccionadas. Se redactaron conclusiones respecto a la aplicación del marco teórico en relación a los casos concretos y se presentaron aspectos de interés que surgieron como resultado del trabajo de investigación para futuras investigaciones.

## Capítulo 4: Presentación de los casos

En esta sección se procederá a describir los principales aspectos de las historias de MercadoLibre, Despegar y Globant, partiendo de la concepción de la idea de negocio hasta la oferta pública inicial, realizando especial énfasis en sus principales fuentes de financiación, el destino del capital recaudado y su resultado en sus operaciones. Para ello se utilizó información publicada oficialmente por las empresas, compartida en entrevistas pasadas con personas clave dentro de la compañía, informes de analistas de riesgo y entrevistas personales realizadas a Pedro Arnt (EVP y CFO de MercadoLibre), Fernando Viola (Gerente de Control de Gestión de Despegar) y Juan Urthiague (CFO de Globant).

### 1. MercadoLibre

#### 1.1. Seed Stage (1999)

Durante su último año del MBA en la Universidad de Stanford, Marcos Galperín tenía la visión de crear una compañía de *e-commerce* focalizada en cubrir las necesidades de los consumidores de América Latina. Así, observando los modelos de negocios exitosos de Estados Unidos, supo que era posible desarrollar una empresa similar a eBay que se adapte al mercado latinoamericano.

La oportunidad surgió en la clase de Finanzas del profesor Jack McDonald, quien tenía la costumbre de invitar a empresarios y emprendedores para que contaran sus vivencias a los estudiantes. Gracias a ello, Galperín pudo contactar al millonario inversor John Muse cuando se ofreció a llevarlo al aeropuerto una vez finalizada la clase. El emprendedor recuerda aquel momento que dio el puntapié inicial a su empresa,

La primera montaña que afronta un emprendimiento es conseguir plata. Yo lo que hice fue apalancarme en la red de Stanford. Un día John Muse vino a dar una charla. Él era el fundador de un fondo que se llamaba Hicks Muse que en ese momento estaba invirtiendo mucho en América Latina. El profesor me conocía porque yo iba siempre a clases y me sentaba siempre en el primer asiento. Yo le comenté que tenía un proyecto y que estaba buscando inversores, y le pedí que la próxima vez que venga alguien así avísame. El me arregló para que después

de una clase le lleve a John Muse al aeropuerto. Cuando lo hice le conté lo que quería hacer y lo convencí de invertir. (Galperín, 2016)

Dos meses después de que John Muse accedió a financiar el proyecto, el 2 de agosto de 1999, MercadoLibre estaba online con un capital inicial de 2 millones de dólares aportado por la familia Galperín, amigos y *business angels*.

Al equipo de MercadoLibre se unió Marcelo Galperín (primo de Marcos, quien había trabajado como CTO en Sadesa), Rodrigo Benzaquen (que fue compañero de Marcelo en Sadesa en el puesto de Administrador de Sistemas) y Hernan Kazah (graduado de Stanford que se había desempeñado como Brand Manager en P&G). Con este nuevo equipo, en los meses siguientes al lanzamiento en Argentina, se expandieron a Brasil, México y Uruguay.

## 1.2 Start-up Stage (1999-2001)

Desde sus inicios (y a diferencia de otros competidores impulsados por la fiebre de las puntocom) MercadoLibre fue prudente al momento de manejar el capital disponible. Por ejemplo, para el lanzamiento de la plataforma no adquirieron licencias costosas como Oracle, sino que optaron por una empresa de Carolina del Sur que ofrecía una plataforma de subastas online llamada Opensite por 15.000 dólares.

Con el sitio en funcionamiento, la empresa inició la búsqueda de inversionistas. En primer lugar, intentaron firmar un contrato en exclusividad con inversores locales, sin embargo, el lanzamiento de DeReamate.com llevó a los inversores a reducir la valuación estipulada. Por lo tanto, los emprendedores no aceptaron y optaron por buscar capital en Estados Unidos.

Al momento de buscar capital, el equipo de MercadoLibre era consciente de que la elección de los socios adecuados era un elemento clave para su éxito futuro. Debían elegir aquellos inversores que añadan valor a la empresa, más allá del aporte de capital. Como explica Marcelo Galperín:

Hay una cosa muy importante que es el *feeling* que tenés con los inversores. A medida que tenés reuniones vas conociendo a la gente, entonces te das cuenta si te llevás bien, si te parecen tipos inteligentes. Además, importa el *track record* que tengan, es decir, las inversiones anteriores que hayan hecho y como les haya ido. (Constantinidis, 2000, p. 134)

No obstante, de acuerdo con Pedro Arnt, MercadoLibre pudo encontrar otros inversores interesados sin mayores problemas.

Mercadolibre es hijo de la primera ola de Internet, fundada en agosto del 99'. Por lo tanto, hasta más o menos mayo del 2001 tenía su momento de enorme inversión de capital en tecnología, antes de que estalle la primera burbuja de internet. Nosotros, la ronda semilla y la ronda inicial las levantamos en ese contexto. Entonces, Marcos que tenía acceso a capital en una ronda de *Friends & Family* –que podría decirse en un contexto privilegiado– y una serie A híper competitiva, en el sentido de que había muchos emprendimientos similares al nuestro, pero en un momento de mucha liquidez y de dinero siendo invertido tanto en Argentina como en Internet. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018)

Inicialmente, Galperín realizó una entrevista con Susan Segal, de Chase Capital Partners, quienes querían invertir 6 millones de dólares en la compañía, pero en exclusividad. John Muse pujó para entrar y finalmente, en noviembre de 1999, se cerró una ronda de 7.6 millones de dólares, de la que participaron JP Morgan Partners BHCA, Chase Capital Partners, Faltiron Partners y Hicks, Muse, Tate & Furst (HMT&F).

Fuimos a buscar otros fondos más institucionales. En ese momento había mucho furor de fondos estadounidenses que querían invertir en la región. Tuvimos enseguida tracción con dos o tres fondos que querían invertir en la compañía. Nos reunimos y nos dijeron “nos encanta la compañía, queremos invertir”. Así conseguimos fondos de Chase Capital Partners, uno de los fondos más activos en la región que había invertido en varias compañías como Patagon<sup>5</sup>. Con eso rápidamente empezamos a crecer en la región. (Kazah, 2012)

Como explica Kazah, el interés que existía en este momento en las empresas tecnológicas, tuvo como resultado una posición favorable de MercadoLibre, que llamó la atención de un gran número de inversores, a lo cual Marcelo Galperín agrega:

En realidad, fue muy interesante la primera ronda porque básicamente nosotros elegimos a los inversores. Tuvimos más ofertas de lo que nosotros demandamos. Tuvimos muchas propuestas y nosotros elegimos cual nos convenía más. Básicamente, nosotros elegimos Chase Capital Partners y a HMT&F porque nos parecieron que eran los dos que nos daban mayor valor agregado. Buscamos lo que se llama *smart money*, o sea, no sólo plata sino socios con know-how que nos puedan apoyar a crecer, que nos den conocimiento, asesoramiento. Y Chase y Hicks tiene bastante experiencia en ese sentido. (Constantinidis, 2000, p. 133)

---

<sup>5</sup> Fundada en 1997 en Argentina por Wenceslao Casares y Constancio Larguía, Patagon.com era un sitio web de negocios en tiempo real, con información financiera actualizada, un sistema de compraventa de acciones y productos bancarios, como hipotecas, seguros y fondos de inversión.

El dinero recaudado fue utilizado rápidamente para pagar los gastos del lanzamiento tanto nacional como en Brasil, México y Uruguay. Por lo tanto, fue necesaria la realización de una segunda ronda de financiamiento.

Para febrero-marzo del año 2000 no teníamos más dinero. Lo habíamos más consumido que invertido. Por eso hicimos una segunda ronda de financiamiento. Algunos de nuestros competidores regionales habían conseguido rondas de financiamiento muy grandes y nosotros estábamos en una desventaja, teníamos que lograr eso. (Arnt, comunicación personal, diciembre 2018)

En la segunda ronda participaron el grupo Goldman Sachs (GS Capital Partners III, L.P., GS Capital Partners III Offshore, L.P. y Goldman Sachs & Co. Verwaltungs GmbH), Capital Riesgo Internet SCR S.A. (el brazo inversor del Banco Santander), GE Capital Equity Investments, Inc., J.P. Morgan Partners BHCA L.P y Hicks, Muse, Tate & Furst, entre otros; con un monto de 46.5 millones de dólares.

Cabe destacar, que entre ambas rondas iniciaron antes del estallido de la burbuja de las puntocom, cuando los inversionistas comenzaron a perder la fe en las empresas tecnológicas. Esta crisis fue consecuencia de la confianza que éstas empresas tenían en su crecimiento exponencial (acumulando una gran masa de clientes y creando una fuerte imagen de marca) que les permitiría obtener rentabilidad a futuro. No obstante, no generaban dinero y dependían de capitales de riesgo para sus operaciones. Este, entre otros factores, generó un clima negativo entre inversionistas y analistas de riesgo que empezaron a solicitar que el dinero invertido en las *start-ups* se recuperara en un plazo razonable.

El estallido de la burbuja se produjo cuando MercadoLibre se encontraba cerrando su segunda ronda. Para reducir el riesgo de la inversión se agregaron nuevas cláusulas que protegían la inversión de los participantes, no obstante, de acuerdo con Galperín, uno de sus inversores jugó un rol central para convencer a los demás inversionistas de concretar el acuerdo.

Una etapa muy difícil para MercadoLibre inició luego de la explosión de la burbuja de internet. Fue un momento bastante dramático porque se secaron todas las inversiones. Nosotros habíamos firmado el *term sheet*<sup>6</sup> pero todavía no habíamos cerrado el acuerdo. Me acuerdo que estaba en un vuelo de New York a Boston cuando me llamaron los inversores y me dijeron que no iban a invertir. Teníamos ya 50 empleados y en dos semanas nos quedábamos sin plata. Pudimos seguir

---

<sup>6</sup> Un *term sheet* es un acuerdo no vinculante que establece los términos y condiciones básicos bajo los cuales se realizará una inversión. Una vez que las partes involucradas llegan a un acuerdo sobre los detalles establecidos en el *term sheet*, se elabora un acuerdo o contrato vinculante que se ajusta a dichas cláusulas negociadas.



adelante gracias a Susan Segal. En ese momento ella hacia muchas inversiones en internet, tenía mucho conocimiento de la industria y convenció a estos inversores para que no se bajen de la ronda. La verdad que le debemos gran parte de eso a Susan. (Galperín, 2012)

De acuerdo con esto, Pedro Arnt destaca

Nosotros tuvimos suerte con el *timing*. Cuando la burbuja estalla, a principios del 2001, nos agarra en pleno proceso de levantar capital. Pero ya teníamos una ronda bastante avanzada liderada por Chase Capital Partners, Goldman Sachs, Santander y un par de fondos más. El estallido de la burbuja complica mucho el cierre de la ronda, se agregan varias cláusulas—más favorables a los inversores que a los fundadores— pero la ronda igual logra cerrarse. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018).

Específicamente, los inversores solicitaron cláusulas antidilutivas que los cubrieran de los riesgos que implicaba la inversión en una empresa tecnológica en este contexto. Esto implicaba que, si la empresa cerraba o era vendida, los inversores que firmaran estas cláusulas recuperarían en primer lugar el capital y un porcentaje de retorno, para luego repartir el resto a prorrata con los demás inversores.

Mientras que varias empresas de la competencia directa y otras empresas tecnológicas seguían con la tendencia de gastar grandes sumas de dinero en promoción, publicidad y expansión; MercadoLibre aplicó una receta de ajuste. De esta forma, rompiendo con el paradigma que había regido al resto de las puntocom, el unicornio tomo la decisión de no dilapidar el dinero que poseían, sino utilizarlo con el objetivo final de llegar a la auto-sustentabilidad. Cerraron una oficina en Miami, cuyo foco era el mercado hispano en Estados Unidos (que ya era atendido por eBay). Por otro lado, se comenzó a cobrar a los vendedores y se lanzó un programa de afiliados, para generar tráfico a la web y atraer posibles compradores de terceros que también deberían pagar a la empresa.

Durante la entrevista realizada a Pedro Arnt, el gerente sostuvo que este fue un factor fundamental que los distinguió de la competencia y les permitió seguir con su crecimiento en la región:

La lógica de inversión que había hasta ese momento era “Tengo que invertir muy rápido, generar la mayor cantidad de usuarios rápidamente, crecer y después salir en bolsa para seguir levantando capital”. Este paradigma fue seguido por mucha de las empresas que levantaron capital en ese momento. MercadoLibre hizo algo distinto, supo leer muy bien lo que se venía: muchos años de acceso restringido al capital. MELI toma la decisión de drásticamente reducir estructura: cierra oficinas en EEUU y cierra muchos mercados. También cambia la política de precios, para pasar de un sitio gratuito que buscaba simplemente generar

volumen, a empezar a cobrar, aunque esto significara crecer más lento. Pero el objetivo final era tratar de llegar a un modelo de negocio sustentable. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018).

Para poder llevar adelante las operaciones de la empresa en este contexto, MercadoLibre debía mantener una buena relación con los accionistas, los cuales tenían opiniones contrapuestas en relación al futuro del negocio:

No se puede generalizar, hubo algunos fondos que apoyaron en todo momento, pero es verdad que hubo fondos que en algún momento dijeron “Esto de Internet fue una burbuja, esto no está yendo para ningún lado, quiero que cierren la empresa y que devuelvan lo que deben de capital” ... no todos eran especialistas de capital de riesgo en tecnología, teníamos fondos históricamente de *private equity* que hacían inversiones en puntocom. Marcos tuvo que, en ciertos momentos, plantarse mucho y remarla mucho ante los accionistas para poder llevar adelante la visión que él tenía en mente. Ayudó mucho que él tenía una participación importante del paquete accionario y que había puesto mucha plata de su bolsillo. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018).

Aun en este contexto, MercadoLibre pudo expandirse a Colombia, Venezuela, Chile y Ecuador, aumentando significativamente su número de usuarios. No obstante, la empresa aún no generaba ganancias.

### 1.3 Early Stage (2001-2007)

A finales de 2001 se produjo otro de los grandes hitos de la historia de MercadoLibre: la firma del acuerdo con eBay. En septiembre de ese año, establecieron una alianza estratégica con el gigante estadounidense, que se convirtió en uno de sus accionistas (con 19.5% de participación).

El gigante del comercio quería ingresar a Latinoamérica, para ello habían comprado una empresa europea con una subsidiaria mediana en Brasil, iBazar. No obstante, no querían operar en Brasil o en la región de manera directa. Por lo tanto, tomaron la decisión de llamar a las principales empresas de la región para evaluar una alianza, entre los que se encontraban MercadoLibre, DeRemate y Lokau.

Finalmente, MercadoLibre fue seleccionado al poder diferenciarse de sus competidores. Como recuerda el CFO de la empresa en ese momento, Nicolás Szekasy<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Nicolas Szekasy y Hernán Kazah fundaron en el año 2011 Kaszeck, el *venture capital* más grande de Argentina con foco en compañías de base tecnológica cuyo principal foco inicial es América Latina.

eBay vino a Buenos Aires y les sentamos diez personas a la mesa para que vieran el equipo. En otros veían solo una o dos personas. Con eso, los matamos. Ganamos porque era evidente que teníamos un estilo, una cultura, un equipo y una ejecución que eran mejores. (Catalano, 2017, p. 71)

Si bien la inversión no fue monetaria, como parte de esta alianza, MercadoLibre adquirió la filial brasilera de eBay en ese momento, iBazar. Además, acordaron no competir en la región durante los 5 años de duración del acuerdo.

El acuerdo también brindó al unicornio argentino ciertos conocimientos y experiencia que aceleró el desarrollo y expansión de la empresa. La sociedad incluyó un acuerdo de mejores prácticas entre ambas empresas, algo que los argentinos usaron para informarse de tecnologías de avanzada en las que trabajaba el gigante global. “La relación con eBay nos dio muchísimo *know-how*. Fueron muy generosos en todos esos años en dejarnos acceder a toda la organización de ellos para aprendizajes. Entonces, ahí se acortó camino enormemente” (Arnt, comunicación personal, diciembre 2018)

Para MercadoLibre, el acuerdo significaba ponerse del lado del ganador, darles una señal a los inversores y, además, crecer en Brasil. Como explica Pedro Arnt, “eBay logra una validación de MercadoLibre como el modelo ganador en la región. Es decir, hay un tema del prestigio que traía el hecho de haber sido elegidos por ellos” (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018).

Un año después fue capaz de adquirir activos clave de Lokau, la competidora de comercio electrónico en Brasil, e incorporaron los usuarios registrados en esa plataforma a la base de clientes de MercadoLibre. Asimismo, con un préstamo brindado por eBay, en noviembre del 2005 adquirieron DeRemate.com, incluyendo todas sus operaciones en Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela, y la mayoría de las acciones de sus subsidiarias (excepto la Argentina y subsidiarias chilenas, que operan bajo el control de ciertos accionistas anteriores de DeRemate), por un precio de compra agregado de 12.1 millones de dólares, neto de efectivo y equivalentes de efectivo adquiridos. Esta adquisición aumentó su base de usuarios en aproximadamente 1.3 millones y consolidó su posición de liderazgo en el mercado en Brasil, México, Venezuela, Colombia, Perú y Uruguay.

## 1.4 Late Stage (2007-actualidad)

Luego de la finalización del acuerdo con eBay, MercadoLibre evaluó seriamente la posibilidad de vender la compañía a la empresa norteamericana. La transacción fue casi realizada en múltiples ocasiones, no obstante, no fue concretada por discrepancias en la valuación del unicornio. Al respecto, Pedro Arnt comenta:

Yo creo que Marcos y el equipo tenían aún una visión muy optimista sobre lo que se podría generar con la empresa y por eso esperaban que eso se vea reflejado en el valor de venta. Pero eBay siempre fue una empresa conservadora en la valuación del activo. Entonces nunca se pudo llegar a un acuerdo de precio que reflejara la creación de valor futuro que el fundador y el equipo tenía en mente y el precio que eBay estaba dispuesto a pagar. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018)

Como el acuerdo no fue aceptado, la empresa exploró la posibilidad de vender la empresa a otras compañías, no obstante, las negociaciones no tuvieron frutos, en parte, debido la cláusula de primera oferta<sup>8</sup> que MercadoLibre tenía con eBay. No obstante, los accionistas exigían el retorno de su inversión y para ello el unicornio argentino debía generar liquidez para cumplir con sus accionistas

Los inversores pensaban que nos íbamos a vender a eBay. Nosotros teníamos mucho capital ya que no habíamos gastado nuestro dinero. Entonces esos inversores que habían perdido todo el dinero que habían invertido en otras empresas [durante el estallido de la burbuja], tuvieron la brillante idea de decir “bueno esta empresa que no se gastó el dinero, cerrémosla y así retiramos la plata y al menos en una no perdemos”. Tuvimos que ir a votación de Directorio... fue bastante traumático. (Galperín, 2012)

El equipo del management de MercadoLibre logró convencer a sus inversores y la empresa optó por preparar la salida a la bolsa, alternativa que se encontraba en sus agendas como el camino natural de la empresa si no se realizaba la venta.

Como una manera de generar liquidez a los accionistas iniciales y posiblemente como una manera de forzar la mano de eBay para que tenga que pagar un precio ya determinado por el mercado y no por una negociación se decide el camino del IPO. Finalmente, eBay no compro y decidió quedarse como accionista de una empresa pública. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018)

Cuando tomaron la decisión de cotizar en la bolsa, MercadoLibre debió prepararse para cumplir los requerimientos de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), el organismo regulador de los Estados Unidos. El proceso de

---

<sup>8</sup> Una situación de venta en la que una de las partes tiene derecho a decidir si compra o no un activo antes que cualquier otra persona. Si esa persona decide no comprar ese activo, podrá venderlo a cualquier otra parte.

preparación fue riguroso pero la empresa no encontró mayores complicaciones. Según Pedro Arnt, esto se debió, en parte, a que la compañía tenía un buen capital humano que ya había implementado los sistemas contables y de gestión requeridos por la SEC. Asimismo, la historia de MercadoLibre los favoreció a facilitar este proceso de preparación

Hubo un beneficio que remonta a esos primeros inversores, americanos e institucionales, que habían exigido un par de cosas que no lo hubieran exigido otros inversores menos globales que fueron críticos para realizar un IPO de forma fácil. Por ejemplo, MercadoLibre, ya era una compañía americana con una LLC en Delaware de la cual colgaban todos los activos. Por lo tanto, para listarlo ya era más fácil, aunque más caro, porque se listaba una empresa americana. Otro ejemplo es que nosotros habíamos sido exigidos para ser auditados por PWC desde el primer momento, entonces ya llegábamos con libros auditados por una *big four* y una cierta gimnasia de estados contables auditables que era después lo que iba a seguir sucediendo como una empresa pública. (Arnt, comunicación personal, diciembre del 2018)

El nivel de *compliance* y *disclosure* que MercadoLibre tenía como empresa norteamericana facilitó el proceso de salida, teniendo en cuenta que el régimen de aquel país es uno de los más exigentes a nivel global. Esto les permitió, además, acceder de mejor manera a capitales extranjeros, en contraste con otras empresas extranjeras que cotizan en bolsas estadounidenses.

Finalmente, en agosto de 2007 MercadoLibre completó su oferta pública inicial de acciones en NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation). El precio fijado por acción fue de USD18 y el precio al final del primer día fue de USD 28, de vendieron 16.077.185 acciones (de las cuales 13.468.489 correspondían a inversores de la empresa), los ingresos netos aproximados fueron de USD 49.6 millones y la valuación de la empresa en el IPO fue de USD788.4 millones.

## **2. Despegar**

### **2.1 Seed Stage (1998-1999)**

Despegar fue fundada en 1999 por cinco fundadores: Roberto Souviron, Martín Rastellino, Christian Vilate, Mariano Fiori y Alejandro Tamer; junto con dos cofundadores iniciales: Ernesto Cadeiras y Federico Fuchs. Surgió como una idea de Roberto Souviron en 1998, cuando estudiaba en la universidad de Duke

en Estados Unidos y quiso viajar a Argentina para las fiestas de fin año. No obstante, al momento de comprar un pasaje se encontró con una larga cola en Asatej (una agencia de viajes que en ese momento se especializaba en turismo joven y estudiantil; hoy parte de Almodo.com) que lo mantuvo esperando por más de 30 minutos. En busca de una solución más rápida, optó por comprar por medio del sitio web de Travelocity, lo cual, de igual manera, le trajo problemas burocráticos y de autorizaciones al momento de emitir los tickets en Argentina. En ese momento, Roberto tuvo la idea de “hacer Travelocity en Argentina” y así brindarles una solución más eficaz a miles de potenciales clientes.

Cuando estudiaba el MBA en la Universidad de Duke, Roberto con su amigo y compañero de cuarto, Ernesto Cadeiras, tenían en mente aprovechar el incipiente *boom* del internet que se vivía durante esos años. Así crearon dos sitios: ArgentinosWeb (una página de datos del clima y otros escasos datos del país) y ArgentinaExpress.com (una página cuyo mercado eran los expatriados argentinos). Con estos precedentes, y su experiencia en la compra de pasajes, Roberto tomó la decisión de fundar Despegar. Como comentaba en una entrevista con el diario LaNación:

Fue una época muy movida de lanzarse a la aventura, cuando Internet estaba en plena burbuja. Yo acababa de terminar el MBA y volvía a la Argentina. Hicimos una lista de potenciales proyectos y nos pareció que este estaba bien. Sin saber nada de turismo empezamos con despegar. (“Cómo se gestó la mayor agencia de viajes de Latinoamérica”, 2017)

Así en junio de 1999 Souviron llamó a Cadeiras y a otros compañeros de clase, Martín Rastellino y Mariano Fiori, para compartir su visión de un sitio de viajes *online* para América Latina inspirado en el modelo de negocios de Travelocity y Expedia. Roberto estaba convencido de que la propuesta de valor de las empresas basadas en el Internet era una gran oportunidad en una industria como la de los viajes y el turismo que se caracterizaba por enormes brechas de información, como también, una red fragmentada de proveedores y consumidores (Dao, Streubel, Morales, Bellasi, Del Rio, 2003)

El 3 de agosto de 1999 registraron la compañía en Estados Unidos realizando un aporte de aproximadamente USD15.000 cada uno. Con el objetivo de iniciar el desarrollo del emprendimiento, decidieron sumar a nuevos socios que sumaron nuevas habilidades y aceleraron el desarrollo de la empresa: Federico

Fuchs, Cristian Vilate (ambos compañeros de Roberto en San Andrés) y Alejandro Tamer (quien fue compañero de trabajo de Roberto en la consultora Coopers & Lybrand).

Los emprendedores se basaron en competidores globales (Expedia y Travelocity) para diseñar su modelo de negocio. Inicialmente no tenían conocimiento de la industria del turismo ni de tecnología, pero esto no fue un impedimento para el inicio de sus operaciones, como explica Roberto Souviron:

Es mucho más importante estar en el lugar correcto que ser la persona correcta. Cuando empezamos el negocio no sabíamos nada de la industria del turismo ni de tecnología. Ninguno de los fundadores venimos del palo de la tecnología, pero si detectamos que había una oportunidad porque en otros lugares ya había pasado. (Roberto Souviron, 2013)

Las primeras reuniones se dieron en una agencia de viajes del esposo de una ex compañera de Tamer y Souviron en Coopers. El dueño de la agencia, que era un experto de la industria y estaba interesado en Internet, fue quien les indicó las bases del negocio mientras que el equipo fundador de Despegar se encargaba de delinear aspectos como la marca y el manejo del sitio web.

Específicamente, durante los meses de preparación para el lanzamiento, Roberto y Federico se enfocaron en refinar el modelo de negocio y construir las estimaciones financieras. Martin, aprovechando su red de contactos (principalmente los graduados de Duke y MIT), se concentró en desarrollar alianzas con las agencias de viajes de la región. Ernesto, basándose en su experiencia previa en Internet, se encargó de estudiar la venta de publicidad para el sitio. Y finalmente, Christian fue responsable de detectar y contactar a socios estratégicos potenciales a nivel regional. Además, el equipo decidió comenzar a construir la columna vertebral tecnológica del sitio y afinar el aspecto legal de un despliegue regional (Dao, Streubel, Morales, Bellasi, Del Rio, 2003).

Luego de meses de preparación, el sitio web de Despegar inició su funcionamiento en diciembre de 1999. Para dar a conocer la empresa, contrataron a la agencia de publicidad Grey, la cual financió la primera campaña de despegar, tal como lo recuerda Tamer “Nos creyeron cuando les prometimos que después les íbamos a pagar. En parte debe haber sido porque estaban todos detrás de las empresas de Internet, había que ser parte” (Catalano, 2017, p.254)

En su primer día de funcionamiento el sitio tuvo poco tráfico. Hubo algunas llamadas telefónicas con consultas de clientes, pero no hubo ninguna venta. El equipo fundador estaba convencido que necesitaban ser pacientes para ver los resultados y necesitaban adaptarse a la modalidad de compra de sus clientes, como explica Roberto:

Cuando empezamos las cosas no sucedieron como pensaban que iban a suceder. Nosotros hicimos un *website* e hicimos el primer aviso en el diario. Lo que pasó fue que la gente empezó a llamar por teléfono. Nosotros creíamos que estábamos poniendo una empresa de internet y terminamos poniendo una empresa de telemarketing. Pero rápido nos adaptamos. Esa fue una de nuestras ventajas competitivas. (Roberto Souviron, 2018)

## 2.2 Start-Up Stage (1999-2007)

Durante su primer año de funcionamiento, Despegar financió sus operaciones con el aporte inicial de sus fundadores, con capital obtenido de amigos y con la cooperación de sus proveedores que optaron por apostar en la compañía. Como explica Rastellino:

No teníamos un peso. El despliegue se hizo contactando y asociando a ex compañeros del master. Todo de onda o a cambio de acciones de algo que no existía. Vino muy bien para ordenarnos en cada país: en lugar de desembarcar usando los servicios de consultoras caras, lo hicimos con amigos. (Catalano, 2017, p.257-258)

No obstante, Despegar tenía el objetivo de ampliar sus servicios al resto de la región, por lo cual, se hizo necesaria una inyección de capital. En este contexto, en su primer año de funcionamiento, el equipo no solamente elaboró un plan de negocios, sino que también prepararon el escenario para la mayoría de los negocios (tecnología, asociaciones y representante locales en toda la región). El paso siguiente consistió en la búsqueda de capital para potenciar el crecimiento de la empresa. Por lo tanto, Roberto y Federico optaron por contactar a algunos contactos financieros y alinear a algunos inversionistas institucionales estadounidenses interesados que acordaron tener una reunión ese mismo año.

Como recuerda Rastellino en una entrevista con el diario Clarín:

Los cinco fundadores de Despegar compartíamos desde un inicio el interés por la tecnología. Y en ese punto, a mediados del 99, con una buena idea y con un Power Point, salimos a buscar capital. Somos muy dependientes de las inversiones (“Si hay una buena idea, las inversiones llegan solas”, 2016)



En dicha presentación el equipo fundador se centró en describir las estrategias centrales que definirían el futuro del negocio de Despegar (Dao et al., 2003):

- Expansión regional: para obtener escalabilidad y sinergias operacionales
- Presencia Local: para una mayor comprensión de las necesidades específicas de cada país, sus regulaciones, métodos de pago y emisión de pasajes.
- Imagen de marca: un fuerte posicionamiento de la marca y el rápido desarrollo de *awareness* se considera crítico para generar el tráfico necesario para el sitio web.
- Oferta de servicios integrados: un sitio de "ventanilla única" permite a los clientes encontrar toda la información y los servicios que necesitan para planificar y comprar su viaje en un solo sitio.
- Nuevos segmentos: para aprovechar el concepto de un único *marketplace* y permitir sinergias—una vez consolidado el segmento de consumo— se desarrollaría el segmento corporativo.

El primer millón— que fue rápidamente utilizado en los gastos del lanzamiento inicial y para la apertura de oficinas en Uruguay, Chile y Brasil— provino de un fondo argentino. Como explica Viola “Luego de su fundación, su primer inversor Buenos Aires Capital Partners los ayudó a buscar el primer millón” (comunicación telefónica, diciembre 2018). Por lo tanto, este Fondo no solamente aportó capital, sino que también ayudó a la búsqueda de clientes y brindó reconocimiento a la empresa. Como recuerda Federico Fuchs:

Nosotros fuimos con la idea y con el *bussines plan* a ver a Buenos Aires Capital partners porque trabaja Nicolás Klaterback ahí, que iba a la facultad, es amigo de Cristian y de Roberto de ahí, y amigo mío del colegio. Y ellos, en sus *deals* de M&As tienen ciertos clientes con los cuales han vendido y han comprado empresas, con los cuales tienen cierta confianza y buena relación. Ellos se llevaron nuestro *deal* y se lo dieron a sus clientes de confianza y se lo vendieron. Su rol fue no solamente de encontrar clientes potenciales, sino que además vender un poco el proyecto. Le dan mucha más credibilidad que cinco chicos o cinco emprendedores de 27 años. (Constantinidis, 2000, p.142)

Asimismo, el éxito de sus competidores con modelos de negocio similares también fue un factor que ayudó a la empresa en la negociación con futuros inversores.

Cuando Despegar inicio sus operaciones ya estaban Expedia y Travelocity, por lo cual, Despegar trabajaba con un modelo que ya tenía potencial demostrado. Esto

fue una ventaja porque fue fácil conseguir inversores diciendo que este era un modelo de negocio que ya estaba probado. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018)

En mayo del 2000 Despegar realizó una nueva ronda de 10 millones de dólares en la que participaron Merrill Lynch, Newbridge Andean Partners, Accord y Hucks, Muse, Tate & First (HMT&F). Meses después hubo otra ronda por 10.3 millones de dólares liderada por Marill Lynch (que pasó a ser inversor líder) e ingresaron Yahoo Inc. y el europeo Sonae Group.

A diferencia de sus primeros inversores, Despegar optó por incluir a inversores que realizaban aportes de montos mayores y que poseían un mayor conocimiento de la industria en la que trabajaban. Como comenta Fuchs “En la segunda ronda buscamos sobretodo socios estratégicos para nuestro negocio turístico [...] nuestro objetivo es conseguir la plata que sea lo más *smart money* posible. Ese es el tipo de inversor que estamos buscando” (Constantinidis, 2000, p.143)

Si bien pudieron realizar con éxito estas rondas de financiación, el período entre los años 2000 y 2003 fue crítico para la compañía. “Fue una época de una tormenta perfecta. Despegar tuvo que afrontar muchas dificultades, pero supo tomar las decisiones correctas para salir adelante” (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018).

Por un lado, la caída de las Torres Gemelas en septiembre del 2001 tuvo un impacto negativo en la industria aerocomercial y turística. Por otro lado, se produjo el estallido de la burbuja de las empresas puntocom descrito en la sección anterior.

En este contexto, Travelocity canceló la oferta de compra que había ofrecido a la de la empresa por el monto de 25 millones de dólares. Además, algunos inversores solicitaron el cierre de la empresa para recuperar el capital aportado, como explica Fernando

Con la crisis de la burbuja de internet y con el 11 de septiembre, muchos inversores decidieron no acompañar más, entonces Despegar se vio obligado a achicarse y sobrevivir con lo que tenía. Le pasó eso a muchas empresas que eran nuestros competidores, y de todos esos Despegar fue el único que sobrevivió. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018)

Como comenta el gerente, en sus esfuerzos por continuar con las operaciones, el equipo fundador optó por reestructurar la empresa. Despegar tuvo que ajustar,

despedir y replantear estrategias para estirar la inversión. Souviron explica como este fue el período más difícil de la compañía, en el cual debieron modificar la forma en que operaban,

Básicamente nos tuvimos que reestructurar, cambiar nuestra forma de trabajar, ajustar los números... hacer todo lo posible para sobrevivir. Nos dimos cuenta que estábamos haciendo mal las cosas, estábamos corriendo un "sprint" de 100 metros. Estábamos gastando todo el aire en esos pocos 100 metros y nos dimos cuenta que estábamos en una maratón... El proyecto no dura poco, uno tiene que mirar a largo plazo y pensar que hay que guardar el aire. Igual que un maratonista que guarda el aire, un empresario o emprendedor tiene que guardar el *cash*. Hay que cuidar cada peso que uno tiene en el banco como si fuera el último, porque las cosas no siempre van a seguir como uno piensa. Las oportunidades de financiamiento que hay hoy no siempre van a estar, por lo cual está bueno ir regulando el aire y aguantar. (Souviron, 2013)

Con esta mentalidad, el equipo de Despegar se focalizó en el uso eficiente de sus recursos. Llevaron adelante medidas que tenían como objetivo la reducción de sus gastos y la utilización del dinero en los mercados más importantes. En este sentido, algunas de las medidas que tomaron fue el armado de un plan de renegociación de pago de proveedores. Además, cambiaron el modelo comercial con los socios de cada país, centrándose principalmente en las operaciones en Brasil, Argentina y México; y vendiendo a un competidor la operación en España por USD 350.000. Al mismo tiempo, con el objetivo de reducir los gastos, tuvieron que desvincular empleados y dejar de pagar sueldos a los socios y la alta gerencia.

Asimismo, en esta época Despegar prestó especial atención al planeamiento y control de los números de la empresa.

Una de las primeras cosas que aprendió Despegar en esa época y que perdura hasta la actualidad, fue la importancia de tener buenos mecanismos de medición para saber si lo que uno está haciendo lo lleva al lugar que uno quiere ir o no. Despegar es una empresa súper *data driven* donde todas las decisiones se toman en base a los resultados. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018)

Como consecuencia de estas medidas y una mayor adopción de medios virtuales por parte de los consumidores, en el año 2003 la empresa llegó al punto de equilibrio, siendo capaz de absorber a uno de sus principales competidores, Viajo.com, lo cual los convirtió en la agencia online más importante de Latinoamérica con actividades en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Uruguay, Venezuela y Estados Unidos. Como recuerda Roberto,

Tuvimos la suerte de no estar tan lejos del break even y no estábamos tan lejos gracias a nuestra cultura de ser austeros. Esto nos ayudó a superar la crisis a

diferencia de otros competidores. Uno de ellos [Viajo.com], una empresa mexicana, era todo lo contrario. Tenían muchos menos ingresos y muchos más gastos que nosotros y básicamente se fundieron. Hicimos un acuerdo con sus inversores para absorber sus operaciones. Cuando cerraron la empresa, agarramos sus muebles que eran espectaculares. Tenían unos escritorios bárbaros mientras que nosotros teníamos unas sillas desastrosas. Había escritorios tan grandes que no entraban en nuestras oficinas. (Souviron, 2018)

Durante esta época, la relación con sus inversores fue delicada y debieron prestar especial atención a la comunicación que tenían con estos, para mantenerlos informados y contar con su apoyo para las medidas que debían llevar adelante. Como explicaba Federico Fuchs al inicio de este período:

Mientras que nuestros objetivos estaban alineados estaba todo perfecto; cuando no están alineados empiezan los roces. Los tipos no terminan de entender porque hacer ciertas cosas o no [...] Nosotros no tuvimos problemas importantes con ellos a medida que manejábamos la empresa, nunca nos dijeron “hicieron tal cosa mal”. (Constantinidis, 2000, p.143)

### 2.3 Early stage (2007-2015)

En el año 2007 Despegar había logrado estabilizar su negocio y el equipo fundador consideró que era el momento de volver a ampliar su oferta de valor. Para ello era necesaria una nueva inyección de capital que les permitiera invertir en el reemplazo de la tecnología que era adquirida en países como la India para proceder al desarrollo de su propio software, con el objetivo de ofrecer una mejor experiencia de compra para sus usuarios.

En este contexto, Tiger Global ingresó a la compañía con un aporte de 76 millones de dólares (de los cuales 70 millones fueron para los accionistas y los 6 restantes para la compañía) por el 70% del paquete accionario de Despegar, convirtiéndose en el principal accionista hasta la salida a la bolsa.

Este nuevo inversor, ya poseía experiencia en otras empresas de tecnología, y estaba interesada en formar parte de Despegar, como lo explica Fiori:

Ellos se contactaron y fuimos a una reunión en San Pablo. Tiger, que ya había invertido en MercadoLibre, trajo una mentalidad más dinámica y enfocada al mundo online. Ya venían de invertir en viajes online en China e India y pusieron los ojos en la región. Fue un *due diligence* rápido, de apenas dos meses. Merrill estaba con ganas de salir de la inversión y ejecutó in *drag along* [derecho, como controlante, de pedirles a los demás inversores que vendan]. (Catalano, 2017, p.266)

El nuevo inversionista dio el respaldo y el impulso necesario para que Despegar ampliara su oferta de servicios incluyendo el segmento de hotelería. Como la

tecnología necesaria para este nuevo servicio era más compleja que utilizada en los vuelos, Despegar tuvo que realizar una fuerte inversión para montar su primer Centro de Desarrollo de Software. Asimismo, la empresa continuó su expansión cuando en 2009 lanzaron su sitio web en Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Puerto Rico, El Salvador y Honduras; alcanzando el millón de usuarios atendidos. Como resultado, la empresa mejoró el desempeño y funcionalidad del sitio y amplió sus bases de datos de proveedores para convertirse en una de los Marketplace de turismo más completos del mercado.

El modelo de negocio era cada vez más eficiente y agregaba valor en los distintos segmentos que trabaja: viajes, hotelería, renta de departamentos, etc. El éxito que tiene Despegar al estar en un modelo fue fácil de escalar en diferentes países. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018).

Finalmente, en 2012 se sumaron grandes inversores a la empresa: Sequoia Capital (uno de los principales fondos de capital de riesgo de Silicon Valley que invirtió en Google y Apple, entre otras), Accel Partners Management, Insight Venture Partners y General Atlantic. Estos nuevos inversores apoyaron el lanzamiento de nuevos segmentos de paquetes turísticos, alquiler de autos y servicios de cruceros. Además, se realizó el lanzamiento de la aplicación móvil desarrollada por el equipo propio de la empresa.

#### **2.4 Late Stage (2015-actualidad)**

En el año 2015 un hito que marcó la historia de Despegar fue la concreción de su alianza estratégica con Expedia, un competidor estadounidense, el cual destinó 270 millones de dólares en la adquisición del 16.4% del paquete accionario del unicornio.

Despegar mantenía una relación comercial con la empresa desde aproximadamente el 2002, a través de la *Expedia Affiliate Network*. La nueva sociedad dio a los clientes acceso a una red hotelera internacional, dándole acceso a un mayor número de opciones a mejores precios en todo el mundo. Básicamente, el acuerdo facilitó la provisión de servicios de hotelería de Expedia a Despegar.com y le brindó la posibilidad a Despegar.com de darle acceso a Expedia a sus servicios de hotelería en América Latina. Así la relación con uno de los principales *players* globales ayudó a expandir el alcance y la calidad de nuestros servicios. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018)

Por lo tanto, la inversión de Expedia en Despegar no fue solo con objetivos financieros, sino que ambas compañías mantuvieron profundos vínculos

estratégicos y comerciales, especialmente en el negocio de hoteles. Por un lado, todos los hoteles y otros productos de alojamiento que Despegar ofrece a través de su plataforma para todos los países fuera de América Latina son proporcionados exclusivamente por Expedia en virtud del “*Expedia Outsourcing Agreement*”. En base a este acuerdo, Expedia pone a disposición su base de datos de hoteles y otros productos de hospedaje.

A cambio, Despegar está obligado a alcanzar un umbral de tarifas de comercialización (que se definen en el *Expedia Outsourcing Agreement* como un porcentaje específico de la ganancia bruta recibida por Expedia de las reservas de viajes realizadas a través de la plataforma de Despegar) igual a USD 5 millones en cualquier período de seis meses, o bien Expedia puede exigir que pague una tarifa de terminación de USD 125 millones.

Por otro lado, Despegar recibió un *fee* de comercialización por cada reserva utilizando las tarifas y la disponibilidad provistas por Expedia a través de su plataforma, en función de la compensación que Expedia tiene derecho a recibir del dueño de la propiedad correspondiente. Asimismo, de vez en cuando, el acuerdo con Expedia se ha complementado con incentivos únicos que la agencia global ha pagado por alcanzar ciertos objetivos de reserva durante un período de tiempo específico.

Asimismo, el 17 de agosto de 2016 Despegar firmó el “*Despegar Outsourcing Agreement*” con ciertas subsidiarias de Expedia. En virtud de dicho contrato, Despegar está obligado a que sus productos de hotelería estén a disposición de ciertas subsidiarias de Expedia, los cuales reciben una compensación igual a un porcentaje de los ingresos que Despegar obtiene del dueño de la propiedad.

Un año después, Despegar tomó la decisión de empezar a cotizar en la bolsa estadounidense. La decisión de realizar el IPO fue para obtener liquidez y maximizar el valor de los accionistas. Además, el equipo de Despegar consideró que esta sería una buena manera de dar mayor visibilidad a la marca y obtener la validación final que da el mercado.

Si bien Despegar pudo obtener muchos beneficios como consecuencias de estos acuerdos, la relación con Expedia conlleva una serie de dificultades. Como lo explica Fernando

Expedia tiene presencia en nuestro *board*, en una situación que podría decirse rara, porque son una mezcla de accionistas, competencia y proveedores. Entonces, juegan un rol muy complicado en Despegar, su posición dificulta un poco el management de la empresa. Es una relación complicada, con una mezcla de factores que hacen difícil el manejo de la relación. (Viola, comunicación telefónica, diciembre 2018)

Otro de sus inversores, Tiger Global (que era el principal accionista con el 57.3% del paquete accionario) encabezó la iniciativa del IPO, entendiendo que la compañía se encontraba lo suficientemente asentada y era lo suficientemente reconocida como para salir a la Bolsa. Entonces, el 19 de septiembre del 2017, Despegar lanzó oferta pública inicial en New York Stock Exchange (NYSE) bajo la denominación DESP. El precio fijado por la acción fue de U\$D26 cerrando a un precio de U\$D32.36, se vendieron 12.770.000 (4.106.569 fueron vendidas por accionistas) generando una ganancia neta aproximada de U\$D 332 millones y una valuación de U\$D 2.000 millones

Tras el cierre del primer día, Damian Scokin (CEO de Despegar) comentó para el diario *Ámbito Financiero*:

La demanda por las acciones de Despegar superó en 13 veces la oferta de acciones que hicimos y eso se refleja en una cotización que ha subido y que posiciona a la empresa con una capitalización bursátil superior a los US\$ 2.000 millones. Es una señal de confianza que dan los mercados de capitales del mundo y de querer participar en un proyecto que se sustenta exclusivamente en el talento argentino, en el talento de los 800 programadores de tecnología que tenemos en la Argentina y en un equipo que ha hecho nacer y crecer esta empresa. (“En su debut en Wall Street, las acciones de Despegar.com saltaron 22%”, 2017)

Luego de la salida a la bolsa y la renuncia de Roberto Souviron como CEO de la empresa, actualmente Despegar se encuentra en una nueva etapa de cambio. Como explica Fernando Viola

Es un mundo nuevo para Despegar, porque la empresa salió a la bolsa recién en septiembre del año pasado... La empresa está pasando por un cambio cultural grande. Entonces, yo creo que el IPO es parte de ese cambio de cultura, de empresa refundacional que se está rehaciendo. Es uno de los grandes hitos de la empresa que se está viviendo. (Viola, comunicación telefónica, diciembre de 2018)

### **3. Globant**

#### **3.1 Seed Stage (2003)**

En abril del año 2003 cuatro amigos: Martin Migoya, Néstor Nocetti, Martín Umanan y Guibert Englebienne, tras varias reuniones en el bar Down Town de Buenos Aires analizando las oportunidades de negocios, en base a cambios en

el contexto económico argentino y su experiencia laboral en el exterior, decidieron fundar Globant.

Los cuatro socios provenientes de familias de clase media de las ciudades de La Plata y Mar del Plata habían estudiado Ingeniería en universidades públicas. Noscetti y Migoya estudiaron Ingeniería Electrónica en la Universidad Nacional de la Plata mientras que Umaran estudiaba Ingeniería Civil en la misma universidad. Por su parte, Englebienne estudió Ingeniería en Sistemas en la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires en Tandil. Luego de obtener sus títulos de grado, los fundadores trabajaron en diferentes empresas, algunas multinacionales, en las áreas de ingeniería y desarrollo de negocios. Los cuatro coincidieron finalmente en la Consultora Tecnológica S.A. (Cotesa), aunque trabajaron en áreas y proyectos diferentes que los llevaron a diversos países de la región.

Durante ese tiempo, la Argentina enfrentaba tiempos difíciles. Durante el gobierno de Fernando de la Rúa, el país se encontraba al borde de una crisis económica. La Ley de Convertibilidad (vigente desde 1991) que establecía la paridad fija del peso argentino con el dólar estadounidense, exigía al gobierno la adquisición de un gran monto de dólares. Por lo tanto, el gobierno nacional optó por la privatización de las empresas estatales y fondos jubilatorios, como así también, el endeudamiento externo y refinanciación con altas tasas de interés. Finalmente, en el año 2001, estalló una de las mayores crisis argentinas luego de la fuga de capitales y el *default* de la deuda soberana. La recesión, a su vez, provocó una crisis política y social que devino en la renuncia del mandatario en diciembre de ese mismo año. Luego de una semana con 5 presidentes interinos, Eduardo Duhalde decidió devaluar el peso y terminan con diez años de la Ley de Convertibilidad.

Una vez finalizada la Ley de Convertibilidad los salarios argentinos pagados en pesos eran bajos a escala global. En consecuencia, los socios se reunieron para estudiar posibles soluciones frente a esta crisis argentina.

Luego de la crisis de los años 2001 y 2002 todos los profesionales que nosotros conocíamos más capaces se auto exportaban con el pasaporte por Ezeiza y se iban a buscar nuevas oportunidades en otros países. Entonces, tomando cervezas nos preguntamos cómo habían hecho otros países que tenían el mismo problema que nosotros. En ese entonces había comprado acciones de una compañía de tecnología en India y, de repente, las acciones subían de valor muy rápidamente



y nosotros pensamos “acá está pasando algo”. Empezamos a estudiar y lo que veíamos era que cada vez, a pesar del estallido de la burbuja de internet, la gente seguía consumiendo tecnología. Cada vez lo hacía en terceras compañías mucho más especializadas, pero además había una tendencia más importante hacia el *offshoring*<sup>9</sup>. Básicamente, la tecnología que a mí me había permitido trabajar desde mi casa, ahora permitía que las empresas fueran a buscar talento donde este estaba. En ese sentido veíamos como países como Irlanda, India, Israel y Canadá habían generado una industria de servicio súper importante que le daba oportunidad a su gente y que había cambiado la naturaleza del potencial del país. Así mirábamos al costado en Argentina o el resto de Latinoamérica para ver quien lo estaba haciendo. Y la respuesta era nadie. (Migoya, 2016)

Una vez detectada esta oportunidad de negocios, los cuatro fundadores iniciaron las operaciones de Globant en abril del 2003. El dinero inicial fue un capital de 5.000 dólares aportados por los cuatro socios fundadores. Sus primeros clientes fueron empresas nacionales y multinacionales con oficinas en Argentina, como EMC, con necesidades de desarrollar páginas web complejas.

### 3.2 Start-up Stage (2003 – 2006)

Desde su inicio Globant tenía como foco el desarrollo del mercado internacional. Su primera etapa estratégica conocida como “*Outsourcing 1.0*” consistía en la oferta de servicios a precios competitivos con los de India (Khaire, Herrero y Scott, 2011). La empresa argentina no solo aprovechó los costos salariales competitivos internacionalmente, además, a diferencia de sus competidores asiáticos, Globant trabajaba en una franja horaria similar a la de los principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido.

De acuerdo con sus fundadores Globant nació como una idea muy simple. A diferencia de casi todas las empresas, el unicornio tenía un *business plan* de solamente una línea, el cual decía “vamos a hacer lo que nosotros sabemos, que es hacer servicios profesionales, pero lo vamos a hacer vendiendo en Estados Unidos e Inglaterra”. Con este objetivo en mente Martin Migoya y Guibert Englebienne viajaron a esos mercados en la búsqueda de clientes.

Un hito muy importante el Globant fue pensar: “Si tenemos este business plan que dice que vamos a vender afuera, entonces escribamos a los 3 contactos que conocemos en Estados Unidos y a los 2 contactos en Londres y hagamos un viaje para verlos y ver qué onda”. Ese momento fundacional de escribir en un pizarrón los contactos, ir a sacar el pasaje, tomarse un avión, irse 20 días a recorrer EEUU

---

<sup>9</sup> El *offshoring* o deslocalización describe el traslado de procesos de las empresas de un país a otro

e Inglaterra, haber dormido en sofás y tener experiencias muy graciosas fue uno de los momentos que marcó la historia de Globant. (Migoya, 2016)

Migoya y Englebienne reconocieron que una parte fundamental para su negocio era la forma de presentar su negocio, por ende, parte de los cinco mil dólares iniciales fueron para pagar un profesor de inglés para preparar un powerpoint que los presentara como “la última CocaCola del desierto” a los potenciales clientes (Migoya, 2017).

El primer gran cliente fue la empresa británica LastMinute.com que ofrecía billetes aéreos y habitaciones de hotel a último minuto a precios descontados. La empresa británica optó por reemplazar sus proveedores indios por Globant, con el que expandieron sus actividades a nuevos negocios y solucionaron problemas de funcionamiento y mantenimiento de su sitio web.

Al momento de la firma del contrato, Globant no poseía los recursos necesarios para llevar adelante el contrato. Optaron por contratar el personal luego de la adquisición del cliente (tuvieron 4 días antes de llegar a Londres para iniciar con el proyecto) pero tuvieron problemas para afrontar otros gastos relacionados.

Esta situación ilustra los problemas que Globant debía afrontar en sus primeros años de operaciones sin acceso al capital. Además de lidiar con la búsqueda de mercados externos en los primeros años de operaciones, los fundadores decidieron sustentar el crecimiento de la empresa mediante la constante reinversión de utilidades. Como explicó Guibert Englebienne en su visita a la Universidad de San Andrés,

Globant tiene el objetivo de crecer inexorablemente después de ganar plata de forma sistemática. Nosotros no somos mucho de la idea de crecer y no ganar plata. Hay empresas como Google y Twitter que pudieron hacerlo, pero en una empresa de servicios profesionales no se puede pasar por ese estadio, hay que ganar plata todos los meses y hacerlo en forma consecutiva. (Englebienne, 2016)

Si bien las técnicas de *bootstrapping* les permitió obtener ventas de 3 millones de dólares en su segundo año de actividad, la rápida tasa de crecimiento de la empresa imposibilitaba continuar brindando servicios de calidad solamente con la reinversión de utilidades. De acuerdo con esto Migoya comenta,

Hay dos formas de estrellar una compañía: o la estrellas yendo para abajo y decreciendo o la estrellas creciendo demasiado rápido. Cuando sucede lo segundo, de repente te quedas sin capital de trabajo y es casi lo mismo que estar fundido. Entonces el crecimiento te diría exponencial en la secuencia de números que tuvo Globant fue 200.000 dólares el primer año, tres millones el segundo, seis,

doce, veinticuatro, cuarenta y ocho... y así multiplicando por dos por 5 o 6 años seguidos... llega un momento que decís “no tengo capital para crecer. No tengo plata para pagar los sueldos de este mes”. (Migoya, 2017)

Frente a esta situación, Globant decidió buscar capitales para sustentar el crecimiento de su negocio. En este contexto, cuando Endeavor, una organización sin fines de lucro con operaciones a nivel global, destacó a los fundadores de Globant como emprendedores de alto impacto en el 2005 con el premio de “Emprendedores Endeavor”, pudieron acceder a una amplia gama de contactos y de inversores interesados en la compañía. Así, en junio del 2005, Globant cerró su primera ronda de inversión, dos años luego de su fundación. Durante esta ronda se recaudaron de 2 millones de dólares. Entre los inversores se destacaron Pedro Querio y Pablo Teubal que constituyeron un fondo de inversión llamado FS Partners.

Como la contratación de personal dependía de los proyectos con los que contaba la empresa, luego de sus altas tasas de crecimiento, el capital obtenido en esta primera ronda de inversión se destinó al capital de trabajo, principalmente, al desarrollo y reclutamiento de recursos humanos (Artopoulos, 2015).

### 3.3 Early Stage (2006-2012)

Un nuevo punto de inflexión en la historia de Globant fue en 2006 cuando firmaron un contrato con Google en Estados Unidos, lo que atrajo la atención de los medios, nuevos clientes y nuevos empleados.

La relación surgió cuando los fundadores de Globant contactaron al nuevo CTO de Google Europa (que anteriormente había ejercido como uno de los altos ejecutivos de LastMinute), quien les informó que Google estaba buscando su primera relación de *outsourcing* global. Luego de aplicar, Globant se sometió a un largo proceso de entrevistas donde competían las principales empresas del rubro a nivel mundial. Finalmente, la empresa fue seleccionada entre sus competidores debido a sus capacidades de ingeniería, sus conocimientos de tecnologías *open source* y sus metodologías ágiles. Como recuerda Guibert

Después de un Proceso de selección muy exhaustivo Google llegó a la conclusión de que teníamos talento a la par a la de ellos, además de una cultura muy similar a la suya. Eso se convirtió en un gran *BigBang* para nosotros, otorgándonos la credibilidad que nos permitió empezar a trabajar con muchas otras compañías súper innovadoras. (Englebienne, 2016)

De esta manera, con este nuevo cliente, Globant dio paso a su etapa “*Outsourcing 2.0*” en la que buscaba escalabilidad para mejorar márgenes y el impacto de negocio. Globant buscó apalancar soluciones de fuente abierta y aplicar metodologías para alcanzar el mercado de manera más rápida, aprendiendo de sus usuarios y adaptándose frecuentemente. Al mismo tiempo, aprovechando su experiencia, readaptaban para nuevos clientes piezas programadas previamente, ahorrando así horas de programación (Khaire, Herrero y Scott, 2011).

Durante esta etapa, Globant optó por distanciarse del modelo indio de servicios de bajo costo, posicionándose cerca de las agencias boutique de creatividad tecnológica ofreciendo servicios innovadores de desarrollo en la vanguardia de la industria tecnológica.

Tuvimos que cambiar el producto, porque nos dimos cuenta que estábamos compitiendo contra monstruos. Y cuando uno compite contra monstruos como es India y como es Canadá, que tienen muchísimo talento y que tienen cercanías y que ya tienen negocios desarrollados, lo que tenés que hacer es diferenciar tu oferta. Inmediatamente nosotros dijimos, no solamente vamos a hacer ingeniería, sino que además lo vamos a mezclar con diseño e innovación para proveerle eso al cliente de una manera distinta y vamos a desarrollar productos de software distintos basados en esos conceptos. (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre 2018)

De esta forma, en vez de basarse en las capacidades de manejo de herramientas y lenguajes de programación, se basaron en las habilidades de aprendizaje de las tecnologías de vanguardia combinadas con la capacidad de brindar servicios de desarrollo con innovación incorporada en los procesos de desarrollo (Artopoulos, 2015). Este cambio en el modelo de negocio, sumado al prestigio internacional que había brindado su relación con Google, llamó a atención de nuevos clientes en Silicon Valley.

Luego de su éxito en Mountain View, Globant recibió tentadoras ofertas de venta, no obstante, optaron por realizar una nueva ronda de inversión. Así ingresó a la compañía con 8 millones de dólares del *private equity* Riverwood Capital LLC, un fondo de riesgo que se especializaba en inversión en empresas tecnológicas con altas tasas de crecimiento.

Del capital aportado, 4 millones de dólares fueron cobrados por los fundadores y 4 millones de dólares fueron a la compañía para financiar futuros crecimientos. Además, uno de los socios del fondo, Michael Marks, aportó su experiencia como

ex socio del fondo Kohlberg Kravis Roberts & Co y CEO de Flextronic. Él junto a Francisco Álvarez Demalde y Nicholas Braithwaite, se sumaron a la junta directiva de Globant al término de la transacción.

En palabras de Migoya, “fue una de las experiencias de aprendizaje más valiosas en mi vida. Lograr que alguien como Michael Marks se nos uniera como socio capitalista fue como un sueño hecho realidad” (Khaire, Herrero y Scott, 2011, p.8). En línea con esto, el actual CFO de la empresa explicó cómo los inversionistas aportaron no solo capital a la compañía, sino también sus conocimientos, experiencia y contactos para ayudarlos en el negocio.

Los *private equity* además de la parte financiera te ayudan con otras cosas. Un *private equity* está en contacto con un montón de compañías, conoce a un montón de gente y permite que la estructura de tu organización sea la correcta, porque ya lo vieron con otras compañías que comenzaron desde pequeñas y crecieron hasta llegar a la bolsa... ese proceso ya lo vieron muchas veces entonces te apoyan en muchos momentos. Te dicen por ejemplo “mirá te convendría contratar a un CFO de afuera” o “acá podrías apuntar a este mercado yo conozco a tal o cual persona que trabaja en x compañía que podrían ser tus clientes”. Te agrega un conocimiento de mercado porque los *private equity* trabajan generalmente por industrias. Por ejemplo, FPV trabaja con compañías de tecnología, entonces conocen a un montón de gente, te ayudan a estructurar la compañía. (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre del 2018)

En 2008, en una tercera ronda de financiación, Riverwood Capital amplió su aporte con un desembolso de 13 millones de dólares, a quien se le sumó el *private equity* FTV Capital aportando 1 millón de dólares. Con el capital recaudado se realizaron adquisiciones que permitieron acelerar su crecimiento y expandir sus operaciones en la región. Específicamente, en enero del 2008, compraron Accendra por 1,5 millones de dólares para agregar operaciones en Chile y Colombia, unos meses después compraron Openware, una firma de software argentino que se especializa en manejo de seguridad e infraestructura, en un acuerdo de efectivo y acciones que valuaba a Openware en 2 millones de dólares.

Un año después, ingresaron al mercado de los videojuegos cuando Electronic Arts se convirtió en otro de sus grandes clientes. Este nuevo cliente fue un puntapié inicial para ingresar a una industria de gran crecimiento y potencial, como explica Englebienne:

El negocio del juego, junto con el de las redes sociales, incrementó la tasa a la cual se esperaba que creciera el desarrollo de software. Los desarrolladores de juegos pueden ahora subir un juego a Facebook, donde millones de personas

tienen acceso, y saben en solo minutos si el juego será exitoso o no. Esta tendencia se está acelerando con la telefonía celular. La interrelación entre distintas tecnologías demanda una versatilidad mayor por parte de los desarrolladores de software. Nos movemos cada vez más rápidamente. (Catalano, 2017, p.126)

En el año 2011 Riverwood y FTV realizaron una nueva ronda de inversión por el monto de 15 millones de dólares. Para ese año Globant, era una empresa de servicios informáticos que tenía oficinas de venta en las ciudades de Londres (Reino Unido), Boston, Austin y el área del Silicon Valley (EEUU), y oficinas de desarrollo y soporte en las ciudades Latinoamericanas de Buenos Aires, Tandil, La Plata, Rosario, Córdoba, Bogotá, Santiago y México DF. Entre sus clientes podíamos encontrar empresas como ElectronicArts, Google, Sabre, Bunge, EMC, LinkedIn, J. Walter Thompsom, Gap, Disney, Dreamworks, Coca-Cola, Travelocity, Friendster, Citi y VeriSign.

### **3.4 Late Stage (2012-actualidad)**

En el año 2012 Endeavor Global, el brazo inversor de la entidad global que incentiva emprendedores, también se convirtió en accionista minoritario. Ese mismo año el gigante global de la publicidad, WPP (dueño de las agencias Ogilvy & Mather, Y&R, Grey y JWT, entre muchas otras) compró a otros inversionistas el 20% de la compañía abonando un total 70 millones de dólares.

La compra de acciones de WPP fue realizada a inversores de la compañía, por lo tanto, no ingresó dinero a Globant. No obstante, se obtuvieron otros beneficios, como ser, el reconocimiento global y la posibilidad de ampliar la cartera de clientes con las subsidiarias que poseía el *holding* internacional. Como menciona Urthiague:

Para Globant fue una garantía de calidad. Porque el hecho de que una compañía tan grande como WPP decida invertir en la compañía aún privada era un signo de calidad. Eso tiene mucho valor. Obviamente son cosas que te van ayudando cuando uno está preparando la compañía para hacer un IPO. No entró nada de dinero a la compañía. Fue todo a accionistas, pero generaba un montón de oportunidades de negocios futuros. (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre del 2018)

Por otro lado, ese mismo año, Globant empezó los preparativos para lanzar su primera oferta pública. Cuando MercadoLibre realizó su oferta pública quedó cimentada la semilla del IPO de Globant.

Hemos logrado un hito bastante que es: en nuestra de visión de querer ser la mejor compañía en el mundo haciendo lo que hacemos. Fijamos un hito que era tratar de ser la primera compañía de servicios profesionales y de desarrollo de productos de software y de propiedad intelectual que pudiera cotizar en los Estados Unidos. Y en ese viaje fue cuando empezamos a planearlo muy inspirados por otros casos, como el de MercadoLibre. Diciendo si ellos pudieron hacerlo porque no nosotros. Desde ese punto, con ese objetivo en mente, pensamos como tenemos que planear la compañía si queremos que en algún momento poder jugar en esa liga. (Migoya, 2016)

El equipo de Globant estaba convencido que este era el paso natural para que Globant continuara creciendo y era un medio para darles una salida exitosa a los inversores que habían confiado en ellos. El proceso, que duró 3 años, fue gradual, arduo y complejo. Los preparativos fueron demorados, en primer lugar, por la compra por parte de WPP que requirió la modificación de los documentos que habían sido preparados por la compañía. Asimismo, la compañía tomó la decisión de demorar la salida a la bolsa cuando las condiciones económicas del país no eran favorables para la compañía.

Por cuestiones de manejo del negocio global y por beneficios económicos, la sede de Globant se encuentra en Luxemburgo como un holding que se estructura para abajo con una filial española de la que dependen el resto de las subsidiarias. La idea inicial era que la empresa cotizante sea la española, no obstante, finalmente optaron por inscribir a la cabeza del grupo, lo cual exigió una reestructuración societaria que demoró aún más la salida a la bolsa.

Finalmente, el 18 de Julio de 2014 Globant comenzó a cotizar en el NYSE bajo la denominación de GLOB. El precio fijado para la acción fue de U\$D10 cerrando el primer día a U\$D 11.25. Se vendieron 5.850.000 acciones (de las cuales cerca 1.500.000 eran de accionistas), generando ingresos aproximados de U\$D58.5 millones, y valuando a la empresa por U\$D 333.5 millones.

## Capítulo 5: Comparación de los casos

Una vez presentados los tres casos seleccionados para este trabajo de investigación, en la siguiente sección se procederá a destacar aquellas decisiones de financiamiento que fueron determinantes para el éxito de estas empresas. Con este fin, se compararán la experiencia de MercadoLibre, Despegar y Globant teniendo en cuenta las distintas etapas de su historia delimitadas anteriormente.

### 1. La Fundación

Anexo 2: Fuentes de capital semilla.

Empresa	Año	Fuente de Financiación	Monto Recaudado
MercadoLibre	1999	Fundador, 3Fs y <i>Angels Investors</i>	U\$D 2 M
Despegar	1999	Fundador, 3Fs y <i>Angels Investors</i>	U\$D 75.000(*)
Globant	2003	Fundadores	U\$D 5.000

(\*) Monto aproximado

Fuente: Elaboración propia

Los emprendedores, aquellos que tuvieron la idea de empezar una empresa y llevarla adelante frente a los diferentes obstáculos a lo largo de su historia, son un factor fundamental para entender el destino que tuvieron estos unicornios. Desde sus inicios, los fundadores fueron capaces de detectar necesidades desatendidas de los consumidores y descubrieron el modelo de negocio adecuado para satisfacerlas.

Por un lado, Marcos Galperín fue testigo del éxito de eBay en Estados Unidos cuando se encontraba estudiando en este país y vio la oportunidad de llevar un negocio similar a Argentina con el objetivo de “democratizar el comercio” de su país de origen. De manera similar, Roberto Souviron sufrió las dificultades de la compra de pasajes a fin de año cuando se encontraba estudiando en el mismo país, pudiendo acceder a una nueva forma de compra por medio del sitio de Travelocity.

De esta forma, los fundadores de estas empresas no solamente detectaron necesidades de los consumidores, sino que también fueron testigos de cómo las



nuevas tecnologías, producto de la evolución de Internet, posibilitaban a las empresas disminuir la brecha de información entre las personas. La disminución de esta asimetría fue consecuencia de la creación de un punto de encuentro entre compradores y vendedores en el caso de MercadoLibre; y de clientes y aerolíneas (y otros servicios relacionados) en el caso de Despegar.

Los emprendedores fueron capaces de detectar estas oportunidades, en parte, como consecuencia de su estadía en Estados Unidos, donde pudieron estudiar y ser testigos del nacimiento y crecimiento de grandes empresas que funcionaban bajo el paradigma de Silicon Valley y que formaban parte del auge de las puntocom.

No hay que ser un gran inventor, sino que hay que ser un gran observador de lo que está pasando en otros lados. No es cuestión de inventar la rueda sino hacerla girar más rápido. Despegar es la emulación de cosas que ya existían en otros lados y que fueron adaptadas a Latinoamérica. (Souviron, 2018)

Por un lado, Galperín tuvo la posibilidad de conocer a grandes empresarios entre los alumnos, profesores e invitados de Stanford. En este ambiente académico surgieron grandes emprendedores como Sergery Brin y Larry Page (fundadores de Google), Reed Krieger y Kevin Systorm (fundadores de Instagram), Reed Hastings (fundador de Netflix), entre otros. De manera similar, Roberto Souviron asistió a las aulas de la universidad de Duke, donde conoció a tres de sus socios (Rastellino, Fiori y Cadeiras).

Marcos Galperín también conoció al *angel investor* John Muse en Stanford, tres meses antes de su graduación. La aprobación del multimillonario fue uno de los puntapiés iniciales que llevaron a Galperín a fundar MercadoLibre en agosto de 1999 con un capital inicial de 2 millones de dólares provenientes del propio fundador y de su familia, junto con algunos ángeles inversores. Ese mismo año, Roberto Souviron, Martín Rastellino, Christian Vilate, Mariano Fiori y Alejandro Tamer fundaron Despegar con un aporte aproximado de 75.000 dólares proveniente de ahorros de los inversores.

Por su parte, Globant fue fundada en el año 2003 con un capital de 5.000 dólares (proporcionado por sus fundadores y *angel investors*) luego del auge de las puntocom. Sus fundadores, a diferencia de los casos anteriores, eran cuatro ingenieros formados en universidades argentinas que vieron una oportunidad

cuando cambió el aspecto macroeconómico argentino. Luego de la finalización de la Ley de convertibilidad, la disminución de los sueldos argentinos en relación al dólar hacía competitiva a Argentina en el escenario internacional. Además, Migoya había observado el éxito de las empresas indias en la industria de la tecnología y con la experiencia de trabajo remoto del equipo en Cotesa, los cuatro socios decidieron fundar Globant para exportar servicios principalmente al mercado estadounidense y británico.

En cuanto al manejo de capital, en una primera instancia MercadoLibre se focalizó en el uso prudente del dinero a la espera de una nueva ronda de inversión lanzando su sitio web en Argentina, Brasil, México y Uruguay en su primer año de funcionamiento. Por su parte, Despegar utilizó su capital semilla para la puesta en marcha del sitio web y la publicidad necesaria para atraer a sus primeros clientes. Globant, en cambio, utilizó el dinero en los gastos necesarios para la búsqueda de clientes y en preparación de una nueva ronda de inversión.

La financiación de emprendimientos semillas es la forma más arriesgada de invertir teniendo en cuenta que se realiza el aporte en la etapa más temprana de desarrollo, mucho antes de que el emprendimiento genere ingresos o ganancias. Además, el aporte de capital semilla es probablemente la forma más complicada de inversión ya que un potencial inversionista no tiene suficiente información para tomar una decisión completamente informada. En la mayoría de los casos, los factores clave para una inversión inicial exitosa incluyen la viabilidad de la idea detrás del producto o servicio desarrollado por una empresa y la capacidad de su administración para realizar la idea.

Además, de acuerdo con Alejandro Mashad (Director del Centro de Entrepreneurship de la Universidad de San Andrés), en esta primera etapa, uno de los factores clave para el éxito de un emprendimiento, es, por un lado, la conformación de un equipo de trabajo que se encuentre comprometido con la idea. Por otro lado, los emprendimientos que mejor funcionan son los que apuntan a mercados que son grandes o que están en estadios iniciales de su ciclo de vida. “Por lo general, los inversionistas no apuestan por los emprendimientos que apuntan a mercados chicos porque no existe un potencial de crecimiento” (Mashad, comunicación personal, noviembre de 2018).

De esta manera, la búsqueda de clientes norteamericanos y europeos de Globant, y el objetivo de rápidamente expandirse regionalmente de Despegar y MercadoLibre fue un factor que cautivó a futuros inversionistas. La mirada internacional, por un lado, permitió la escalabilidad de sus negocios y aumentó la oportunidad de generar utilidades para los fundadores y sus inversionistas iniciales. Por otro lado, generó la necesidad de mayores aportes de capitales que sustentaran la inversión necesaria para dicha expansión.

Nuestro secreto fue decir “Cuesta lo mismo pensar en chico que en grande” exige el mismo poder de procesamiento, pero los resultados son totalmente distintos. Cuando uno empieza a pensar en grande uno toma decisiones que están asociadas con esa forma de pensamiento y que están disociadas del pensar en chico. Cuando uno está pensando en una compañía a largo plazo y estás pensando en grande, diciendo “quiero ser global desde Argentina” empieza a tomar decisiones asociadas a ello. Por ejemplo, el emprendedor que piensa en chico, lo que hace es llevarse todos los años lo que la compañía produce y se lo lleva al bolsillo. En cambio, el emprendedor que piensa en grande jamás sacaría esa plata, la vuelve a reinvertir en su propio negocio: en management, en armar equipos, en procesos, en escalar, en entender mejor el mercado y en ir a visitar mercados afuera. (Migoya, 2016)

## 2. Los primeros pasos

Anexo 3: Principales inversores en las rondas de financiamiento realizadas durante la etapa de *start-up*

Empresa	Período	Rondas de Financiación	Principales Inversores	Monto Recaudado
MercadoLibre	1999-2001	Primera Ronda (1999)	JP Morgan, Flatiron y HMT&F	USD 7.6 millones
		Segunda Ronda (2000)	Goldman Sachs, Capital Riesgo Internet (Banco Santander), GE Capital Equity Investments, J.P. Morgan Partners y HMT&F	USD 46.7 millones
Despegar	1999 - 2007	Primera Ronda (2000)	Buenos Aires Capital Partners, Merrill Lynch, Newbridge Andean Partners, Accords y HMT&F	USD 10 millones
		Segunda Ronda (2000)	Merrill Lynch y Yahoo, Sonae	USD 10.5 millones
Globant	2003-2007	Primera Ronda (2005)	FS Partners	USD 2 millones
		Segunda Ronda (2007)	Riverwood Capital	USD 7.8 millones

Fuente: Elaboración propia

Tanto Despegar como MercadoLibre llevaron a cabo sus primeras rondas de financiación en el contexto del auge de las empresas puntocom. Durante este período existía una gran cantidad de capital disponible por parte de inversores

que estaban interesados en estas nuevas y prometedoras empresas tecnológicas.

Despegar llevó a cabo tres rondas de financiamiento de 1 millón, 10 millones y 10.3 millones de dólares respectivamente. Mientras que la primera se realizó con Buenos Aires Capital Partners con el objetivo principal de obtener liquidez para pagar los gastos del lanzamiento inicial y para la apertura de oficinas en Uruguay, Chile y Brasil; las siguientes dos rondas tuvieron una finalidad estratégica. El equipo fundador buscó inversores que aporten no solamente dinero, sino también valor agregado a la empresa ya sea mediante sus redes de contactos, el aporte de su experiencia con empresas de la industria u otorgando reconocimiento al emprendimiento a nivel internacional. Entre los seleccionados se encontraban Merrill Lynch Global, Newbridge Andean Partners, Accords y Hucks, Muse, Tate & First

MercadoLibre realizó con éxito dos rondas de 6 y 46.5 millones de dólares con *private equity* y *venture capitals* extranjeros, entre los que se destacan J.P. Morgan, Flatiron, Hicks, Muse, Tate & Furst, Goldman Sachs, GE Capital Equity Investments, entre otros. Ambas rondas iniciaron sin complicaciones y MercadoLibre tuvo el privilegio de elegir aquellos fondos que mejor se adaptaran a sus necesidades. Sin embargo, antes de la finalización de la segunda ronda, el estallido de la burbuja de las puntocom trajo consigo complicaciones en la negociación con los inversores, las cuales fueron solucionadas mediante el establecimiento de cláusulas que protegieran los intereses de los inversores.

Durante la época en que la que gran parte de las empresas tecnológicas no pudieron continuar con sus negocios, estos dos unicornios tomaron decisiones que diferían del paradigma vigente. Gran parte de las empresas de la época, luego de la recaudación de los fondos invertían en publicidad y otros métodos para ampliar la base de clientes. De esta manera, su potencial parecía mayor y procedían a realizar nuevas rondas de inversión para continuar con este ciclo. Sin embargo, Despegar y MercadoLibre tomaron medidas para reducir el gasto desmedido del capital recaudado y se concentraron en generar la rentabilidad suficiente para ser autosustentables.

Por un lado, Despegar contactó a sus inversores para solicitar su apoyo, renegoció el pago a sus proveedores, centraron y reestructuraron sus

operaciones en Brasil, Argentina y México; desvincularon empleados y dejaron de pagar sueldos a los socios y la alta gerencia. Por otro lado, MercadoLibre cerró su oficina con foco en el mercado estadounidense, comenzó a cobrar a los vendedores que utilizaban la plataforma y lanzó un programa de afiliados, para generar tráfico a la web y atraer posibles compradores de terceros que también deberían pagar a la empresa.

En sus primeros años de funcionamiento, a diferencia de los dos casos anteriores y la gran mayoría de empresas tecnológicas, Globant no buscó capitales para llevar adelante sus operaciones, sino que el dinero provino como resultados positivos del negocio desde sus inicios. Luego, de su primer año de funcionamiento, en el 2004, Globant ya poseía ventas por 3 millones de dólares.

El dinero producto de sus operaciones tuvieron el fin de sustentar el crecimiento de la empresa mediante la contante reinversión de utilidades con técnicas de *bootstrapping*. No obstante, la rápida tasa de crecimiento de la empresa restringía la calidad del servicio que podían prestar valiéndose solamente de estas técnicas. Por lo tanto, cuando quisieron seguir creciendo debieron salir a la búsqueda de nuevos inversores que se sumaran a la empresa.

En este contexto, el reconocimiento que significó el premio a emprendedores del año otorgado por Endeavor, contribuyó al éxito de una ronda de financiación de 2 millones de dólares con FS Partners. Como la contratación de personal dependía de los proyectos con los que contaba la empresa, luego de sus altas tasas de crecimiento, el capital obtenido en esta primera ronda de inversión se destinó al capital de trabajo, principalmente, al desarrollo y reclutamiento de recursos humanos.

En un principio los emprendimientos debieron afrontar tres grupos de gastos: los desembolsos necesarios para activos fijos de las compañías, los gastos del desarrollo del producto/servicio y los costos de reclutamiento, desarrollo y salarios de empleados. Las características de estos gastos influyeron en la decisión de los emprendedores del manejo de la financiación en el inicio de sus actividades.

En primer lugar, tuvieron que asumir gastos de publicidad, costos de programación y puesta en marcha de sus sitios web. En cuanto al primero, cabe

destacar la necesidad que poseían MercadoLibre y Despegar de atraer una base de clientes importante para el correcto funcionamiento del sitio.

MercadoLibre requería que un gran número compradores y vendedores se registren a su sitio web para poner implementar el cobro del servicio. De esta manera, la Ley de Metcalfe los ayudó a tener un crecimiento exponencial de sus negocios, como simplifica Marcos Galperín “Cuando la empresa empieza a despegar se hace un efecto de bola de nieve, donde más compradores atraen a mas vendedores que atraen a mas compradores y así sucesivamente” (Galperín, 2016). Esta necesidad de llegar a millones de usuarios los llevó a requerir una mayor cantidad de capital semilla, para lo cual acudieron a inversores externos en rondas de financiamientos dentro del primer año de funcionamiento.

En cambio, Globant no precisó grandes inversiones para iniciar sus operaciones y lograr rentabilidad. La utilización de software de código abierto redujo la necesidad de la empresa de tener que adquirir costosas licencias de software y el ingreso de flujos de fondos por cobranzas les permitió financiar sus operaciones mediante la reinversión de utilidades.

En segundo lugar, los costos relacionados a los recursos humanos no significaron grandes erogaciones para Despegar y MercadoLibre. La primera tenía un equipo fundador que se encargó de gran parte de las tareas, mientras que Marcos conformó rápidamente un equipo de trabajo el cual recibió participación en la empresa como medio de compensación en los primeros tiempos de la empresa. Por su parte, Globant fue el caso que tuvo que afrontar la mayor cantidad de costos pertenecientes al segundo grupo mencionado al inicio de esta sección. Los gastos en recursos humanos eran necesarios para el correcto funcionamiento de la empresa. El crecimiento de la cantidad de empleados fue uno de los factores que los llevó a buscar financiamiento externo cuando la reinversión de utilidades no alcanzaba para el pago de los salarios de los empleados.

En tercer lugar, los costos relacionados a activos físicos suelen ser grandes erogaciones que deben afrontar los emprendedores, no obstante, una de las principales características de estas empresas tecnológicas es su casi nula necesidad de ellos. En varias ocasiones, los emprendedores destacaron la simplicidad de sus primeras oficinas similares a los inicios de otros

emprendimientos de Silicon Valley, por ejemplo, la cochera del edificio de Sadesa donde Galperín y su equipo comenzaron las operaciones de MercadoLibre.

Por otra parte, en esta etapa es importante destacar que, si bien los equipos de MercadoLibre, Despegar y Globant tenían la posibilidad de acceder a capital con relativa facilidad, el correcto manejo del dinero recaudado fue un factor fundamental que marcó el éxito de sus empresas.

Para poder aprender uno tiene que medirse. Nosotros todos miércoles nos juntamos todo el top management pasamos revista de un panel de control para saber que pasa en la organización. Todos los miércoles salimos aprendiendo cosas que la semana pasada no sabíamos. Esta práctica permite que uno haga correcciones más chicas. Hay que medirse muchísimo más frecuente si uno quiere crecer rápido. (Englebienne, 2016)

Un componente determinante en el management de un emprendimiento que inicia sus actividades es el análisis de cuánto dinero necesita, cuando lo va a necesitar, quien lo suministrará y de qué forma lo utilizará. Para tomar estas decisiones los emprendedores deben prestar especial atención a su flujo de caja (*cash flow*), al ritmo en que gasta el dinero (*burn rate*), el momento en que la compañía se quedará sin efectivo y el tiempo requerido para conseguir nuevo financiamiento.

Cuando los recursos aportados por los inversionistas se depositan en una cuenta corriente (o a través de cualquier otro instrumento), pasan a ser propiedad de la empresa. Desde ese momento el emprendedor tiene la obligación de utilizarlos de manera que beneficien a la compañía, garantizando su disponibilidad y eficiencia.

La austeridad fue clave en el éxito de Despegar. No quemamos la plata antes de llegar el break even. Nuestra filosofía siempre fue “aunque la plata se de los inversores nosotros la tenemos que usar como si fuera nuestra”. Siempre manejamos la empresa como nuestra, en el sentido de que cada peso que sacábamos de la caja de Despegar nos dolía como si lo hubiésemos sacado de nuestro bolsillo. Siempre está el análisis del retorno sobre la inversión aún en pequeños gastos como un monitor o la fruta en la oficina. (Souviron, 2018)

Un manejo del *cash flow* adecuado no solamente brinda a la empresa la capacidad de afrontar sus obligaciones, sino que también da flexibilidad y margen de maniobra a las operaciones.

Revisamos dos o tres veces donde no tenemos que gastar y detectar el margen que tienen que tener el negocio para que sea sustentable y que sea un vehículo seguro para todas las personas que trabajan en la compañía. (Englebienne, 2016)

En sus etapas iniciales, las empresas con crecimiento exponencial deben prestar especial atención al ingreso de liquidez y diferenciarla del resultado neto de sus emprendimientos. Una empresa puede generar utilidades, pero si posee un flujo de caja negativo no podrá sustentar su crecimiento y se verá obligada a cerrar. En otras palabras, teniendo en cuenta que el *cash flow* indica la capacidad de la empresa de generar dinero suficiente para mantener o ampliar las operaciones. Un negocio que no genera dinero para sufragar sus gastos operativos a mediano plazo, fracasará:

Uno de los principales problemas que tienen los emprendimientos que fracasan es un mal manejo del *cash*. Puede haber equipos fabulosos e ideas que están buenas, pero si no tienen idea y no manejan bien el *cash flow* se quedan sin plata... y en el momento que te quedaste sin plata tenés que cerrar. Es por esto que el manejo inadecuado del *cash* es una de las causas principales del fracaso de emprendimientos (Mashad, comunicación personal, noviembre de 2018)

Gran parte de los emprendedores que inician sus negocios tienen la meta de vender sus productos o servicios. Por lo tanto, concentran todos sus esfuerzos en ganar clientes y generar ingresos, delegando los procesos de cobranzas. En cambio, los equipos de MercadoLibre, Despegar y Globant tomaron decisiones clave que aseguraron la entrada de liquidez a sus empresas. Por ejemplo, Galperín optó por comenzar a cobrar a los usuarios que utilizaban su plataforma aun cuando esto significara un crecimiento más lento de la empresa. Por su parte, el equipo de Despegar se ocupó de negociar con sus proveedores la ampliación del período de pago por sus servicios, procurando pagar lo más tarde posible (siempre y cuando su imagen no se vea afectada, ni tampoco su calificación crediticia).

Simultáneamente al análisis de los componentes de su *cash-flow* los emprendedores deben observar el *burn rate* de su capital. Este indicador de consumo de caja permite conocer la velocidad con la que se gastan (“quemar”) los fondos de la compañía. Esta métrica es de suma importancia en los inicios de actividades debido a que en esta etapa los ingresos no son inmediatos, sino que existe una curva de trabajo hasta llegar a los primeros ingresos y a los primeros beneficios. Específicamente, en los emprendimientos basados en Internet, como Despegar y Mercadolibre, se requiere una base mínima de



usuarios para tener ingresos, ya sea a través de publicidad, la venta de contenidos o la comisión cobrada por las transacciones realizadas en la plataforma.

Este indicador es un factor clave que para determinar con certeza cuánto tiempo la empresa puede sobrevivir en el negocio hasta la siguiente ronda de inversión o hasta que el producto empiece a ser rentable. Es por ello que el equipo de Mercado Libre tenía especial cuidado por este indicador luego de su primera ronda de financiación, como lo comenta Marcelo Galperín:

Hay una cosa muy importante que es el *burn rate* o la velocidad a la cual “quemamos plata” o el combustible. Es más o menos como un gráfico de inventario, donde pones stock, lo vas vendiendo, volvés a poner stock y los vas vendiendo. Acá es lo mismo: ponés plata, la vas gastando, volvés a poner plata y la vas gastando. En función de la plata que conseguiste en cada ronda y la velocidad en la que la gastas te da una X cantidad de meses hasta que tenés que volver a conseguir plata. Los *angels* te permiten tanto tiempo según tu ritmo de gastos; haces la primera ronda y es tanto tiempo, haces la segunda ronda y es tanto tiempo, la tercera y es tanto tiempo, haces el IPO y es tanto tiempo... Hasta llegar a un momento en que la compañía se financia sola. (Constantinidis, 2000, p. 137)

Como lo mencionó Galperín el *burn rate* también es un número que es analizado por los potenciales inversionistas en las rondas de financiación. De acuerdo con esto Federico Fuchs de Despegar agrega:

Cuando te preguntan por el *burn rate*, es para ver que sea razonable lo que vas a gastar y que es razonable lo que estas levantando. Nosotros tenemos un *burn rate* de \$3 millones por mes, y si al tipo le pedís \$10 millones te va a decir “no, váyase a buscar plata por tres meses, gastá \$20 millones, y vení en mínimo en seis meses” o algo así. (Constantinidis, 2000, p. 146)

## 2. El crecimiento exponencial

Anexo 4: Principales inversores en las rondas de financiamiento realizadas durante el *early stage*

Empresa	Período	Fuentes de financiamiento	Principales Inversores	Monto Recaudado
<b>MercadoLibre</b>	2001-2007	Alianza Estratégica	eBay	(1)
<b>Despegar</b>	2007-2015	Tercera Ronda (2007)	Tiger Global Management	USD 76 Millones
		Cuarta Ronda (2012)	Accel Partners, Insight Ventures, Sequoia y General Atlantic	(2)
<b>Globant</b>	2006-2012	Tercera Ronda (2008)	Riverwood Capital y FTV Capital	USD 14 millones
		Cuarta Ronda (2011)	Riverwood Capital y FTV Capital	USD 15 millones

(1) eBay no realizó una inversión monetaria cuando se concretó la alianza con MercadoLibre. La empresa obtuvo el 19.5% del capital accionario de MercadoLibre a cambio de la empresa brasilera iBazar, un acuerdo de no competencia durante la duración del contrato y el intercambio de know how; y en el año 2005 otorga un préstamo a la empresa argentina para la compra de DeRemate.com

(2) Monto no divulgado

Fuente: Elaboración propia

En la siguiente etapa, los unicornios estudiados vivieron su período de mayor crecimiento. Por un lado, luego de obtener un contrato con Google en el año 2006, Globant empezó una nueva etapa estratégica denominada *outsourcing 2.0*, mediante la cual focalizaron sus esfuerzos en el desarrollo de soluciones innovadoras de alto valor agregado. Asimismo, este nuevo cliente le otorgó prestigio a la empresa y el reconocimiento necesario para ampliar su base de clientes incluyendo a grandes empresas tecnológicas como LinkedIn, Disney y Electronic Arts. Como resultado de ello, el unicornio necesitó más capital con el fin de ampliar los recursos disponibles para que acompañaran su crecimiento.

Globant realizó dos rondas de inversión. La primera fue con Riverwood Capitals por un monto de 8 millones de dólares. En la segunda ronda, realizada en 2008, al inversor anterior se sumó FPV, recaudando en total 14 millones dólares. El dinero fue utilizado en las adquisiciones de Accendra y Openware, que permitieron acelerar su crecimiento y expandir sus operaciones en la región.

Por su parte, en el año 2007, Despegar había logrado estabilizar su negocio y el equipo fundador consideró que era el momento de volver a ampliar su oferta poniendo foco en la oferta de otros servicios distintos a los vuelos. Para ello necesitaban el respaldo financiero que fue otorgado por Tiger Global, que ingresó a la compañía con un aporte de 76 millones de dólares, convirtiéndose en el accionista principal de la compañía. Este nuevo inversor, ya poseía experiencias en otras empresas de tecnología, y estaba interesado en formar parte de Despegar para apoyarlos en esta nueva etapa de expansión.

Para el año 2009, Despegar amplió su oferta de hotelería y se expandió regionalmente a Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Puerto Rico. Además, en el año 2010, lanzaron el sitio en El Salvador y Honduras alcanzando el millón de usuarios atendidos.

Dos años más tarde, Despegar sumó grandes inversores a la empresa: Sequoia Capital (uno de los principales fondos de capital de riesgo de Silicon Valley),

Accel Partners Management, Insight Venture Partners y General Atlantic. Ese mismo año se realizó el lanzamiento de su aplicación móvil (diseñada por un equipo dentro de la compañía) y ampliaron su oferta a paquetes turísticos, alquiler de autos y viajes en cruceros.

A diferencia de los casos anteriores, MercadoLibre no realizó una nueva ronda de inversión ya que tenía el objetivo de expandir sus negocios con la reinversión de utilidades. La auto-sustentabilidad se dio, en parte, gracias a su alianza establecida con eBay en el año 2001, el cual obtuvo el 19.5% del paquete accionario de MercadoLibre. A cambio el unicornio argentino recibió iBazar en Brasil, un acuerdo de no competencia durante la duración de la alianza y el compromiso del intercambio de conocimientos.

Mediante el acuerdo, eBay validó a MercadoLibre como el modelo ganador de la región brindándole el reconocimiento frente a inversores y clientes. Como resultado de su relación con el gigante global, MercadoLibre pudo consolidarse como líder de la región, adquiriendo a sus principales competidores Lokau y DeRemate.com (por medio de un préstamo otorgado por eBay), en los años 2002 y 2005 respectivamente.

#### 4. Consolidación del negocio

Anexo 5: Principales fuentes de financiamiento durante el *late stage*

Empresa	Período	Fuentes de financiamiento	Monto Recaudado
<b>MercadoLibre</b>	2007- actualidad	IPO en la Bolsa de NASDAQ (2007)	USD 49,6 millones (*)
<b>Despegar</b>	2015- actualidad	Alianza Estratégica con Expedia (2015)	USD 270 millones
		IPO en la Bolsa de NYSE (2017)	USD 332 millones (*)
<b>Globant</b>	2012- actualidad	Alianza estratégica con WPP (2012)	(1)
		Edeavor Catalyst Program (2012)	USD 2 millones (*)
		IPO en la Bolsa de NYSE (2014)	USD 58.5 millones (*)

(\*) Ingresos Netos Aproximados

(1) WPP compró el 20% del paquete accionario a otros inversores de la compañía, por lo tanto, no hubo ingreso de capital directamente a la empresa.

Fuente: Elaboración propia

Cuando su negocio se encontraba en una etapa de maduración, Globant concretó una alianza con WPP, un gigante global dedicado principalmente a los negocios publicitarios. El inversor obtuvo el 20% del paquete accionario de la compañía comprando la participación de accionistas por un total 70 millones de dólares. De manera similar, en el año 2015, Despegar concretó una alianza con

Expedia, un competidor estadounidense, que destinó 270 millones de dólares a la adquisición del 16.4% del paquete accionario de la empresa argentina.

De manera similar a MercadoLibre, estas alianzas validaron a escala internacional el modelo de negocio de las empresas argentinas, al ser reconocidas por sus contrapartes globales. Asimismo, si bien la relación con Expedia y WPP no tenían como objetivo principal la inyección de dinero, funcionaron como herramientas para la expansión de los negocios de las compañías. Por un lado, como resultado de su relación con WPP, Globant pudo acceder a un mayor número de clientes vinculados a las filiales del gigante global. Por otro lado, Expedia y Despegar establecieron un contrato de intercambio de bases de datos de clientes y oferentes que ampliaron el número de usuarios y la oferta de ambas compañías

Durante esta etapa de sus negocios, los unicornios evaluaron la posibilidad de vender sus compañías, no obstante, los tres tomaron la decisión de cotizar sus acciones públicamente en la bolsa norteamericana. Esta decisión suele ser difícil en un gran número de emprendimientos porque la preparación para la salida a la bolsa es conocida por ser notablemente intensa e implicar una de las inspecciones más exhaustivas a la que una empresa debe someterse. Durante esta etapa, la SEC, los auditores, bancos y varios grupos diferentes de abogados pasan meses y meses asegurándose de que cada número sea correcto, que la contabilidad sea apropiada y que los controles adecuados estén en su lugar. Además, permanecer como una empresa privada tiene una serie de beneficios que incluyen la posibilidad de enfocarse en estrategias a largo plazo en lugar de ganancias trimestrales a corto plazo, retener la ventaja competitiva que proviene de no revelar detalles de negocios y minimizar el tiempo y los recursos que el management invierte en actividades orientadas a la comunicación con accionistas

En el caso de los unicornios analizados, el proceso de preparación varió entre cada una de ellos. Por un lado, MercadoLibre tuvo la ventaja de tener la experiencia de una empresa con sede en Estados Unidos que ya cumplía con requerimientos de la SEC y era auditada por *big fours* por solicitud de sus inversionistas. El sistema contable y de gestión que poseían facilitó la preparación necesaria para cotizar en el NASDAQ, siendo necesario un año para

su lanzamiento. Despegar de igual forma, pudo cotizar en bolsa luego de un año de preparación. En cambio, Globant se enfrentó con una serie de dificultades que retrasaron por tres años la oferta pública.

En agosto de 2007, MercadoLibre completó su IPO en NASDAQ bajo la denominación de MELI. El precio fijado por acción fue de U\$D18 y el precio al final del primer día fue de U\$D 28, de vendieron 16.770.185 acciones (de las cuales 13.468.489 correspondían a inversores de la empresa) con ingresos netos aproximados fueron de U\$D 49.6 millones.

Por su parte, el 18 de Julio de 2014 Globant comenzó a cotizar en el NYSE bajo la denominación de GLOB. El precio fijado para la acción fue de U\$D10 cerrando el primer día a U\$D 11.25. Se vendieron 5.850.000 acciones (de las cuales cerca 1.500.000 eran de accionistas), generando ingresos aproximados de U\$D58.5 millones.

Finalmente, el 19 de septiembre del 2017, Despegar lanzó su oferta pública inicial en NYSE bajo la denominación DESP. El precio fijado por la acción fue de U\$D26 cerrando a un precio de U\$D32.36, se vendieron 12.7770.00 (4.106.569 fueron vendidas por accionistas) generando una ganancia neta aproximada de U\$D 332 millones.

Las compañías atravesaron una serie de cambios luego de empezar a cotizar en la bolsa norteamericana. En primer lugar, tuvieron que afrontar cambios en sus procesos internos como consecuencia de las exigencias de la SEC, los cuales incluyen una relación más próxima con los auditores externos para la presentación de información trimestral al mercado, la certificación de controles bajo los lineamientos de la Ley Sarbanes-Oxley<sup>10</sup>, la apertura de un área en contacto con los inversores y de analistas que están interesados en la empresa, entre otros.

Luego del IPO antiguos accionistas obtienen liquidez por sus inversiones y, si desean hacerlo, la venta de sus acciones es más simple. Además, la obtención de capital también es más sencilla, en parte, como consecuencia de la visibilidad

---

<sup>10</sup> La ley Sarbanes Oxley (SOX) sancionada en 2002 en Estados Unidos, reglamenta diversos controles para mejorar la calidad de la información financiera, teniendo como base las normas de contabilidad, control interno, gobierno corporativo, independencia de las auditorías y el aumento de sanciones por delitos financieros.

de la empresa “El principal cambio es que ahora todo es público. Es más sencillo presentarse frente a los inversionistas. Si desean hacerlo, tienen a su disposición en nuestra página web o en la de la SEC, información sobre quiénes son nuestros accionistas, quienes conforman el management, cuáles fueron nuestros resultados, etc.” (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre de 2018).

Además, existen otros beneficios relacionados, por ejemplo, la motivación y retención de empleados claves quienes pueden recibir acciones u opciones de la compañía.

Como resultado [de la entrega de acciones], obviamente los empleados van a intentar de hacer lo mejor posible en su trabajo, porque si a la compañía le va bien a ellos también dado que el resultado se va a ver reflejado en el precio de sus acciones. (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre de 2018).

No obstante, una de los principales cambios se refleja en la relación que las empresas poseían con sus inversores. La cotización en una bolsa pública tiene como consecuencia una mayor exposición y visibilidad de las operaciones de la compañía. Por lo tanto, las empresas deben establecer un vínculo diferente con el mercado. Como explica Fernando Viola,

Se agrega un nivel más al management. Ahora el *board* mira que quiere el mercado que entregues como compañía y cuáles son los resultados que esperan que vos tengas para que la acción valga más. Por ende, internamente se generan comparaciones entre los resultados y las proyecciones que tiene Despegar versus lo que el mercado y los analistas esperan de la compañía. La empresa tiene que navegar en la delgada línea entre lo que nosotros proyectamos y creemos que es lo mejor para Despegar y lo que espera el mercado de nosotros. (Viola, comunicación telefónica, diciembre de 2018)

En línea con esto, Juan Urthiague comenta

[Luego del IPO] Globant se vuelve un poco más inflexible, con procesos más estandarizados y revisados. Tenés que transformarte en una máquina de predecir y cumplir. Para eso la compañía tiene que volverse mucho más predecible y mucho más certera en sus estimaciones, lo cual lleva a un ajuste de los procesos. Hay que mirar constantemente el mercado y ver cuáles son las expectativas para el trimestre o el año y tomar acciones al respecto. (Urthiague, comunicación telefónica, diciembre de 2018)

Por lo tanto, luego del IPO, las empresas se preocuparon por mantener una buena relación con sus inversores, mediante la observación de las tendencias del mercado y el resultado de los analistas especializados. De esta manera, fomentan el apoyo y el compromiso de los inversionistas para asegurar su acompañamiento en futuras decisiones que determinarán el futuro de la compañía.

## Capítulo 6: Conclusiones

A lo largo del presente trabajo de graduación se presentaron los casos de MercadoLibre, Despegar y Globant en base a las etapas del ciclo de los emprendimientos descriptos en el marco teórico seleccionado. Específicamente, se focalizó en las fuentes de financiamiento utilizadas y el destino del dinero recaudado en las etapas *seed* (etapa semilla), *start-up* (puesta en marcha), *early stage* (crecimiento de las empresas) y *late stage* (consolidación del negocio).

En primer lugar, durante sus etapas de semillas se ha descrito como los emprendedores fueron capaces de detectar necesidades de los consumidores que podían ser satisfechas gracias a la utilización de las nuevas tecnologías que habían surgido en los últimos años y que habían sido utilizadas por competidores internacionales.

Por un lado, a fines de los años noventa, tanto Marcos Galperín como Roberto Souviron fueron testigos del éxito de emprendimientos tecnológicos en el auge de las empresas puntocom durante su estadía en Estados Unidos cuando se encontraban estudiando en las universidades de Stanford y Duke respectivamente. Por otro lado, el equipo de Globant identificó una oportunidad en la emulación del modelo indio de *outsourcing* de software de alto valor agregado a precios competitivos para países del primer mundo. Esta oportunidad se vio potenciada cuando se produjo un cambio en la situación económica del país (iniciada en el año 2001) que hizo que los salarios de los profesionales argentinos sean reduzcan en relación al dólar haciéndolos competitivos a nivel global.

El capital semilla de los unicornios se compuso fundamentalmente de aportes realizados por los fundadores que fue complementado con dinero proveniente de amigos, familiares y un reducido número de *business angels*. La obtención de los aportes iniciales se vio facilitada por la red de contactos que poseía el equipo fundador producto, en un principio, de contactos familiares y personales que fueron construidos durante sus estudios de grado y posgrado, como así también, sus trayectos laborales. De esta manera, MercadoLibre inició sus actividades en el año 1999 con el aporte de un capital de 2 millones de dólares, ese mismo año

Despegar lanzó su sitio con un capital inicial de aproximadamente 75.000 dólares y Globant en 2003 con el aporte de sus fundadores de 5.000 dólares.

Los unicornios estudiados fueron capaces de aprovechar el entorno empresarial en el que se encontraban. Marcos y Roberto realizaron sus posgrados en el país que fue el centro del crecimiento de grandes empresas en el auge de las puntocom. Ellos no solo pudieron aprender la visión de negocios que existía en ese país (que los inspiró a crear de empresas que explotaban las ventajas del avance tecnológico para escalar sus modelos de negocio a nivel internacional), sino que también pudieron acceder a un mercado de inversores que estaban interesados en apostar en esta nueva ola de empresas innovadoras de base tecnológica y que los ayudaron durante el inicio de sus emprendimientos.

El modelo de negocio de Despegar y MercadoLibre requería que obtuvieran un base de clientes estable para poder generar utilidades. Por lo tanto, durante su etapa de start-ups, ambas empresas realizaron rondas de financiamientos en sus primeros años de funcionamiento para poder hacer frente a sus gastos y tener el capital necesario para invertir en su expansión regional.

Los montos que buscaban las compañías no estaban disponibles en los fondos de riesgos presentes en Argentina. Además, las empresas no pudieron acceder a préstamos bancarios porque estos se encontraban disponibles para los emprendimientos. Esto se debía al alto riesgo que implicaba la inversión en una empresa que aún no generaba rentabilidad, que no poseía activos que pudieran funcionar como garantía y que no tenían un recorrido histórico que pudiera servir para la evaluación de la institución financiera. Por lo tanto, optaron por recurrir a los grandes inversionistas extranjeros que se encontraban principalmente en Estados Unidos.

En este contexto, MercadoLibre y Despegar realizaron dos rondas de financiamiento en los años 1999 y 2000, recaudando aproximadamente 54 y 21 millones de dólares respectivamente. El capital recibido fue utilizado en las inversiones necesarias para la expansión regional de sus plataformas, con el objetivo final de ampliar su base de usuarios a nivel internacional.

Por su parte, si bien Globant fue fundada luego de la finalización de la fiebre de las puntocom, al ser una empresa de servicios profesionales, se vio beneficiada



por un modelo de negocio que dependía principalmente de las capacidades de sus programadores y que no necesitaba de grandes inversiones (además del pago de salarios) para empezar a generar utilidades. De esta forma, al momento de presentarse frente al mercado inversionista ya poseía un camino recorrido y un modelo de negocio comprobado que había generado ingresos en sus primeros dos años de funcionamiento. Así la empresa fue capaz de recaudar casi 10 millones de dólares en dos rondas de financiamiento en los años 2005 y 2007 en las que participaron FS Partners y Riverwood Capital.

En esta etapa de *start up*, por un lado, Globant utilizó gran parte del dinero obtenido para la captación y desarrollo de los recursos humanos necesarios para cumplir con los altos estándares de los proyectos que habían iniciado. Por otro lado, Despegar y MercadoLibre utilizaron el capital recibido en las inversiones necesarias para la expansión regional de sus plataformas, los cuales incluían la apertura de nuevas oficinas en los países en los que empezaron a operar y en gastos publicitarios para atraer a nuevos clientes.

Otro factor que caracteriza a los unicornios estudiados y que los diferenció de gran parte de los demás emprendimientos, fue el manejo del capital recaudado durante esta primera etapa de operación. Las tres empresas se enfocaron en realizar un uso eficiente de la liquidez que habían obtenido por medio de una gestión eficiente del *cash flow* y prestando una especial atención al *burn rate* del capital recaudado.

Específicamente, estas prácticas permitieron que MercadoLibre y Despegar sobrevivieran al estallido de la burbuja de las puntocom. Durante el período comprendido entre finales del año 2000 y el 2003 las empresas se enfrentaron a un ecosistema inversor que no deseaba realizar nuevos aportes. Por lo tanto, ambos debieron utilizar de manera estratégica el capital que poseían en sus cuentas bancarias. Durante esta época, los emprendimientos se concentraron en captar la mayor cantidad de dinero posible de sus clientes (aun cuando esto significara un crecimiento más lento) y de aplazar el pago de sus proveedores.

Para ello, en el año 2001 MercadoLibre tomó la decisión de empezar a cobrar a los usuarios por el uso de su plataforma y en ese mismo año Despegar renegoció con sus acreedores el pago de sus deudas. Estas medidas, junto con otros recortes en los gastos, permitieron que estas empresas se diferencien de otros

competidores de la industria que tuvieron que cesar actividades. Cabe aclarar, que simultáneamente, los emprendedores debieron mantener una buena relación con sus inversores. Específicamente, los fundadores tuvieron que convencer a sus accionistas de seguir apostando por la empresa y evitar que retiraran el capital aportado.

En tercer lugar, en sus etapas de crecimiento durante el *early stage*, las empresas expandieron exponencialmente la cantidad de clientes y lugares de operación. Al finalizar esta etapa, en el año 2007 sitio de MercadoLibre poseía cerca de 1.3 millones de usuarios con presencia en Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela. Por su parte Despegar en el año 2015 alcanzó el millón de usuarios, operando en Argentina, Brasil, Chile, Mexico, Uruguay, Venezuela y Perú. Mientras que en el año 2010 Globant tenía oficinas en Londres, Boston, Austin, Buenos Aires, Tandil, La Plata, Rosario, Córdoba, Bogotá, Santiago y México DF con clientes como Google, ElectronicArts, LinkedIn, Gap, Disney, Dreamworks, Coca-Cola y Travelocity.

Por un lado, estos logros fueron, en parte, consecuencia una nueva búsqueda de capital que realizaron Despegar y Globant para sustentar la alta tasa de crecimiento sus operaciones. La agencia de viajes recibió 76 millones de dólares en el año 2007 por parte de Tiger Global Management por el 70% de su paquete accionario y en el año 2012 sumó a Accel Partners, Insign Ventures, Sequoia y General Atlantic a sus accionistas. Por su parte, Globant recibió nuevos aportes de Riverwood, a quien se le sumó FTV en dos rondas realizadas en los años 2008 y 2011 que recaudaron 14 y 15 millones de dólares respectivamente.

Estos nuevos inversores –junto con aquellos accionistas que acompañaron a los emprendimientos desde sus inicios– fueron un sustento clave para el equipo del management de estas tres compañías durante esta etapa inicial. Durante sus rondas de inversiones, las empresas buscaron a aquellos inversores que no solamente aportaran dinero, sino que también fueran socios estratégicos de sus negocios. Por lo tanto, cuando recurrieron a *venture capitals* y *private equities*, buscaron socios que estuvieran dispuestos a compartir los riesgos y apostar por la compañía. Estos inversores compartieron sus vastas redes de contactos que permitieron a las empresas obtener nuevos inversionistas, clientes y proveedores. Los fondos habían acompañado a otras compañías desde el inicio

de sus operaciones hasta que se convirtieron en empresas exitosas. En consecuencia, su experiencia sirvió de apoyo en los momentos claves de estos unicornios. Asimismo, la validación que brindaba el reconocimiento de los fondos más prestigiosos, envió una imagen positiva de las empresas al mercado, atrayendo a nuevos clientes e inversores.

En esta tercera etapa de crecimiento, MercadoLibre tomó la decisión de no realizar nuevas rondas de financiamiento hasta que lograra que su negocio fuera autosustentable. En este marco, su alianza con eBay en el año 2001 fue un sustento estratégico y financiero que permitió a la empresa continuar con su expansión internacional. De esta manera, la adquisición de iBazar (como parte del acuerdo y a cambio del 19.5% del paquete accionario), DeRemate.com (gracias a un préstamo otorgado por eBay) y Lokau, le permitió consolidarse como líder en la región.

De manera similar, durante el *late stage*, Despegar y Globant establecieron alianzas con otros jugadores estratégicos de las industrias en las que operaban. Por un lado, en el año 2015 Expedia adquirió el 16.4% del paquete accionario de Despegar, firmando un contrato de intercambio de base de clientes para el servicio de hotelería. Por otro lado, WPP adquirió el 20% del paquete accionario de Globant en el año 2012, ampliando la relación de negocios que poseía la empresa argentina con un gran número de subsidiarias de WPP.

Las alianzas que los tres unicornios establecieron con empresas globales, por un lado, les brindó reconocimiento frente al mercado. Es decir, funcionó como publicidad favorable para las empresas frente a los inversores y potenciales clientes. Además, por medio de algunas de las cláusulas negociadas, ampliaron en gran medida sus bases de clientes, potenciando aún más su crecimiento en el mercado. Por otro lado, la relación con estos gigantes globales les otorgó sustento financiero y estratégico clave para gran parte de las decisiones estratégicas que tomaron durante este período.

Asimismo, cuando sus negocios se encontraban consolidados en el mercado, los emprendedores se enfrentaron frente a la decisión de vender sus empresas o continuar apostando en ellas. Las tres empresas, optaron por cotizar en el mercado norteamericano, por lo tanto, debían cumplir con las exigencias del formulario F-1 (en el caso de Despegar y Globant) y el S-1 (en el caso de

MercadoLibre) de la SEC. Para ello, se embarcaron en la rigurosa tarea de preparar a la compañía para que cumpliera con los requerimientos del organismo regulador. Esto incluía la contratación de bancos intermediarios, abogados y auditores que ayudaron en la tarea.

MercadoLibre tenía la ventaja de ser el único unicornio con sede en Estados Unidos (que fue seleccionada por pedido de inversionistas, principalmente, por razones impositivas). Como consecuencia, ya tenía un sistema de registro y gestión que cumplía con los estándares de uno de los países más exigentes a nivel global. Su proceso de preparación y el de Despegar (que se encontró con mayores dificultades) duraron un año. En cambio, el proceso de Globant tardó 3 años producto de cambios organizacionales (como ser, la compra por parte de WPP y cambios en la estructura societaria) y de la situación económica argentina de la época. Finalmente, MercadoLibre empezó a cotizar en NASDAQ en agosto del 2007, Globant en NYSE en Julio del 2014 y Despegar también en NYSE en septiembre del 2017.

En síntesis, algunas de las claves del éxito de MercadoLibre, Despegar y Globant fueron, en primer lugar, el reconocimiento de una necesidad insatisfecha de los consumidores que podía ser atendida con los nuevos avances tecnológicos que ya estaban siendo implementados por empresas extranjeras que no poseían su contraparte latinoamericana. Específicamente, las empresas supieron reducir brechas informacionales por medio de la creación de plataformas que funcionen como intermediarios entre compradores y vendedores en el caso de MercadoLibre; prestadores de servicios de la industria del turismo y sus clientes en el caso de Despegar; y programadores y clientes a nivel global en el caso de Globant.

En segundo lugar, es relevante destacar la importancia de la proactividad de los emprendedores, quienes fueron los encargados de construir una rica red de contactos. Esta permitió no solamente recaudar el capital inicial, sino que también contribuyó en la construcción del equipo de trabajo y la búsqueda de los primeros clientes y proveedores que colaboraron con el crecimiento de estas empresas. Aun cuando el capital inicial no consistió en grandes sumas de dinero, los emprendedores supieron recurrir y convencer a *angels* para que se sumaran y arriesgaran por el proyecto. De esta manera, la pasión que los fundadores

tenían por sus empresas fue un factor clave para convencer a los inversores y a su equipo para que continúen apostando por la empresa aún en sus peores momentos.

En tercer lugar, los emprendedores utilizaron el capital semilla para la obtención de los clientes y activos necesarios para el iniciar sus operaciones con la mayor inmediatez posible. Este factor fue determinante en instancias de negociación con futuros inversores, quienes pudieron ser testigos del potencial que poseían estas empresas en funcionamiento y rápido crecimiento internacional. Asimismo, el inicio de actividades y rápida expansión contribuyeron a su objetivo de consolidar un flujo sostenido de fondos que permitieran afrontar los gastos y dar mayor margen de acción a las empresas que debían invertir para continuar con su crecimiento exponencial.

El cuarto factor que posibilitó el éxito de los unicornios fue el hecho de que los emprendedores decidieron buscar inversores internacionales que estuvieron dispuestos a invertir grandes montos en empresas tecnológicas para sustentar su rápido crecimiento que no podía ser financiado solamente con reinversión de utilidades. Cuando seleccionaron estos inversores, se aseguraron de buscar a accionistas que aportaran no solamente dinero sino también un mayor valor agregado a la empresa. Mediante su apoyo, las empresas accedieron a una mayor red de contactos internacionales y eran asesorados por expertos de negocios que ya poseían experiencia en otras compañías exitosas que habían acompañado desde sus inicios hasta su venta u oferta pública.

En quinto lugar, las empresas tuvieron la oportunidad de potenciar el crecimiento de sus operaciones gracias a alianzas estratégicas con jugadores claves de las industrias donde operaban. Sus relaciones con WPP, Expedia y eBay permitieron aumentar su base de clientes, mejorar la imagen que proyectaban al mercado y obtener apoyo estratégico y financiero de empresas con prestigio global.

Por último, al momento de enfrentarse a la opción de vender la empresa o seguir apostando a su crecimiento, los unicornios optaron por realizar su primera oferta pública en las bolsas estadounidenses de NASDAQ y NYSE. Esto generó liquidez y retribuyó a aquellos inversores que apostaron por la empresa. Asimismo, brindó más capital disponible para continuar con la expansión de sus

negocios. La aprobación del mercado además funcionó como un símbolo de calidad, teniendo en cuenta que las empresas cumplieron con los requerimientos de la SEC y los futuros inversionistas estar seguros de que la compañía se somete a una serie de estrictos controles.

El hilo conductor de cada uno de estos factores es el equipo emprendedor, quienes se comprometieron con una idea y apostaron al crecimiento de la empresa a largo plazo. La creencia de que MercadoLibre puede “democratizar el comercio”, que Despegar puede “hacer que viajar sea posible para todos” y que Globant puede “crear *digital journeys* para millones de usuarios” los guió a lo largo de su historia. De esta forma, estos emprendedores apasionados por sus compañías tomaron decisiones que siempre tuvieron como objetivo la sustentabilidad y continuo crecimiento. Es por esto que el IPO no era el fin ni un punto de llegada, sino un nuevo escalón que debían subir. Es un hito en la historia de estas emblemáticas empresas que simbolizan el sueño de miles de emprendedores que anhelan formar parte de este selecto grupo de unicornios.

### **Limitaciones y futuras líneas de investigación.**

Una de las principales limitaciones del presente trabajo de graduación fue el acceso a la información en períodos iniciales de las empresas seleccionadas. Teniendo en cuenta que se han estudiado etapas en las que las compañías eran privadas, existen datos e información que no tienen registro o no pueden ser comunicados al públicamente. De manera similar, existen aspectos en las negociaciones con inversores y accionistas de modalidad confidencial que no pudieron ser incorporadas en el presente trabajo.

Asimismo, a lo largo del presente estudio se realizó énfasis a los aspectos financieros que condujeron a los unicornios argentinos a su éxito en el mercado. No obstante, existen otro gran número de variables que influenciaron las operaciones de estas empresas. Por lo tanto, existe la posibilidad de continuar esta investigación analizando otros aspectos de su modelo de negocio, como ser, la importancia del rol de los socios fundadores, la gestión de los recursos humanos, la importancia de las fusiones y adquisiciones en su expansión internacional, el método de gestión de las operaciones en los diferentes países

en los que operan, las características de los servicios que prestan, la relación que poseen con sus clientes, entre otros elementos.

Otro aspecto que puede ser tenido en cuenta para entender el éxito de estas empresas en futuras investigaciones es el impacto que tuvo el entorno económico y político en sus negocios, desde su nacimiento en Argentina hasta las características particulares de los países en los que expandieron sus operaciones. En línea con esto, es posible indagar en las razones que llevaron a la ausencia del nacimiento de nuevos unicornios en Argentina en los últimos años (a diferencia de otros países latinoamericanos como Brasil).



Universidad de  
**San Andrés**

## Anexos

### Anexo 6 Principales inversores de MercadoLibre, Despegar y Globant a lo largo de las diferentes etapas de su historia

	MercadoLibre	Despegar	Globant
<b>Seed</b>	Fundador Friends & Family Angels Investors	Fundadores Friends & Family Angel Investors	Fundadores
<b>Start Up</b>	J.P. Morgan Partners BHCA (VC & PE) Flatiron Fund entities (VC) Hicks, Muse, Tate & Furst (PE) Goldman Sachs (PE) Banco Santander (PE) GE Capital Equity Investments (VC & PE)	Buenos Aires Capital Partners (PE) Merrill Lynch Global Emerging Markets Partners (PE) Newbridge Andean Partners (PE) Hucks, Muse, Tate & First (PE)	FS Partners (PE)
<b>Early Stage</b>	eBay (1)	Tiger Global Management (VC & PE) Accel Partners (VC & PE) Insight Venture Partners (VC) Sequoia (VC & PE) General Atlantic (VC & PE)	Riverwood Capital LLC (PE) FTV Capital (PE & VC)
<b>Late Stage</b>	IPO (NASDAQ)	Expedia (2) Endeavor (VC) IPO (NYSE)	Endeavor Global (VC) WPP (3) IPO (NYSE)

PE: *private equity*

VC: *Venture Capital*

(1) eBay no realizó una inversión monetaria cuando se concretó la alianza con MercadoLibre. La empresa obtuvo el 19.5% del capital accionario de MercadoLibre a cambio de la empresa brasilera iBazar, un acuerdo de no competencia durante la duración del contrato y el intercambio de *know how*; y en el año 2005 otorga un préstamo a la empresa argentina para la compra de DeRemate.com

(2) Expedia no solo aportó 270 millones de dólares en la adquisición del 16.4% del paquete accionario de Despegar, además, firmaron un contrato de intercambio de base de clientes para el servicio de hotelería.

(3) WPP compró el 20% del paquete accionario a otros inversores de la compañía, por lo tanto, no hubo ingreso de capital en la empresa.

Fuente: elaboración propia



## Anexo 7: Breve descripción de los principales inversores de MercadoLibre

AÑO DE INVERSIÓN	INVERSOR	DESCRIPCIÓN
1999-2000	J.P. Morgan Partners BHCA L.P.	Es una firma de venture capital y private equity especializada en transacciones de leveraged buyout. Fue anteriormente conocido como Chase Equity Associates
1999	Flatiron Fund entities	Es una firma de venture capital especializada en inversiones en fase inicial. Invierte en el sector de tecnología con un enfoque en software y servicios emergentes.
1999-2000	Hicks, Muse, Tate & Furst	Era una firma internacional de private equity especializada en leveraged buyouts de compañías establecidas, que con frecuencia se convertían en plataformas para adquisiciones complementarias. Centraba sus inversiones en empresas de los sectores de publicidad, medios de comunicación y manufactura.
2000	Goldman Sachs	Es uno de los grupos de banca de inversión y de valores más grande del mundo. Es un inversor líder en fondos de private equity, es un importante coinversor en inversiones directas y es un proveedor activo de soluciones de liquidez y gestión de cartera.
2000	GE Capital Equity Investments Inc.	Es el venture capital y private equity de GE Capital US Holdings, Inc. Invierte en el sector aeroespacial, industrial, consumo masivo, tecnología, comunicaciones, energía, servicios financieros, agricultura, entretenimiento, ferrocarriles, soluciones empresariales, servicios empresariales, salud, productos farmacéuticos, satélites, seguridad, transporte y agua.
2000	Capital Riesgo Internet SCR S.A.	Es un brazo de inversión de venture capital del Banco Santander Central Hispano (BSCH). Se especializa en seed/start-up, capital de crecimiento y financiamiento de crecimiento emergente. Centra sus inversiones en los sectores de las nuevas tecnologías, Internet y tecnologías de la información.
2005	eBay	Es un sitio destinado a la subasta y comercio electrónico de productos a través de Internet, que incluye las plataformas Marketplace, StubHub y Classifieds. En conjunto, conectan a millones de compradores y vendedores en todo el mundo. Es uno de los pioneros en este tipo de transacciones, habiendo sido fundado en el año 1995. Desde 2002 y hasta 2015, eBay era propietario de PayPal.

Fuente: Elaboración en base a sitios web oficiales e información publicada por Bloomberg

## Anexo 8: Breve descripción de los principales inversores de Despegar

ANO DE INVERSIÓN	INVERSOR	DESCRIPCIÓN
2000	Buenos Aires Capital Partners	Es una firma de consultoría financiera independiente especializada en fusiones y adquisiciones, reestructuración de deuda, captación de capital, valoraciones y asesoría financiera estratégica para corporaciones, instituciones, gobiernos y familias.
2000	Merrill Lynch Global Emerging Markets Partners	Era una entidad financier que ofrecía servicios en el mercado de capitales, inversiones bancarias, consultoría, gestión de capital, gestión de activos, seguros y servicios de banca. Fue comprada por el Banco de América en septiembre de 2008.
2000	Grupo Accor	El grupo francés es uno de los mayores operadores de hoteles en el mundo con presencia en más de 95 países. Hasta el año 2006 era el accionista mayoritario de Carlson Wagonlit Travel, uno de los líderes mundiales en la gestión de viajes de negocios.
2000	Newbridge Andean Partners	Es una firma de private equity que se especializa en inversiones en management buyouts y leveraged buyouts, reestructuraciones, escisiones y conversiones de debt-to-equity. La firma normalmente invierte en servicios financieros, tecnología y telecomunicaciones, salud, productos de consumo, alimentos y bebidas, medios de comunicación, industria y otros sectores de servicios.
2000	Hucks, Muse, Tate & Furst	Era una firma internacional de private equity especializada en leveraged buyouts de compañías establecidas, que con frecuencia se convertían en plataformas para adquisiciones complementarias. Centraba sus inversiones en empresas de los sectores de publicidad, medios de comunicación y manufactura.
2007	Tiger Global Management	Es una empresa de private equity y venture capital especializaba en inversiones en compañías en start ups, compañías en early stage y empresas privadas orientadas al crecimiento. La firma generalmente invierte en los sectores de Internet, tecnología, consumo e industria, telecomunicaciones y medios de comunicación.
2012	Accel Partners	Es una firma de private equity y venture capital especializada en inversiones en incubación, semilla, start up, early stage y late stage. La firma invierte en el sector tecnológico, educación, salud, biotecnología, retail, publicidad online, telecomunicaciones y servicios financieros, entre otros
2012	Insight Venture Partners	Es una firma estadounidense de venture capital concentrada exclusivamente en invertir en empresas de tecnología, software y negocios de internet.
2012	Sequoia Capital	Es una firma de private equity y venture capital que se especializa en inversiones en incubación, semilla, start up, early stage, maduración, mid-venture y late-venture en empresas privadas y públicas. La firma busca invertir en todos los sectores con un enfoque en energía, servicios financieros, servicios de salud, internet, servicios móviles y tecnología.
2012	General Atlantic	Es una firma de private equity y venture capital que se especializa en inversiones en el mercado intermedio, mezzanine, expansiones, capital de crecimiento, pre-IPO, buyouts, consolidaciones de la industria, acumulación, adquisición, recapitalización y PIPE. Busca invertir en servicios financieros, medios de comunicación, salud, soluciones empresariales con enfoque en software e internet; electrónica y energía
2015	Expedia	Expedia Group, Inc., junto con sus subsidiarias, opera como una compañía de viajes en línea en los Estados Unidos e internacionalmente. Facilita la reserva de habitaciones de hotel, asientos de aerolíneas, alquiler de automóviles y servicios de destino de sus proveedores de viajes. Sirve a turistas, viajeros corporativos, agencias de viajes, operadores turísticos, sitios web directos de proveedores de viajes y sus callcenters, portales en línea, sitios web de búsqueda, aplicaciones móviles para viajes, sitios web de redes sociales, así como sitios web tradicionales de comercio electrónico y compras grupales.

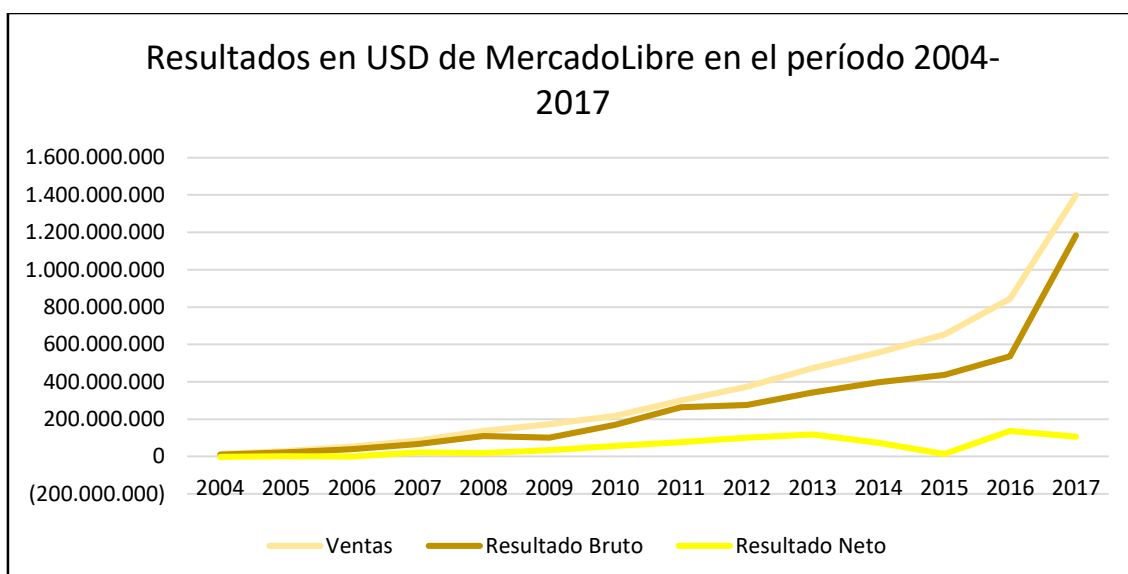
Fuente: Elaboración en base a sitios web oficiales e información publicada por Bloomberg

## Anexo 9: Breve descripción de los principales inversores de Globant

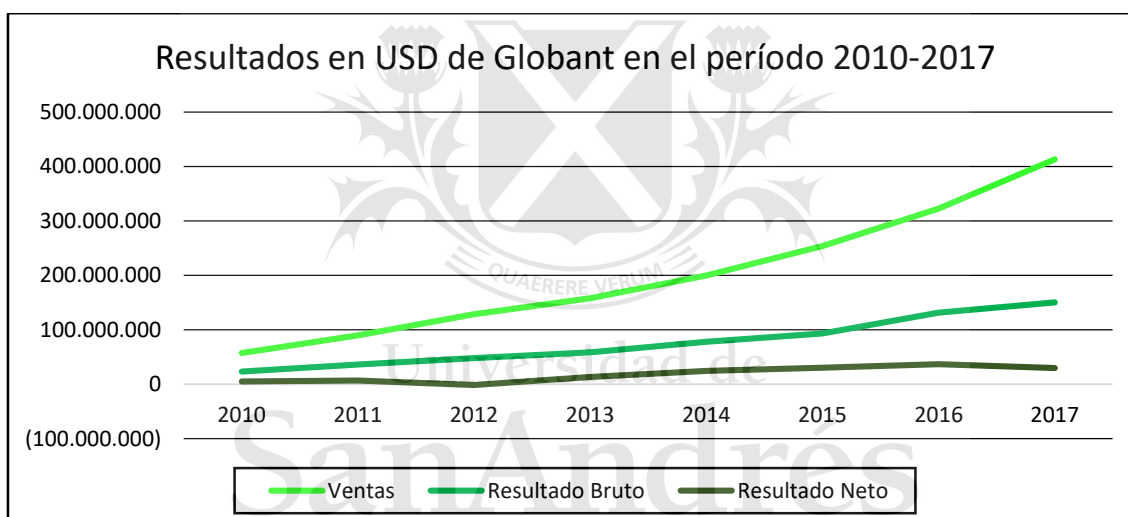
AÑO DE INVERSIÓN	INVERSOR	DESCRIPCIÓN
2005	FS Partners	Es un private equity argentino participando como asesor local de inversores institucionales y privados, y también como inversor directo.
2007 2008 2011	Riverwood Capital LLC	Es una firma de private equity especializada en escisiones divisionales, expansión y financiamiento de capital de crecimiento, roll ups de industrias, recapitalizaciones y buyouts. La firma invierte en la industria de tecnología que incluye software B2B, Internet digital y de consumo, infraestructura de TI y telecomunicaciones, hardware y semiconductores, electrónica de consumo, servicios de TI y outsourcing, software, servicios empresariales, servicios financieros y sector de consumo y servicios.
2008 2011	FTV Capital	Es una firma de private equity y venture capital que invierte en tecnología y servicios empresariales, servicios financieros y el sector de procesamiento de pagos y transacciones.
2011	WPP	WPP (iniciales de Wire and Plastic Products) es una multinacional británica de publicidad y relaciones públicas con su oficina principal de administración en Londres y su oficina ejecutiva en Dublín con operaciones en 122 países. Fue fundada en 1971 con fines industriales y adquirida en 1985 para entrar a la industria publicitaria.
2012	Endeavor Global Inc Catalyst Program	Endeavor Catalyst es un vehículo de inversión conjunta diseñado para apoyar a los emprendedores de Endeavor con sus rondas de financiamiento de capital y contribuir a la sostenibilidad a largo plazo de Endeavor. Siguiendo un proceso de inversión disciplinado y basado en reglas, Endeavor Catalyst invierte junto con firmas profesionales de venture capital y de capital de crecimiento en las rondas de financiamiento de capital de emprendedores Endeavor.

Fuente: Elaboración en base a sitios web oficiales e información publicada por Bloomberg

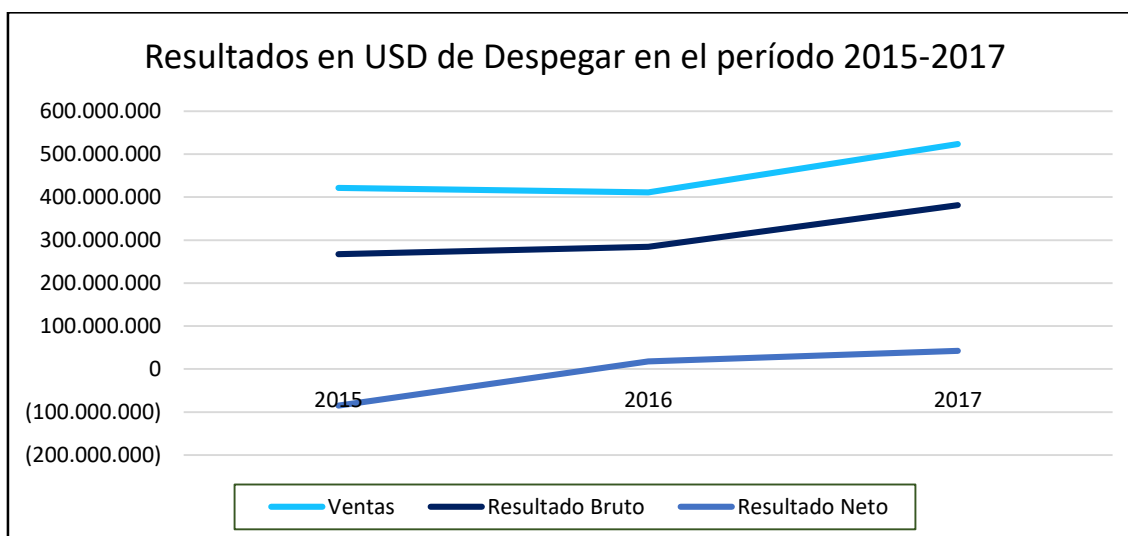
## Anexo 10: Ventas y Resultados de MercadoLibre, Globant y Despegar



Fuente: Elaboración propia en base a información presentada por MercadoLibre en sus estados contables.



Fuente: Elaboración propia en base a información presentada por Globant en sus estados contables.



Fuente: Elaboración propia en base a información presentada por Despegar en sus estados contables.

## Bibliografía

“Cómo se gestó la mayor agencia de viajes de Latinoamérica: la historia de Despegar que vale US\$2000 millones”. (20 de septiembre de 2017). *La Nación*. Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/2064733-del-garage-a-wall-street-la-saga-de-18-anos-de-despegar>

“En su debut en Wall Street, las acciones de Despegar.com saltaron 22%”. (20 de septiembre de 2017). *Ámbito Financiero*. Recuperado de: <https://www.ambito.com/en-su-debut-wall-street-las-acciones-despegarcom-saltaron-22-n3997843>

“Roberto Souviron: ‘Muchos cambiaron Miami por un destino local’”. (1 de marzo de 2015). *La Nación*. Recuperado de <https://www.lanacion.com.ar/1772175-roberto-souviron-muchos-cambiaron-miami-por-un-destino-local>

“Si hay una buena idea, las inversiones llegan solas”. (25 de julio de 2016). *Clarín*. Recuperado de: [https://www.clarin.com/economia/buena-idea-inversiones-llegan-solas\\_0\\_rJMIMR7d.html](https://www.clarin.com/economia/buena-idea-inversiones-llegan-solas_0_rJMIMR7d.html)

Al-Mubarak, H., Al-Karaghoul, W. y Busler, M. (2010). The creation of business incubators in supporting economic developments. *European, Mediterranean & Middle Eastern Conference on Information Systems*, 12-13.

Artopoulos, A. (2011). Vías de internacionalización de la Industria Argentina de Software: El caso de Core Security Technologies. *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, (8), 1.

Artopoulos, A. (2012) Emprendedores globales o el desarrollo en red: El caso Globant. *Universidad de San Andrés: Escuela de Educación*.

Artopoulos, A. (2013) Globant: la reticulación como oportunidad. En Thomas, H., Santos, G., Fressoli, M. (coords.) *Innovar en Argentina: Seis trayectorias empresariales basadas en estrategias intensivas en conocimiento*. (pp. 225-256) Buenos Aires: Lenguaje claro Editora

Artopoulos, A. (2015) Desarrollo Informacional en América Latina. Casos de Pioneros de Buenos Aires (1980-2014). (Tesis Doctoral) Universitat Oberta de Catalunya. Cataluña, España.

Bebczuk, R. N. (2010). *Acceso al financiamiento de las PyMEs en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. CEPAL.

Bermejo, M. y De la Vega, I. (2003). *Crea tu propia empresa: Estrategias para su puesta en marcha y supervivencia*. Madrid, España: McGraw-Hill Interamericana.

Bhide, A. (1992). Bootstrap Finance: The Art of Start-ups. *Harvard Business Review*, 70(6), 109–117.

Butler, I., Guiñazu, S., Giuliadori, D., Martínez Correa, J., Rodríguez, A. y Tacsir, E. (2018). Programas de Financiamiento Productivo a pymes, acceso al crédito y desempeño de las firmas: Evidencia de Argentina. *Working paper; N° 2018/05*, Buenos Aires: CAF.

Casanova, L. (2010). Las multinacionales latinoamericanas en los albores de una gran oportunidad. *Revista de Administração de Empresas*, 50(4), 439-445.

Castaño Calaf, F. (2012). *Relaciones estratégicas inter empresariales de internacionalización: análisis de casos*. (Tesis Doctoral) Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO/Argentina) y Universidad de San Andrés en cooperación con la Universidad de Barcelona. Buenos Aires, Argentina.

Catalano, S. (2017) *Los nuevos reyes argentinas: las increíbles historias de Mercado Libre, Globant, Despegar y OLX. Cómo se construyeron las empresas tecnológicas que valen más de 1000 millones de dólares*. Buenos Aires, Argentina: Paidós.

Chan Kim, W., & Mauborgne, R. (2004). Blue ocean strategy. *Harvard business review*, 82(10).

Cohen, S. (2013). What do accelerators do? Insights from incubators and angels. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 8(3-4), 19-25.

Constantinidis, A. (2000) *El acuerdo de inversión en las empresas de internet: la experiencia argentina*. (Tesis de licenciatura). Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

Córdoba C., Higuera J. y Peña L. (2017) Venture Capital y Private Equity como promotores de crecimiento económico en Colombia. *Boletín de Coyuntura UAMF*, 8, 1-6.

Cuervo-Cazurra, A. (2010). Multilatinas. *Universia business review*, (25), 14-33.

Curbelo, J. L. y Peña, I. (2012). Emprendimiento y competitividad regional. *Boletín De Estudios Económicos*, 67(205), 59-76.

Dao, N., Streubel, A., Morales, S., Bellasi, S. y Del Rio, E. (2003). Despegar.com: A start-up in Latin America. Duke *The Fuqua School of Business*.

Dempwolf, C. S., Auer, J. y D'Ippolito, M. (2014). Innovation accelerators: Defining characteristics among startup assistance organizations. *Small Business Administration*.

Despegar. (2017) Form F-1. Recuperado de: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1703141/000119312517257784/0001193125-17-257784-index.htm>

Despegar. (2018) Form 20-F. Recuperado de: [https://www.sec.gov/cgi-bin/viewer?action=view&cik=1703141&accession\\_number=0001193125-18-128984&xbrl\\_type=v](https://www.sec.gov/cgi-bin/viewer?action=view&cik=1703141&accession_number=0001193125-18-128984&xbrl_type=v)

Dutto, M. L., Barbosa, F. V. y Díaz, M. (2014). Financiamiento para emprendimientos de base tecnológica: Un estudio comparativo entre Argentina y Brasil. *XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera*, 48-63

Dutto, M. L., Díaz, M. y Vidal Barbosa, F. (2014). Financiamiento para emprendimientos de base tecnológica: Un estudio comparativo entre Argentina

y Brasil. *XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera*.

Echecopar, G., Angelelli, P., Galleguillos, G. y Schorr, M. (2006). *Capital semilla para el financiamiento de las nuevas empresas: Avances y lecciones aprendidas en América Latina*. Inter-American Development Bank.

Englebienne, G. A. (2016, octubre 11). "Clase con invitado especial: Guibert Englebienne". Actuación profesional. Universidad de San Andrés. Victoria, Buenos Aires, Argentina.

Frid, C. J. (2014). Acquiring financial resources to form new ventures: The impact of personal characteristics on organizational emergence. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 27(3), 323-341.

Fundación Observatorio Pyme. (2018). Informe Especial: Contribución del desarrollo financiero a la creación de empresas. Recuperado de: <http://www.observatoriopyme.org.ar/project/natalidad-empresarial-y-desarrollo-financiero-2/>

Galperín, M. [Endeavor Argentina] (2012, julio 16) Marcos Galperín en Experiencia Endeavor 2012 [https://www.youtube.com/watch?v=21VAYpb\\_L1Y](https://www.youtube.com/watch?v=21VAYpb_L1Y)

Galperín, M. [Endeavor Argentina] (2016, agosto 30) Charla de Marcos Galperín | Experiencia Endeavor Córdoba 2016 [Archivo de video]. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=21VAYpb\\_L1Y](https://www.youtube.com/watch?v=21VAYpb_L1Y)

Garrido, C. y Granados, L. (2004). Innovación, financiamiento y organización financiera nacional. *Problemas del Desarrollo*, 163-184.

Globant. (2014). Form F-1. Recuperado de: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1557860/000114420415015572/0001144204-15-015572-index.htm>

Globant. (2015). Form 20-F. Recuperado de: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1557860/000114420415025184/0001144204-15-025184-index.htm>



Gorenstein, S. (2010). Alcances regionales del financiamiento público en la Argentina: Una mirada de conjunto. *Documentos y aportes en administración pública y gestión estatal*, (15), 7-27.

Isabelle, D. D. (2013). Key factors affecting a technology entrepreneur's choice of incubator or accelerator. *Technology innovation management review*, 16-22.

Jefry, A y Spinelli, S. (2009). *New venture creation: entrepreneurship for the 21st century*. Boston, MA: McGraw-Hill.

Kazah, H. [Universidad Pontificia Javeriana] (2012, noviembre 7) Hernan Kazah Co-fundador de MercadoLibre.com en Colombia [Archivo de video]. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=Vx\\_fbkvYlrY](https://www.youtube.com/watch?v=Vx_fbkvYlrY)

Khaire, M., Herrero, G. y Scott, C. (2011) Globant. *Harvard Business School*.

Kosacoff, B., & Ramos, A. (2006). Comportamientos microeconómicos en entornos de alta incertidumbre: la industria argentina. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)*.

Lalkaka, R. (1997). Lessons from international experience for the promotion of business incubation systems in emerging economies. *UNIDO, Small and Medium Industries Branch*.

Lewis, J. B. (1993). *Alianzas Estratégicas: Cómo crearlas, desarrollarlas y administrarlas para el beneficio mutuo*. Buenos Aires, Argentina, Javier Vergara Editor.

Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Foundations and Trends in Finance*, 11(3-4), 154-320.

Mekikian, G. (2013) MercadoLibre. *Stanford Graduate School of Business*.

MercadoLibre. (2007) Form S-1. Recuperado de:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1099590/000119312507111885/0001193125-07-111885-index.htm>

MercadoLibre. (2008) Form 10-K. Recuperado de:  
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1099590/000119312508070409/0001193125-08-070409-index.htm>

Migoya, M. [Endeavor Argentina] (2016, enero 30) Martín Migoya - Fundador y CEO de Globant-Experiencia Endeavor Rosario 2016 [Archivo de video]. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=qp2x2Q\\_fPU0](https://www.youtube.com/watch?v=qp2x2Q_fPU0)

Migoya, M. [Endeavor Argentina] (2017, jun 21) Experiencia Endeavor Tandil 2017 | Martín Migoya - Co-fundador y CEO de Globant [Archivo de video]. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=qp2x2Q\\_fPU0](https://www.youtube.com/watch?v=qp2x2Q_fPU0)

Mogollón Cuevas, Y. (2010). Fuentes de financiación para el start up de una empresa. *Universidad EAN: Colección: Gestión, Emprendimiento e Innovación*.

Naranjo, G. F. (2009). La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: estructura y conceptos. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (66), 31-66.

Nottebohm, O., Manyika, J., Bughin, J., Chui, M., Syed, A., Satz, M. y Bertiche, J. (2012). En línea y en crecimiento: el impacto de internet en los países aspirantes. Argentina. *Práctica de Alta Tecnología. McKinsey&Company*.

Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go?. *Venture capital*, 10(2), 127-147.

Rangel, M. B. (2018). Aspectos conceptuales sobre la innovación y su financiamiento. *Revista Análisis Económico*, 27(66), 25-46.

Rangel, M. B. (2018). Aspectos conceptuales sobre la innovación y su financiamiento. *Revista Análisis Económico*, 27(66), 25-46.

Rodríguez Halcón, J. (2015). Instrumentos y mecanismos de financiación para Startups (Tesis de grado). Universidad de Sevilla, Sevilla, España.

Sequeda Tena, J. A. (2016). Criterios de decisión para la financiación alternativa en la creación de empresas start-up.

Sequeda Tena, J. A. (2016). Criterios de decisión para la financiación alternativa en la creación de empresas start-up (Tesis Doctoral). Universidad de Extremadura, Badajoz, España

Souviron, R. [Endeavor Argentina] (2018, Julio 5) Experiencia Endeavor 2018 Mendoza - Roby Souviron [Archivo de video]. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=cDFLFJODwwc>

Souviron, R. [Red Innova] (2013, septiembre 4) Tips para emprendedores - Roby Souviron [Archivo de video]. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=veB9Fli8Gy8>

Timmons, J. A., & Spinelli, S. Jr. (2009). *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st century (8ª ed.)*. Boston, Estados Unidos: Mc Graw Hill.

Torres Carbonell, S. (2012). Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, 1517.

Valdunciel Bustos, L. y Sierra Fernández, M. P. (2011). El capital riesgo como alternativa de financiación en la creación de empresas. *Pecunia*, (1), 191-212.

Vásquez, L. A. y Gutiérrez, M. P. D. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Clío América*, 8(16), 173-184.

#### **Otros sitios web y base de datos consultadas:**

Crunchbase Companies Reports

Despegar Financials & Filings. <https://investor.despegar.com/financials-and-filings/sec-filings/default.aspx>

Despegar News Releases. <https://investor.despegar.com/home/default.aspx>

Emis: An Euromoney Institutional Investor Company reports

Globant News Releases. <http://investors.globant.com/news-releases>

Globant Sec Filings. <http://investors.globant.com/sec-filings>

MercadoLibre Annual Reports & SEC. <http://investor.mercadolibre.com/financial-information/annual-reports>

MercadoLibre Press Releases. <http://investor.mercadolibre.com/press-releases>



Universidad de  
**San Andrés**