

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
FACULTAD DE GESTIÓN Y ALTA DIRECCIÓN**



**Elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de
financiación de startups: estudio de caso múltiple en la ciudad de Lima**

Tesis para obtener el título profesional de Licenciado en Gestión con mención en
Gestión Empresarial presentada por:

**PALOMINO ARANÍBAR, Carlos Eduardo
CARRASCO NÚÑEZ, Anibal Martín**

Tesis para obtener el título profesional de Licenciada en Gestión con mención en
Gestión Empresarial presentada por:

COLLAS LLANTOY, Josselyn Marissa

Asesorados por: Dr. Anibal Eduardo Ísmodes Cascón

Lima, noviembre de 2019

La tesis

Elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de financiación de startups: estudio de caso múltiple en la ciudad de Lima

ha sido aprobado por:

Mgtr. Hellen del Rocío López Valladares
[Presidente del Jurado]

Dr. Anibal Eduardo Ísmodes Cascón
[Asesor Jurado]

Dr. Jean Pierre Seclen Luna
[Tercer Jurado]

TABLA DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN.....	2
1. Definición de la Situación Problemática	2
2. Pregunta de Investigación	4
2.1. Pregunta general.....	4
2.2. Preguntas específicas.....	4
3. Objetivos de la investigación	4
3.1. Objetivo general	4
3.2. Objetivos específicos.....	4
4. Justificación.....	5
5. Viabilidad	7
6. Delimitación de la investigación	7
CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO	9
1. Antecedentes	9
2. Startup	14
3. Fuentes de financiamiento para startups.....	16
3.1. Financiamiento	16
3.2. Tipos de fuentes de financiamiento.....	16
3.3. Elementos de decisión de uso de fuentes de financiamiento en startups.....	25
CAPITULO 3: MARCO CONTEXTUAL	45
1. Ecosistema de emprendimiento.....	45
1.1. Componentes y relaciones de ecosistemas emprendedores.....	45
2. Financiamiento de las startups en América Latina y el Perú.....	50
3. Panorama del financiamiento de las startups en el Perú.....	51
4. Financieras instaladas en el ecosistema de startups en Perú.	53
5. startups de estudio	55
CAPÍTULO 4: DISEÑO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN.....	59
1. Alcance de la investigación.....	59
2. Enfoque de la investigación	59
3. Estrategia de Investigación.....	59
4. Horizonte temporal de investigación.....	61

5.	Unidades de observación.....	61
6.	Tipo de Muestreo.....	61
7.	Categorías de análisis	62
8.	Técnicas e instrumentos de investigación	63
8.1.	Técnicas de recolección de información	63
8.2.	Instrumentos de investigación.....	63
9.	Análisis de los datos.....	64
10.	Proceso seguido en la investigación.....	65
10.1.	Entrevistas exploratorias	66
10.2.	Entrevistas en la fase de campo.....	67
10.3.	Entrevistas de validación de hallazgos con expertos.....	68
11.	Validación y confiabilidad de la investigación	68
CAPITULO 5: HALLAZGOS Y RESULTADOS		70
1.	Fuentes de financiamiento utilizadas por los emprendedores	70
1.1.	Inserción de startups a financiamiento internacional	75
1.2.	Fracaso a solicitudes de financiamiento.....	76
1.3.	Déficit de financiamiento y etapas críticas.....	77
2.	Conocimiento de los emprendedores sobre disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups.	80
2.1.	Conocimiento de la disponibilidad y productos de las fuentes financieras.....	82
2.2.	Disponibilidad de información.....	86
3.	Elementos de decisión de uso de fuentes financieras.....	87
3.1.	Características de la empresa	87
3.2.	Características de los emprendedores de las startups.....	100
3.3.	Características de los proveedores de capital financiero.....	109
3.4.	Requisitos, condiciones y criterios de elegibilidad por parte de los proveedores de capital	112
4.	Oportunidades y barreras de acceso a capital.....	119
CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES.....		132
CAPÍTULO 7: RECOMENDACIONES		136
CAPÍTULO 8: LIMITACIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN		139
REFERENCIAS		141
ANEXOS.....		150

ANEXO A: Matriz de consistencia detallada.....	150
ANEXO B: Guía de entrevistas a profundidad	154
ANEXO C: Guía de entrevista a expertos.....	157



LISTA DE TABLAS

Tabla 1: Financieras del ecosistema instaladas en el Perú	54
Tabla 2: Unidades de observación	61
Tabla 3: Entrevistas exploratorias	67
Tabla 4: CEOs de startups entrevistados	67
Tabla 5: Lista de profesionales expertos en emprendimiento	68
Tabla 6: Fuentes de financiamiento utilizadas por las startups.	70
Tabla 7: Orden de uso de las fuentes financieras	71
Tabla 8: Fuentes de financiamiento utilizadas: Fracaso a solicitudes, vacío de financiamiento.	72
Tabla 9: Conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento.....	80
Tabla 10: Características de los emprendedores de las startups.....	100
Tabla 11: Características de los proveedores de capital financiero.....	109
Tabla 12: Características de términos y condiciones de financiamiento.....	112
Tabla 13: Oportunidades y barreras de acceso a capital	119



LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Continuo empresarial y fuentes de financiamiento (Berger y Udell, 1998).	36
Figura 2: Etapas de financiación de nuevas empresas de base innovadora.....	42
Figura 3: Secuencia del procedimiento de análisis de datos	65
Figura 4: Representación del proceso de investigación	66



RESUMEN EJECUTIVO

El comportamiento financiero frente a la oferta e iniciativas para las startups caracterizadas por la innovación, escalabilidad en corto tiempo y extrema incertidumbre es poco conocido. El estudio tiene el objetivo de identificar los elementos que intervienen en la decisión de uso de las fuentes de financiamiento de las startups para satisfacer las necesidades de capital, mediante enfoque cualitativo y diseño de caso múltiple: cinco startups de la ciudad de Lima de diferentes sectores de actividad. Se recolectó información mediante entrevista en profundidad, con guía de entrevista semiestructurada a los fundadores de las startups y guía de entrevista semiestructurada a expertos en emprendimiento. Los resultados fueron sistematizados y analizados con el ATLAS.ti, versión 8. En cada caso se identificó patrones de similitudes y diferencias centrándose en cada una de las categorías de análisis.

Las fuentes más usadas son los recursos propios, aceleradoras, fondo estatal y de la banca; y de menos uso las 3Fs, las incubadoras, inversor ángel y venture capital. Predomina el uso de fuentes de capital sobre la deuda y otras fuentes, principalmente del estado, lo que sugiere un orden jerárquico inverso al de las empresas tradicionales.

La ausencia de capital es frecuente en las startups al menos hasta el ciclo de expansión. Los emprendedores tienen conocimiento básico de la disponibilidad de las fuentes de financiamiento y reconocen al programa Startup Perú como la fuente principal.

Los elementos que han favorecido el uso de las diferentes fuentes de financiación, provienen de las características de las startups, de los emprendedores y de los proveedores de capital. Entre las primeras: el desarrollo de habilidades tecnológicas y la innovación, la conformación del equipo, la búsqueda de un modelo de negocio, la visión de expansión, la existencia de ventaja competitiva. Entre las del emprendedor: el alto grado de experiencia en el sector y la perseverancia, capacidad de ejecución y aprendizaje acelerado de los que no la tenían, la protección de la propiedad intelectual, el estar de acuerdo con ceder acciones a cambio de capital. Y, entre las de los proveedores de capital: no solo el aspecto monetario, sino también valor agregado siendo el más importante la red de contactos que el inversionista pueda proveer.

Los requisitos exigidos por los proveedores de capital: la información pitch, modelo financiero, descripción de la utilidad que darán al capital solicitado, one page y protección intelectual. Las condiciones que se presentan: la distribución y plan de acciones, protección contra la dilución, derechos de bloqueo, notas convertibles y reubicación del emprendedor. Y, el ajuste de los emprendimientos a los criterios de elegibilidad como la complementariedad y competencias del equipo emprendedor, el conocimiento del cliente, la tracción y plan de exit.

INTRODUCCIÓN

La investigación aborda los elementos que intervienen en la decisión de uso de fuentes de financiamiento de startups desde la perspectiva del emprendedor, con el método de estudio de caso múltiple de startups que operan en la ciudad de Lima, utilizando la técnica de entrevista en profundidad para reconocer las fuentes de financiamiento utilizadas, los elementos que intervienen en la decisión de elegir las fuentes de financiamiento y las barreras y oportunidades de acceso a capital, de manera que los resultados sirvan de referente en la formulación y/o dinamización del apoyo, desde diversas instancias al desarrollo de estas empresas de inicio, acorde a sus características y necesidades.

El informe está estructurado en cinco capítulos. En el primero se describe la situación problemática, los objetivos de investigación, la justificación, viabilidad y delimitación del estudio. En el segundo se exponen los antecedentes de investigación acerca del problema. Se reconoce teóricamente las características de las startups, se analiza las características de los tipos de fuentes de financiamiento para las mismas y el uso de las fuentes de financiamiento de los emprendimientos bajo la teoría de la jerarquía del emprendimiento de Myers y Majluf y la postura de Berger y Udell que complementa dicha teoría para explicar el comportamiento de las startups respecto al uso de las fuentes financieras.

El marco contextual se presenta en el tercer capítulo desarrollando el panorama del financiamiento en el ecosistema de las startups del Perú y de los agentes que apoyan el emprendimiento. En el cuarto capítulo se describen las características metodológicas de la investigación que corresponde al alcance exploratorio y con un enfoque cualitativo que recoge las experiencias de los fundadores o gestores de las startups, se utiliza la estrategia de estudio de caso múltiple enmarcado en un horizonte transversal en un solo periodo de tiempo y utilizando el muestreo por conveniencia; en esta sección se describen las categorías de análisis, técnicas y procedimientos seguidos en la recolección, análisis y validación de datos. El último capítulo comprende los resultados, el análisis realizado, las conclusiones, recomendaciones, limitaciones de la investigación y recomendaciones a investigaciones futuras.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

Se define el problema y los objetivos de investigación relacionados al financiamiento de las startups, como empresas/negocios de nueva creación, las cuales cuentan con grandes posibilidades de crecimiento. Finalmente, se explica la viabilidad, la justificación y delimitación de la investigación desde varias perspectivas, demostrando que es realizable.

1. Definición de la Situación Problemática

El problema de investigación se circunscribe a los elementos que intervienen en la decisión del uso de las fuentes de financiamiento por parte de las startups para satisfacer sus necesidades de desarrollo. El financiamiento de las startups se observa en el plano del emprendimiento y en el de las fuentes de financiamiento en el ecosistema empresarial.

Según la bibliografía, en el plano de las fuentes de financiamiento para las startups; existen déficits de financiación para cubrir las necesidades de los emprendimientos innovadores producidos por gastos de investigación, desarrollo de los productos iniciales o prototipos y gastos que generan la transición de ser una empresa de reciente creación a convertirse en una empresa de rápido crecimiento. El 6.1% de los emprendimientos se encuentran discontinuados en el Perú, teniendo como tercera causa principal los problemas de rentabilidad y obtención de financiamiento (Serida, Alzamora, Guerrero, Borda & Morales, 2017) y una de las causas principales de “muerte de las startups”, en general, según Musso y Echeopar (2012), es haberse quedado sin financiamiento, no generando ingresos o siendo insuficientes para sustentar sus activos.

Además, las startups presentan reducidas las ofertas de financiamiento, principalmente de las fuentes tradicionales de financiación empresarial, debido a la incertidumbre (contingencias que tanto emprendedores como inversionistas pueden predecir definitivamente), puesto que las nuevas empresas están tomando forma basadas en un nuevo producto o servicio; a la ausencia de información de antecedentes porque se desconocen los gastos de operación completos; y a la imposibilidad de ofrecer garantía porque aún no han consolidado el modelo de negocio para poseer activos tangibles, hasta que llegue a una etapa más madura, el éxito es dudoso y la sostenibilidad puede ser riesgosa (Hoyos & Blanco, 2014, citados en Fierro, 2015; Mascareñas, 2007; Schwartz, 2015).

Las fuentes de financiación no tradicional que, según la bibliografía, se adecúan más a las características de una startup son aún nacientes en el país: “las redes de inversores ángeles son aún incipientes y de muy limitado alcance; así mismo, no existen fondos de capital de riesgo o mecanismos híbridos que puedan atender la necesidad de financiamiento de las startups” (Lázaro,

2016, p. 10), "...es necesario contar con montos mayores para el desarrollo del emprendimiento, sobre todo con proyectos con alto componente de tecnología y/o de investigación" afirma el Ministerio de la Producción (2016, p. 59). Y a juicio de Musso y Echeopar (2012) las economías en las que el capital de riesgo es incipiente y existen pocos fondos que sean suficientes para poder capitalizar las innovaciones, el riesgo de no sobrevivir es mayor.

En este contexto se percibe que el problema de investigación consiste en las fuentes de financiación que son usadas por los emprendedores, en el que hay que reconocer los elementos que intervienen en su elección.

En el plano del emprendimiento, el conocimiento que tiene el emprendedor sobre las fuentes de financiamiento disponibles condiciona su acercamiento a las mismas. Algunos emprendedores desconocen las fuentes de financiación alternativa, mediante las cuales podrían obtener capital sin necesidad de recurrir al banco (Olmos, 2014). Por ejemplo, debido a que el 50% de emprendedores tenía poco o ningún conocimiento de otras fuentes de financiamiento diferentes al financiamiento bancario en la Unión Europea, dos tercios de las empresas en crecimiento no tenían intenciones de cambiar el financiamiento bancario por otra fuente financiera (European Commission, 2017) y en el Reino Unido el 56% de las PYME desconoce métodos de financiamiento alternativos (NESTA & University of Cambridge, 2014).

La investigación acerca de la inserción de las startups a fuentes de financiamiento es incipiente en el país, se conoce poco sobre los propios emprendedores, las barreras de acceso que enfrentan, la cadena de financiación que han seguido, las razones por las que han optado por el uso de determinadas fuentes y las expectativas de los emprendedores detrás de estas decisiones. Esta situación motiva indagar los elementos que intervienen en las decisiones de las startups para recurrir a las fuentes de financiamiento y de las condiciones que poseen para ello, desde su perspectiva.

Finalmente, desde el punto de vista del conocimiento se vislumbra un vacío sobre el comportamiento financiero de las startups. Se plantean teorías que explican la secuenciación de fuentes basada en los costos donde las más baratas ocupan el primer orden y que las empresas enfrentan diferentes fuentes de financiación externa durante diferentes etapas de su desarrollo; sin embargo, estudios señalan que estas teorías se ajustan para las empresas tradicionales y sugieren que la cadena de uso de las fuentes de financiamiento es inversa para las startups, por tanto las explicaciones son contradictorias o poco claras.

La problemática que tienen las cinco startups estudiadas está centrada en que han tenido déficit de financiamiento en la etapa inicial: no lograban realizar rondas de inversión, sus solicitudes de financiamiento eran denegadas y las valoraciones de sus startups eran rechazadas.

Sobre estos hechos se plantean las siguientes interrogantes de investigación.

2. Pregunta de Investigación

2.1. Pregunta general

¿Cuáles son los elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de financiación de startups desde la perspectiva de los emprendedores de un grupo de startups que operan en la ciudad de Lima?

2.2. Preguntas específicas

- ¿Cuáles son las fuentes de financiamiento utilizadas por las startups?
- ¿Cuál es el conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups y de los servicios que ofrecen?
- ¿Cuáles son las características de las startups que contribuyen en la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento?
- ¿Cuáles son las características de los emprendedores que respaldan la decisión del uso de diferentes fuentes de financiamiento?
- ¿Qué características de los proveedores de capital financiero y de sus servicios alientan la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento?
- ¿Qué barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes financieras para el desarrollo de las startups identifican los emprendedores?

3. Objetivos de la investigación

3.1. Objetivo general

Identificar los elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de financiación de startups desde la perspectiva de los emprendedores de un grupo de startups que operan en la ciudad de Lima.

3.2. Objetivos específicos

- Identificar las fuentes de financiamiento utilizadas por las startups
- Identificar el conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups y de los servicios que ofrecen.

- Identificar las características de las startups que contribuyen en la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Reconocer las características de los emprendedores que respaldan la decisión del uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Reconocer las características de los proveedores de capital financiero y de sus servicios que alientan la decisión de los emprendedores a hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Identificar las barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes financieras para el desarrollo de las startups.

4. Justificación

Las startups son empresas/negocios de nueva creación que tienen grandes posibilidades de crecimiento, fácil adaptación al mercado y gran capacidad de cambio. Estamos de acuerdo con Montoya (2015) quien afirma que:

“En la región están aprendiendo a aprovechar este estilo de negocio por su bajo costo de inversión, aunque su potencial problema es la reinversión de los primeros años de ganancia hasta lograr estabilidad en el mercado... El auge de las startups está presente en todos los continentes, América Latina ya ha dado pasos importantes... Las startups pueden estar describiendo la evolución de una economía basada principalmente en la fabricación e industria hacia una economía basada en el conocimiento, debido en parte a los nuevos progresos en tecnología y a la globalización económica” (p. 9).

Perspectivas económicas reflejan que “el emprendimiento joven es otra de las vías principales para mejorar la empleabilidad y la movilidad social entre los jóvenes en América Latina” (OCDE, CEPAL y CAF, 2016, p.16). Particularmente el país se ubica entre los primeros cuatro con la mayor actividad de emprendimientos en la región, con una tasa de 25.1, “...el 71.6% de los emprendedores en etapa temprana considera que el mercado ofrece oportunidades apropiadas para emprender, un 87.1% considera que cuenta con la capacidad para aprovecharlas y convertirlas en negocios de éxito” (Serida, Alzamora, Guerrero, Borda & Morales, 2017, p. 11).

Los resultados del estudio contribuirán a la ampliación del conocimiento de la dinámica de la oferta-demanda de recursos financieros con énfasis en el lado de la demanda (empresas de nueva creación), ello permitirá tener acercamiento a sus necesidades, expectativas, limitaciones y percepciones. Este punto de vista será de utilidad para los agentes financieros, debido a que se tendrá referente de análisis de sus servicios y mejoramiento de la oferta con bases más sólidas;

también aportarán conocimiento sobre las teorías de las preferencias de financiamiento de las startups que se perfilan diferentes al de las empresas no innovadoras de nueva creación.

“Se requiere un apoyo multidimensional y más completo que incluya instrumentos de financiamiento más adaptados a las necesidades de los jóvenes empresarios, con requisitos más flexibles en materia de historial crediticio, garantías y riesgos. Las instituciones financieras públicas pueden desempeñar un papel importante a la hora de crear instrumentos financieros más flexibles para los jóvenes, tanto a través de créditos como de instrumentos nuevos. Los inversionistas ángeles y el capital de riesgo todavía están en estado embrionario y las políticas públicas pueden brindar a los inversionistas más incentivos para participar en las etapas posteriores del desarrollo de las empresas” (OCDE, CEPAL & CAF, 2016, p. 18).

El conocimiento derivado de las investigaciones en el área de emprendimiento contribuirá en la atención de las necesidades expresadas por la OCDE, CEPAL y CAF (2016): “fortalecer el emprendimiento joven a través de la reducción de las barreras regulatorias, así como del diseño de instrumentos financieros específicos para emprendedores, buscando formas de vincularlos con redes comerciales y con programas de formación dentro del trabajo” (p. 16).

La investigación se justifica por la importancia de la investigación a nivel local, ya que “cada ecosistema emerge bajo un conjunto único de condiciones y circunstancias” (Mason y Brown, 2014, p.5) y muchas características de sus componentes, como el financiamiento, marcan la actividad emprendedora propia de cada región o país, y por el hecho de que las explicaciones encontradas en la bibliografía sobre el financiamiento de los emprendimientos innovadores de base tecnológica, más conocidos como startups, aún no proporcionan una comprensión sobre el comportamiento financiero frente a la oferta de financiamiento no tradicional y tradicional.

Finalmente, considerando que las startups conforman “un modelo de negocio innovador que buscan la sostenibilidad a largo plazo y cuentan con un importante componente de emprendimiento con capacidad de impulsar la economía y el desarrollo, ... generando nuevas empresas, nuevos empleos e impuestos” (Hernández & González, 2016, p. 115), “... es imperativo que los responsables de la formulación de políticas en la región (América Latina) se centren en establecer un entorno propicio en el que los emprendedores puedan emerger, competir e innovar” (Bartesaghi, de Souza, Lasio, Varela, Veiga, Kew & Herrington, 2016, p. 7), para lo cual el conocimiento derivado de las investigaciones constituirá un aporte.

La presente investigación es relevante para las Ciencias de la Gestión porque describimos cuáles son los elementos que influyen en la toma de decisión de los emprendedores respecto al uso de una determinada fuente de financiamiento.

5. Viabilidad

La viabilidad o factibilidad de la investigación considera “la disponibilidad de recursos financieros, humanos y materiales que determinarán los alcances de la investigación” (Hernández, Fernández & Baptista, 2014, p. 35). Por ello, se definen los límites y alcances según los recursos disponibles para el análisis y desarrollo del estudio.

En primer lugar, la investigación resulta viable por los recursos disponibles para su desarrollo: en este lado, se encuentran los recursos humanos, que son expertos y tomadores de decisiones en los cinco casos de startups seleccionados para las entrevistas: Amigo Cloud, Helpers, Doktuz, Mapsalud y Manzana verde. Cabe resaltar, que se cuenta con el acceso y la total colaboración de las startups mencionadas.

En segundo lugar, se dispone de un gran número de fuentes de información internacional de países como España, Brasil, Chile, México y EEUU, sobre temas relacionados al ecosistema de las startups. Sin embargo, la dificultad consiste en encontrar material de investigaciones realizadas en el Perú, debido a que hay pocos estudios sobre la realidad, los problemas y las perspectivas de fuentes de financiación para las startups en el contexto local.

Sobre la accesibilidad monetaria para obtener los recursos de información, la inversión que se requiere será mínima, debido a que la mayoría de los materiales se encuentran a disposición sin costo alguno por parte de las diferentes bibliotecas de la PUCP y CENTRUM Católica y la información clasificada disponible en internet. Finalmente, esta investigación tiene un cronograma diseñado para los periodos 2018-II y 2019-I que servirá para alcanzar los objetivos planteados.

6. Delimitación de la investigación

El estudio se ejecutará en la ciudad de Lima, en el año 2019, con startups de diferentes sectores productivos/servicios que hayan recibido al menos financiación externa por una vez. Se investigará el comportamiento financiero de los emprendedores en términos de los aspectos que explican el uso de diversas fuentes financieras, así como las barreras y oportunidades en la búsqueda y consecución del financiamiento requerido. El análisis de los resultados se realiza en base a la teoría de la jerarquía financiera y del ciclo de vida financiero empresarial. Para el efecto, se desarrolla la investigación de alcance exploratorio, enfoque cualitativo, estrategia de estudio de casos múltiples y en un horizonte temporal transversal. No forman parte del estudio, los logros o efectos alcanzados con los recursos financieros obtenidos.

Dada la naturaleza cualitativa del estudio, se asume que los resultados son de nivel comprensivo y no explicativo, por tanto no determinan relación de causalidad entre sus variables.

Los resultados son generalizables en el plano teórico y no estadísticamente porque los estudios de caso no representan una muestra.



CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

Se examinan los antecedentes del problema de investigación a nivel nacional e internacional, como referentes, para definir tanto el problema de investigación como los objetivos, la viabilidad, justificación y originalidad.

Se reconoce teóricamente las características de las startups, se conceptualiza el término uso de fuentes financieras y se analizan los tipos y características de las fuentes de financiamiento para startups. Se explica el uso de fuentes de financiamiento de los emprendimientos enmarcados en la teoría de la jerarquía de financiamiento de Myers y Majluf (1984) y la postura de Berger y Udell (1998). La primera que sostiene la existencia de una jerarquía de las fuentes usadas por los emprendedores ante la necesidad de disminuir los costos generados por la asimetría de información de los emprendimientos y la segunda que complementa dicha teoría, explicando que la jerarquía obedece al desarrollo que va alcanzando la empresa a lo largo de su ciclo de vida, ya que a cada etapa le corresponde diferentes grados de opacidad de la información y exigencias financieras.

1. Antecedentes

En el Perú los estudios se han centrado principalmente en el efecto o impacto del financiamiento obtenido, el conocimiento de utilización de fuentes de financiamiento de startups es aún escaso.

Los estudios del nivel internacional (España, Estados Unidos, Suecia, Escocia y otros), sobre financiación de las startups, explican que la Teoría de jerarquía de financiamiento de las empresas se cumple y es la que mejor justifica la estructura de capital de las mismas, pero mayormente en las de pequeño y mediano tamaño debido, probablemente, a costos de agencia; sugieren que para el caso de las startups la jerarquía se invierte. Las fuentes a las que recurren las startups difieren entre un país y otro.

A continuación, se detallan los aportes encontrados.

En el país, Lázaro (2016) analiza el proceso de financiamiento de las startups y concluye que éste ha sido un aprendizaje conforme se han "...ido presentando las circunstancias en el desarrollo de sus proyectos, algunos han aprovechado fondos estatales y de aceleradoras... si han hecho uso de su red de contactos les ha permitido conseguir inversionistas quienes han contribuido con sus conocimientos y experiencia a la startup" (p. 5).

"Las startups estudiadas tienen un patrón similar de financiamiento, alineado con el modelo de ciclo de vida propuesto por Berger y Udell (1998) salvo unas variantes que

casi al mismo tiempo del Capital Propio y de la Inversión Ángel están los Financiamientos Estatales No Reembolsables y los *Family Offices*. Son pocos los casos de financiamiento por parte de las 3Fs, los microcréditos y préstamos públicos están ausentes. Esto demuestra que para las startups estudiadas no aplica la Teoría de Jerarquía Financiera (POT) ni la POT invertida. Sin embargo, lo que sí han tenido en cuenta para su estrategia de financiamiento son los factores señalados por Atheron (2009) y Seghers et al. (2012): los conocimientos que han ido adquiriendo de las opciones de financiamiento disponibles y sus redes de contactos existentes” (Lázaro, 2016, p. 41).

Otros estudios realizados en el Perú sobre startups abordan los efectos o impacto del apoyo recibido por las fuentes financieras y por no estar directamente relacionados con esta investigación, se les excluye.

A nivel internacional, Cotei y Farhat (2017) encuentran que las startups de Estados Unidos en la etapa inicial utilizan las fuentes internas de capital como el ahorro personal, el financiamiento ofrecido por amigos y familiares, el cuasi-capital y la deuda personal; posteriormente, a lo largo del ciclo de vida del negocio a medida que se vuelve menos opaco, la deuda empresarial y el financiamiento del crédito comercial aumenta. En cuanto a sus resultados, afirman lo siguiente:

“concuerdan con las predicciones teóricas de Stiglitz y Weiss (1981) y Berger y Udell (1998), quienes señalaron que las empresas con una opacidad informativa tienen menos probabilidades de acceder a la financiación de la deuda debido a las graves fricciones en los mercados de deuda” (p.12).

Algunas características de la startup y del propietario actúan como determinantes de uso de fuentes financieras, tales como el nivel educativo y la actividad I+D. Las empresas con alta actividad I+D, que poseen derechos de propiedad intelectual predominantemente, hacen uso de capital externo obtenido de Ángeles y capital de riesgo y de la deuda empresarial; en particular préstamos bancarios y líneas de crédito. Las startups de propiedad de equipos utilizan más inyecciones de capital y menos inyecciones de deuda. Los propietarios con alto nivel educativo y los que tienen más experiencia laboral optan menos por deuda personal y financiamiento comercial (Cotei & Farhat, 2017)

Fierro (2015) analizó la utilización de las diversas fuentes de financiación externa no bancaria de España, en comparación con sus vecinos europeos. Encontró que la financiación vía *business angels* es la principal fuente no bancaria de startups en Europa y España, donde el Reino Unido es líder indiscutible.

Los *business angels* en Europa y España son agentes con un destacado papel en la reducción del *equity gap* característico de la financiación de las startups. El *venture capital* en Europa se alza como la segunda fuente de financiación no bancaria de startups más relevante, con Reino Unido, Francia y Alemania a la cabeza de los 8 países contemplados. El *crowdfunding* presenta una importancia creciente en la financiación de las startups en Europa. Reino Unido se posiciona como líder en esta fuente de financiación concentrando el 79,03% del total de transacciones dentro de la financiación alternativa en Europa; España, aún no ha desarrollado de forma suficiente este sector. “El préstamo participativo se presenta como una fórmula de financiación con importantes ventajas para las startups, dado que se adapta a las características de esta fase de desarrollo del negocio al no exigir garantías a la vez que reduce la carga financiera...” (Fierro, 2015, p. 31) y no diluye la propiedad del emprendedor.

Sequeda (2015), en España, explora los criterios que guían a un inversor de riesgo (capital riesgo, inversionistas ángeles y *crowdfunding*) a decidir su participación en startups en etapa temprana de vida (fase semilla y fase arranque) y los factores relevantes para el emprendedor que desea o necesita utilizar estas fórmulas financieras (p. 1).

Explora los criterios que guían a un inversor de riesgo (capital riesgo, inversionistas ángeles y *crowdfunding*) a decidir su participación en startups en etapa temprana de vida (fase semilla y fase arranque) y los factores relevantes para el emprendedor que desea o necesita utilizar estas fórmulas financieras

Además, Sequeda (2015) estudia los factores de decisión, los cuales se centran en los aspectos económicos y al capital intelectual de parte de ambos: inversor de capital de riesgo y emprendedor; encontró que en el primero, es

“el capital intelectual del promotor –su capital humano y experiencia empresarial- se alzan como los más determinantes, le siguen las posibilidades de escalar de la empresa [...] La dimensión económica del proyecto, el capital relacional y la intuición [...] en suma son los factores relacionados con el capital intelectual los que mayor peso alcanzan como criterio de decisión frente a criterios económicos” (p. 119).

“Para los emprendedores la reputación del inversor es el factor más decisivo a la hora de elegir el financiador, en detrimento de aspectos relacionados con el capital inteligente que aportan, especialmente, los *business angels* [...]. El efecto señalizador le sigue en importancia, ya pensando el emprendedor en las futuras necesidades financieras de su empresa” (Sequeda, 2015, p. 121).

Tanto inversor como emprendedor le asignan el mismo valor al capital relacional en la decisión para otorgar y solicitar financiamiento.

Söderblom y Samuelsson (2014), en Suecia, al analizar las fuentes de capital para startups encontraron que hasta un tercio de las empresas no utilizó ningún tipo de financiación, ya sea externa o interna. La fuente dominante de financiación son los propios fundadores. La familia y los amigos están prácticamente ausentes como proveedores de capital, mientras que el financiamiento del gobierno es utilizado por un gran número de las empresas, la deuda comercial es casi inexistente. Los montos totales de financiamiento obtenido, provienen predominantemente de los fundadores y de las fuentes públicas, representando un cuarto y un tercio, respectivamente.

El financiamiento de capital, en la forma de inversores ángeles y de capital de riesgo, representa casi un tercio de la financiación, lo que significa que, si bien son relativamente pocas las empresas que se capitalizan con capital externo, una vez que se ha otorgado, las sumas desembolsadas son bastante sustanciales. Contrariamente a muchos otros estudios contemporáneos sobre la financiación de la deuda, encontró que los préstamos de bancos y otras instituciones comerciales eran muy limitados tanto en términos de prevalencia como de financiación, no sólo en las fases más tempranas, sino también en las fases posteriores. La mayoría de las inversiones se realizan en las primeras fases del desarrollo de la empresa, mientras que la oferta de capital para las empresas algo más antiguas es más limitada. En otras palabras, no parece ser un problema para las empresas obtener financiación inicial, pero sí parece ser más difícil conseguir financiación para la expansión a lo largo del tiempo.

Los que no han utilizado ciertos tipos de financiación consideran que su empresa es demasiado joven para seguir ese camino, y que el capital externo es demasiado caro. En cuanto a la financiación de *business angels* y al capital riesgo, la renuencia a perder el control de las operaciones de la empresa también se plantea como una preocupación importante. Las empresas con mayor probabilidad de obtener financiamiento son aquellas iniciadas por equipos y en las que los fundadores han invertido sus propios fondos.

Fourati y Affes (2013), al indagar si la asimetría y opacidad de la información, la especificidad de los activos, el problema de la agencia y la teoría de la señalización predicen la estructura financiera de los nuevos proyectos empresariales, encontraron que los emprendedores noveles recurren primero a las fuentes internas de financiamiento. Luego, a las deudas externas y finalmente a la financiación de capital. Al analizar el papel de la teoría de la jerarquía financiera en la predicción de la estructura de capital de las empresas emprendedoras, encontraron evidencia del papel de la opacidad de la información, la especificidad de los activos y la teoría de la señalización demostrada en que la principal fuente de financiamiento es la equidad (de capital) y

no la deuda, es decir un orden jerárquico inverso, en la mayoría de los casos debido, en primer lugar, a que los empresarios consideran la deuda como una responsabilidad personal, ya que requiere ser suscrita por garantías personales. Los empresarios ponen un límite autoimpuesto en el grado en que están dispuestos a hipotecar sus activos. En segundo lugar, los empresarios buscan deliberadamente la inversión de capital como medio para obtener valor agregado. Este capital externo que ha sido visto como caro se considera un buen valor. Un inversor bien elegido puede añadir habilidades empresariales y capital social en forma de contactos comerciales y acceso a redes relevantes.

El estudio realizado en Suecia por Korityak y Fichtel (2012) para identificar los factores que influyen en las decisiones de financiación de startups orientadas al crecimiento concluye que los empresarios utilizan los fondos internos en primera instancia, la falta de capital financiero representa la principal razón detrás de esta decisión, los préstamos bancarios no son una alternativa viable para startups debido principalmente a las garantías necesarias; sin embargo, utilizan el financiamiento mediante deuda, provenientes de fuentes más accesibles, a pesar de los costes más altos, lo cual les ayuda en su crecimiento. El capital social es considerado positivamente por estas startups, aunque diluye el control. El razonamiento es que el control se intercambia con las habilidades y la experiencia que aportan los inversores externos a las empresas.

La motivación para la búsqueda de inversores es principalmente el deseo de crecer, además del compromiso, la experiencia, el conocimiento y el interés personal en la industria que la startup opera. Los fondos internos se utilizan primero, seguidos por el uso de la deuda y más tarde por el financiamiento de capital. La influencia de las políticas del gobierno sueco es determinista en este proceso: las organizaciones como ALMI –Empresa estatal de Suecia que ofrece a empresas de nueva creación, capital de riesgo y consultoría- proporcionan fondos en términos que difieren significativamente de los impuestos por un banco.

Para Hoyos y Saiz, (2010) se evidencia un vacío o *gap* de financiación en las fases tempranas de las nuevas iniciativas emprendedoras [...] concretamente, en la fase semilla. Son las aportaciones del grupo emprendedor junto con los 3F-s y las instituciones públicas (en el caso de las spin-off académicas, las universidades) los principales aportantes de fondos (pp. 377-378). Para el 2010:

“más de la mitad de proyectos de negocio en España de hasta tres años y medio de vida, satisfacen sus necesidades de capital mediante las 3 Fs sólo el 34.5% por financiación bancaria (préstamos y líneas de crédito), el 18% por ayudas públicas y 2,5% mediante *business angels*” (Hoyos, 2013, p. 126).

En general, las divergencias sobre las preferencias de uso de las fuentes financieras por parte de las startups ameritan mayor investigación y aporte.

2. Startup

En la bibliografía se encuentra dos definiciones aceptadas de lo que es una startup, una pone énfasis en su propósito: la búsqueda o descubrimiento de la rentabilidad y escalabilidad de un modelo de negocio y la otra, en sus características: la novedad e incertidumbre que conlleva el negocio. La primera es formulada por Blank y Dorf (2013): “startup es una organización temporal en búsqueda de un modelo de negocio rentable y escalable, que puede repetirse” (p. 32).

Por temporal, se entiende que tiene carácter transitorio hasta que logre encontrar el modelo deseado y pase a ser una gran empresa como dice Blank: “La meta de una startup no es ser una startup” (Fino, 2013, p. 10). Es más, la traducción literal de “Start-up quiere decir puesta en marcha: inicio, comienzo, principio, arranque” (León, 2004, p. 517), que es exactamente el estado de un startup: etapa de puesta en marcha de un negocio u organización empresarial de nueva creación, como se les nomina en la literatura. Durante ese tiempo de vida persigue una meta, en expresiones de Blank (2012, citado en Fino, 2013, p. 10) está diseñada para buscar algo repetible (encontrar procesos de ventas, mercadeo e ingeniería que sean repetibles), escalable (que la inversión genere utilidades, de lo contrario es ir a la quiebra) y sobre todo un modelo de negocio (manera/método en que una empresa crea valor para sí misma al mismo tiempo que entrega productos o servicios a sus clientes).

La búsqueda de un crecimiento rápido o escalabilidad es un rasgo distintivo de una startup, lo que significa que “puede lograr que los ingresos crezcan a un ritmo muy superior al que crece la suma de costos fijos y variables” (Montoya, 2016, p. 4). “La característica de la repetibilidad es lo que permite realizar la expansión hacia otros mercados y ampliar el modelo de negocio” (Ruiz, 2017, p. 26)

Las startups están interesadas en dar a conocer su idea y darle valor, demostrar la capacidad de su crecimiento potencial, de modo que puedan llamar la atención de inversores o de grandes empresas (con mayor capital) que se animen a comprarla en parte o en su totalidad y continúen desarrollándola. En cambio, el objetivo final de una pequeña o gran empresa es vender su producto, generar beneficios; en otras palabras, una oportunidad de negocio rentable, generalmente eligiendo modelos de negocio probados, con metas a corto y mediano plazo, en mercados existentes; por el contrario, las startups tienen puesta la vista a largo plazo, visionan a futuro (USIL, 2017).

Ries (2012), amplía la definición, al señalar que “...una startup es una institución humana diseñada para ofrecer un nuevo producto o servicio bajo condiciones de incertidumbre extrema” (p.1).

Esta definición hace referencia a una característica esencial de las startups: la innovación. Según Ries (2012) las startups no necesariamente innovan la dimensión del producto, sino utilizan otros tipos de innovación: reutilizar una tecnología existente para un nuevo uso, idear un nuevo modelo de negocio que desbloquee el valor que antes se ocultaba o incluso simplemente ofrecer un producto o servicio a una nueva ubicación o a un conjunto de clientes previamente desatendidos. En todos estos casos, la innovación está en el corazón del éxito de la compañía (p. 28).

Las startups están diseñadas para enfrentar situaciones de extrema incertidumbre. El contexto en el que se busca el modelo de negocio y en el que ocurre la innovación es de incertidumbre. Para Ries (2012), la tierra de las startups es un lugar único donde los riesgos mismos son desconocidos y están diseñadas para las situaciones que no se pueden modelar, no son nítidas y donde el riesgo no es necesariamente grande: aún no se sabe; por tanto, requieren un nuevo tipo de gestión específicamente orientada al contexto de incertidumbre extrema (p.28).

“Los emprendedores deben aprender a afrontar la incertidumbre -afirma tajantemente Ries- antes de gestionar una empresa porque ésta aún no existe sino se trata de crearla y el método Lean startup está pensado para afrontar la incertidumbre” (Ries, 2012, p. 67).

La búsqueda del modelo de negocio se realiza con la metodología Lean startup, basada en el aprendizaje rápido o ágil, mediante una serie de “experimentos que sirven para aprender” A este proceso de experimentación para obtener conocimiento que permita tomar decisiones, centrado en lo que los consumidores quieren (feedback de los clientes) en un ciclo de tiempo extremadamente corto (para evitar despilfarro), se le conoce como “el circuito de *feedback* de información: Crear-Medir-Aprender que es el centro del modelo del método Lean startup” (Ries, 2012, pp. 33-34).

Según Ries (2012), el *feedback* de información se traduce en una oportunidad de cambio y mejora, con la posibilidad de testear en el mercado los prototipos o productos inacabados (los llamados productos mínimos viables) que van adaptándose a las necesidades del cliente de forma progresiva e incrementar hasta conseguir el encaje producto-mercado (el denominado *product market fit*). La metodología Lean startup aporta un “...conjunto de prácticas ... para ayudar al emprendedor a incrementar las probabilidades de crear una empresa con éxito, más allá de las fórmulas matemáticas y desde una filosofía empresarial innovadora que supere... el pensamiento empresarial tradicional” (Montoya, 2016, p. 145).

El término startup se usa para empresas de cualquier sector generalmente se le identifica con empresas basadas en la tecnología y vinculadas con la Internet y el uso de las TICs, ya que las empresas tecnológicas y del mundo digital, debido a los menores costes de desarrollo, “suelen tener más probabilidad de crecimiento rápido, de forma escalable, aunque no es exclusivo” (Ruiz, 2017, p. 26).

En este trabajo, una startup es un tipo de empresa de nueva creación, de carácter temporal que lanza un producto o servicio altamente innovador y se vale de la experimentación para encontrar en el mercado un modelo de negocio que le permita operar de forma estable, escalable y rentable, generalmente su actividad se nutre del conocimiento científico y tecnológico.

3. Fuentes de financiamiento para startups

3.1. Financiamiento

La financiación o financiamiento se refiere a la “acción y efecto de financiar”, que consiste aportar el dinero necesario a una empresa para satisfacer sus requerimientos.

La fuente de financiamiento es la forma en la que empresa obtiene el dinero necesario, específicamente se refiere al origen de los fondos o recursos con los que cubren sus gastos. Puede obtenerlo a través de muchas modalidades o alternativas, por lo que se analizan las alternativas financieras a las que puede recurrir el emprendedor y sus características.

3.2. Tipos de fuentes de financiamiento

Las fuentes de financiamiento son de diversos tipos, en función de su procedencia o de la modalidad de inversión. Cada una de estas fuentes agrupa instrumentos o medios de financiamiento, elegidos por los emprendedores para lograr una estructura financiera óptima.

En función de la procedencia de fondos, las fuentes pueden ser internas y externas.

3.2.1. Fuentes Internas de financiación

Cuando el aporte proviene o se genera en la propia empresa con el desarrollo de su actividad.

Las fuentes internas de financiamiento incluyen: la venta de acciones, la venta de activos fijos, las ganancias retenidas o beneficios no repartidos (reversión) y el cobro de deudas, etc. para la ampliación del capital.

La ventaja de esta financiación es que no tiene vencimientos a corto plazo y tampoco generan costo alguno. Pero solo pueden satisfacer necesidades limitadas del negocio.

3.2.2. Fuentes externas de financiación

Incluyen los fondos generados a partir de desembolsos de terceras personas, fuera de la organización, como las finanzas proporcionadas por inversionistas, instituciones financieras, préstamos de bancos, acciones preferentes, obligaciones, depósitos públicos, financiamiento de arrendamientos, papeles comerciales, crédito comercial, factoraje, etc.

A su vez la procedencia de los fondos, se clasifica en recursos externos propios si son aportados por los propietarios de la empresa y, recursos externos ajenos si son aportados por personas físicas o jurídicas distintas de los propietarios.

Los recursos externos propios son las aportaciones de capital de los propietarios a la empresa, en el momento de la creación de la empresa como en posteriores ampliaciones de capital. No suelen tener fecha de devolución.

“Los recursos externos ajenos pueden ser a corto y largo plazo, si el plazo es igual o inferior al año corresponde al corto plazo, si es mayor a este tiempo son a largo plazo. Algunos de los recursos externos ajenos a largo plazo: préstamos y créditos bancarios operaciones de leasing y emisión de títulos” (Henriksen, 2015, p. 18).

En función de la modalidad de inversión, las fuentes pueden clasificarse como financiamiento en deuda o en capital.

3.2.3. Financiamiento en deuda

Consiste en obtener un préstamo, para pagar el fondo prestado más los intereses en un periodo de tiempo fijo. Para el acreedor, la recompensa es el interés sobre el monto prestado. Generalmente es utilizado para apoyar las operaciones de la empresa.

La deuda puede ser con o sin garantía, a corto o largo plazo. La deuda a corto plazo es menor a 1 año, para cubrir necesidades de capital de trabajo (liquidez) que son aquellas generadas en las operaciones diarias. En cambio, la deuda a largo plazo atiende necesidades de inversión para la adquisición de bienes de capital o activo fijo como son inmuebles, equipos, maquinaria. Las fuentes a las que se puede acceder son: amigos y parientes, las entidades de crédito: Bancos y otros prestamistas comerciales como las cajas; y, las compañías de financiamiento comercial. Los instrumentos son muy variados: créditos, préstamos, bonos, servicios de sobregiro, financiamiento de facturas, arrendamientos de equipos y financiamiento de activos (Ministerio de la Producción, s/f, pp. 31-51).

Entre las ventajas de esta fuente de financiamiento, se mencionan el mantenimiento del control total sobre el negocio, ya que el prestamista solo cobra el interés por el uso de un préstamo,

la propiedad del negocio queda completamente en manos de los directores corporativos y accionistas; por tanto, los prestamistas no tienen derecho a ninguna de las ganancias del negocio. Es apropiado para empresas que buscan un crecimiento agresivo. El mantenimiento del crédito: los préstamos pueden ayudar a establecer el historial de solvencia de una empresa y favorecer el acceso a préstamos bancarios futuros (Fong Chun, 2015).

La desventaja es el compromiso del pago de intereses que pueden crear una carga, la posibilidad de que el prestamista puede tomar las propiedades comprometidas como garantía y venderlas en el mercado para recuperar el valor de la obligación de préstamo si el deudor no paga sus préstamos. La dificultad de obtener un préstamo si una empresa no tiene una buena calificación crediticia y un historial sólido de amortización del préstamo. La deuda puede sofocar el crecimiento de una empresa debido al alto costo de pagar el préstamo. (Fong Chun, 2015).

“Los préstamos y líneas de crédito no se ajustan al esquema financiero de cobros y pagos que presentan [...] la mayoría de las iniciativas de negocio en sus primeas fases” (Hoyos, 2014, p. 123); por otro lado, las empresas financieras no tienen la capacidad para “ponderar correctamente los riesgos y poder evaluar la calidad y la viabilidad futura” (Hoyos, 2014, p. 123) de las empresas en fase temprana de desarrollo.

a. Préstamos bancarios

Los bancos comerciales son la fuente más tradicional de financiamiento de las empresas, pero “las dificultades para obtener préstamos bancarios a un tipo de interés asequible y el elevado coste del endeudamiento sigue siendo una limitación importante” (Lázaro, 2016, p. 27).

“En los países menos adelantados en particular, esa limitación está frenando desde hace mucho tiempo la innovación empresarial. En general, los bancos comerciales tienen una relativa aversión al riesgo y la experiencia demuestra que tal vez no sean el instrumento ideal para financiar la innovación en empresas nuevas frente a grandes empresas establecidas” (Lázaro, 2016, p. 26).

b. Microcrédito

“Los Microcréditos son préstamos de pequeñas cantidades que se entregan a personas vulnerables en riesgo de exclusión para ayudarles a poner en marcha un proyecto empresarial o laboral, y que carecen de garantías para desarrollarlo” (Rodríguez, 2010, p. 8), la tasa de interés es menor a la del sistema bancario tradicional, resultando una de las opciones adecuadas a las características de emprendimientos innovadores, de nueva creación en fase de inicio. “Las instituciones de microcrédito surgen por iniciativa

de organizaciones no gubernamentales o se establecen con el apoyo del gobierno” (Bateman & Chang, 2012, citados en Lázaro, 2016, p. 26).

3.2.4. Financiamiento en capital

La financiación en capital se refiere a la recaudación de fondos mediante la venta de acciones de la empresa a los inversores, en otras palabras, se intercambia una parte de la propiedad de la empresa por una inversión financiera; dicha participación le permite al inversionista compartir las ganancias de la misma. “Los inversores obtienen beneficios cuando se produzca un incremento en el precio de la acción, así como a través de la distribución de dividendos por parte de la empresa en la que el inversor haya adquirido una participación” (Fong Chun, 2015, p. 3). Implica una inversión permanente y no es reembolsada por la empresa en fecha posterior.

El financiamiento en capital puede provenir de fuentes propias y externas. Entre las propias los ahorros personales o capital propio, las pólizas de seguro de vida: préstamo contra el valor en efectivo de la póliza, préstamos en garantía hipotecaria: préstamo respaldado por el valor neto de la vivienda como garantía; los amigos y parientes. Entre las fuentes externas, los emprendedores tienden a depender de tres fuentes principales de financiación, llamadas fuentes alternativas de capital: fondos de capital de riesgo, inversores ángel e inversores corporativos (Denis, 2004)

Entre las ventajas de la financiación de capital Fong Chun (2015) menciona: la apertura de otra fuente de financiación, además de posibilitar préstamos de bancos u otras compañías financieras. La posibilidad de expandir el negocio ya que cuando comienza sus operaciones comerciales podría utilizar los fondos para cubrir los costes de start-up, luego podría utilizar el flujo de caja de sus operaciones para crecer o para diversificar en otras áreas. Esto debido a que los inversionistas tienden a tomar una visión a largo plazo, y generalmente no esperan un retorno inmediato de su inversión. Contribuye a conferir legitimidad, al permitir a las empresas conectarse a las redes de inversores y por tanto, incrementar su credibilidad. Brinda una valiosa asistencia en forma de conocimientos técnicos de gestión, contactos empresariales y acceso a otras fuentes de capital. Muchos buenos inversores y capitales de riesgo asumen el papel de asesores empresariales o incluso se incorporan plenamente como parte del equipo de gestión, lo que puede ser importante, en el período startup de un nuevo negocio.

La desventaja de la financiación de capital es que a los inversionistas se les otorga cierta propiedad de la empresa y un cierto porcentaje de las ganancias si el negocio despega. Con el tiempo, la distribución de las ganancias a los accionistas puede exceder la suma que una empresa

tendría que pagar por los préstamos. Generalmente solicitan una participación del 35% al 51%, especialmente cuando las empresas son startup sin un fondo financiero sólido (Fong Chun, 2015).

a. Inversionistas ángeles o business angels

Business Angel o ángel de negocios es:

“un inversionista privado que invierte directamente o a través de su personal, su propio dinero, predominantemente en empresas en etapa de semillas o de startup con las que no tiene vínculo familiar. Los *Business Angels* toman sus propias decisiones de inversión y son financieramente independientes, es decir, una posible pérdida total de sus inversiones en *Business Angel* no cambia significativamente la situación económica de sus activos. Ellos invierten en un plazo establecido de mediano a largo plazo y están listos para proporcionar, además de su inversión individual, un apoyo estratégico de seguimiento para los empresarios, desde la inversión hasta la salida” (EBAN, 2013, párr. 1).

Mason y Harrison (2010) complementan la definición enfatizando que su papel es invertir su propio dinero directamente en empresas no cotizadas y generalmente se involucran activamente en los negocios en los que invierten, ya sea como asesor o miembro del consejo de administración, mayormente su foco de interés son las empresas tecnológicas nuevas y en fase inicial.

“Desempeñan un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de las mismas, aportando capital, asesoría en el desarrollo y la gestión de la empresa y poniendo a disposición de la empresa sus contactos, algo muy valioso para los emprendedores, ya que tardarían años en crear su propia red de contactos... aportes clave para determinar el éxito o fracaso de la empresa... A menudo los propios *business angels* son también emprendedores” (Olmos, 2014, p. 30).

Para la OECD, estos inversionistas “funcionan de forma similar a las entidades informales de capital riesgo no institucionales, pero suelen actuar a menor escala y proporcionar fondos en una etapa más temprana que dichas entidades” (OECD, 2011, citado en Lázaro, 2016, p. 26), “esperan obtener en el futuro beneficios de esa inversión, ya que se convierten en socios activos de la startup y ayudan a crear valor en ella” (Olmos, 2014, p. 30). La inversión es de alto riesgo, pero las perspectivas de crecimiento exponencial y de escalabilidad es alta, en el largo plazo. Estos inversionistas prefieren “financiar proyectos que se encuentren geográficamente cerca a su lugar de residencia” (Olmos, 2014, p. 31). Es una fuente elegible para emprendedores que necesitan cantidades relativamente pequeñas de capital.

Algunas veces, estos inversores se asocian en redes de *business angels* para facilitar su actividad y crear lobby. Realizan foros de inversión para que los emprendedores presenten sus proyectos y los inversores puedan elegir los de su interés, facilitando un punto de encuentro emprendedor-inversionista (Colomer et al., 2009, citados en Olmos, 2014).

b. Venture Capital o capital de riesgo y Private equity

Las empresas de capital de riesgo, como lo describe Olmos (2014), “son fondos que invierten el capital que obtienen de inversores como compañías de seguros, fondos de pensiones, bancos o cuentas de ahorro, y que éstos les dan para que se lo gestionen. A veces también invierten su propio dinero...” (p. 41). La inversión de “*Private equity* se dirige a compañías grandes y con un mayor horizonte temporal (entre 5 y 8 años)” (p. 41) y los *venture capital (VC)*, invierten en startups, con un horizonte temporal menor, de dos años aproximadamente” (Olmos, 2014).

El término “capital de riesgo” (*venture capital*, en inglés) representa la inversión financiera en un proyecto altamente riesgoso con el objetivo de obtener una alta tasa de rendimiento” (Rai University, s/f, p. 125)

En palabras de Cressy (2006):

“La inversión de capital de riesgo consiste en la compra de acciones de empresas jóvenes y privadas por parte de personas ajenas a la empresa, con el objetivo principal de obtener ganancia de capital... “joven” significa menor de 5 años, “privada” significa que no cotiza en una bolsa de valores, “persona ajena” se refiere a una persona física o jurídica que no sea inicialmente miembro del consejo de administración o empleado de la empresa en cuestión. Por “ganancia de capital” se entiende la ganancia (pérdida) del inversor derivada de cualquier apreciación (depreciación) en el precio de las acciones de la sociedad participada” (pp. 2-3).

Se reconocen ciertas características de este tipo de inversión (Cressy, 2006; Rai University, s/f):

Los inversores (personas e instituciones) son presuntamente expertos en el fomento del desarrollo de empresas. Forman parte de una red de inversores con altas habilidades en la selección de inversiones, capaces de detectar consistentemente el potencial de una empresa y de hacerlo antes que la competencia lo haga. Por lo tanto, el papel de la red puede ser crucial para obtener empresas de alta calidad para la inversión.

- Su objetivo es obtener ganancias de capital, en lugar de dividendos, mediante la venta de las acciones una vez que la empresa sea rentable. Su interés son las empresas de

crecimiento potencialmente rápido con un gran potencial de mercado y una ventaja competitiva sostenible.

- Además de ofrecer dinero, proporcionan asesoramiento, apoyo, contactos y preparación para la salida a bolsa a sus empresas participadas. Tienen una participación activa en la gestión de las empresas asistidas, para mejorar los resultados.

- La inversión es temporal, suelen permanecer el tiempo en el que madure la inversión y haya generado el valor esperado. Obtiene rentabilidad al final del período de la inversión, realizando la desinversión del capital a través de una OPV en el mercado de valores, o bien vendiendo a otra entidad de capital riesgo, a los antiguos accionistas o al propio equipo directivo (Merladet, 2017).

- Es una inversión a largo plazo. Por lo general, se necesita un largo período de tiempo para encajar la inversión en valores.

- La inversión se recupera únicamente cuando la empresa se vende o se cotiza en bolsa. Se pierde cuando la empresa entra en liquidación.

Los sectores de alta tecnología (telecomunicaciones, TI, biotecnología, etc.) son su centro de interés, porque los productos de estos sectores tienen un gran mercado, generalmente mundial.

A manera de síntesis, esta fuente de financiamiento está diseñada para

“empresas nacientes cuyas proyecciones de rentabilidad y éxito en el mercado resultan prometedoras, pero que por sus características no pueden acceder a otras fuentes de financiamiento tal como el mercado bursátil, pues no cumplen los requisitos mínimos para listarse en bolsa,...o el sector bancario, ya que para este tipo de empresas es difícil acceder a créditos, pues, en general, éstos están ligados a activos o garantías que no poseen” (Córdoba, Higuera & Peña, s/f, p. 1).

También está diseñada para las empresas que están en fase “de expansión, para aprovechar el elevado potencial de crecimiento de empresas que ya han iniciado sus operaciones” (Lázaro, 2016, p. 25). Intervienen después de los inversionistas ángeles.

c. Incubadoras empresariales

Las incubadoras, son empresas que ayudan en la creación y el crecimiento de

“nuevos proyectos y nuevas empresas emprendedoras por medio de una amplia variedad de servicios y recursos empresariales”, como el alquiler de espacios físicos (desde oficinas hasta laboratorios), *coaching*, asesoramiento, capitalización, *networking* (o red

de negocios) y cualquier otro servicio más básico como las telecomunicaciones, la secretaría o el estacionamiento” (Fusté, 2017, p. 8).

“Son organizaciones sin ánimo de lucro, conformadas con un carácter tripartito a través de alianzas entre los sectores público, privado y académico o educativo” (Cruz y Matiz, 2004, p. 2).

d. Las aceleradoras empresariales

La aceleradora se centra en el “acompañamiento al emprendedor desde la elaboración y validación del modelo de negocio, hasta su implementación y puesta en el mercado” (Buiza, 2017, p. 11).

Este apoyo es canalizado a través de un programa con diferentes convocatorias, los proyectos a acelerar son seleccionados en un proceso de admisión muy competitivo.

Los proyectos elegidos pasan a recibir una formación adecuada, en un marco de tiempo fijo; es decir tienen un periodo de aceleración determinado, “entre 3 y 12 meses, aunque lo más común son 6 o 9 meses” (Fusté, 2017, p. 11), tiempo durante el cual los emprendedores trabajan con un grupo de mentores para desarrollar su negocio, darán forma a su idea, definirán

“de forma exhaustiva su startup o proyecto, asentar su modelo de negocio, los aspectos legales, el plan de ventas, el plan económico y el plan financiero [para luego] centrarse en las alianzas que puedan formar, en hacer uso de la *networking* que le proporciona la aceleradora, en buscar posibles fuentes de financiación y sus primeros usuarios y clientes [para finalmente] llevar sus startups y proyectos a un foro de inversores privados y fondos de inversión donde los exponen, con la finalidad de poder encontrar así la financiación que necesitan para triunfar en el mercado” (Fusté, 2017, p.11).

Una vez culminado el evento de lanzamiento o demostración, algunas se desvinculan de manera definitiva.

El aporte consiste en “asesoría, una pequeña aportación inicial de capital (el llamado fondo semilla) e incluso la oportunidad durante este tiempo de presentarse ante los *business angels* (inversores), un espacio compartido para trabajar, la educación digital, la formación intensiva y el acceso a mentores” (Fusté, 2017, p.11). La red de mentores, generalmente compuesta por ejecutivos de empresas emergentes, capitalistas de riesgo, expertos de la industria y otros inversores externos, es el mayor valor para las posibles empresas.

“Los procesos de aceleración pueden ser con o sin fines lucrativos, algunos trabajan con acuerdos de colaboración con *Venture Capital* o *Business Angels*, otros con corporaciones, universidades, organizaciones no gubernamentales o gobiernos locales” (Fusté, 2017, p.11).

Para participar en estas iniciativas, el proyecto debe ser innovador en alguno de sus aspectos, no necesariamente innovación tecnológica.

En síntesis:

“el objetivo de aceleradoras e incubadoras de startups, es ayudar, a los emprendedores a crecer muy rápidamente y a adquirir todos aquellos conocimientos necesarios para afrontar con éxito el duro camino que supone el crear una empresa [...] surgen como programas que ofrecen dar visibilidad, financiación, apoyo y mentorización en un entorno de *networking* a las startups que consiguen ser seleccionadas” (Fusté, 2017, p. 87).

e. Venta de acciones públicas

Oferta Pública Inicial (IPO), conocida también como bolsa de valores. En esta forma de financiamiento la empresa recauda capital mediante la venta de sus acciones al público, por primera vez.

Esta puede ser una opción más costosa y compleja; conlleva el riesgo de no obtener los fondos necesarios debido a las malas condiciones del mercado.

3.2.5. Financiamiento por subvenciones

a. Las 3Fs

En el caso de las FFF “lo que los anglosajones llaman las “3Fs”, *family, friends and fools*, conforman el capital de los familiares, amigos e insensatos que se fían del proyecto desde el primer momento y es el capital al que los emprendedores acuden primero” (Olmos, 2014, p. 28).

Para los inversionistas el uso de esta fuente puede ser un indicador de confianza. “Esto demuestra que el emprendedor cree en su idea y que su familia y amigos más cercanos también están dispuestos a asumir el riesgo e invertir en su idea de negocio” (Horvat, Klacmer y Lalic, 2014, citados en Lázaro, 2016, p. 24).

b. Los fundadores

“La financiación del fundador se define como el capital, en forma de deuda o patrimonio, invertido en una empresa por uno o más de los fundadores que establecieron la empresa”. (Söderblom y Samuelsson, 2014, p. 22).

c. Financiamiento estatal no reembolsable

Son ayudas que concede la administración pública a los emprendedores, para la creación de empresas, generalmente a través de procesos concursables. Es el caso Innóvate Perú, con fondo destinado a emprendedores que se adjudican mediante concursos para el cofinanciamiento no reembolsable de proyectos de I+D+i, (Investigación, desarrollo e innovación) en todos los sectores de la actividad productiva (Innovate Perú). De la misma manera, StartUp Perú es una iniciativa del Estado Peruano creada para promover el surgimiento y consolidación de nuevas empresas peruanas que ofrezcan productos y servicios innovadores, con alto contenido tecnológico, de proyección a mercados internacionales (StartUp Perú, 2015).

3.2.6. Nuevas fuentes de financiación

a. El Crowdfunding

Es una fuente de financiación con fondos provenientes del “esfuerzo colectivo de muchos individuos que ponen en común sus recursos para apoyar un proyecto concreto iniciado por otras personas con la ayuda de Internet” (Álvarez citado en Aleu, 2015, p. 13). Es conocida como financiación en masa, colectiva o participativa.

“Hay dos modelos de *crowdfunding*, uno en donde el inversionista espera un retorno financiero y otro en el que las decisiones de inversión no están asociadas a expectativas de retorno” (Asobancaria, 2017, p. 3).

3.3. Elementos de decisión de uso de fuentes de financiamiento en startups

3.3.1. Definición de uso de fuentes financieras.

Un término relacionado con el uso de fuentes de financiamiento es el acceso financiero conocida como inclusión financiera y se refiere a “la ausencia de barreras de precios o de otro tipo al uso de servicios financieros” (Banco Mundial, 2009, p. 18).

“Es el acceso que tienen los agentes económicos (personas, familias, empresas) a una gama de productos y servicios financieros útiles y asequibles que satisfacen sus necesidades, como transferencias, pagos, crédito, ahorro, seguros, etc. formales y de calidad; así como también de su uso bajo un marco de estabilidad financiera para el sistema y los usuarios” («Inclusión financiera en el Perú y en países de la región», 2018, p. 1).

Bajo esta definición, el acceso se refiere a la oferta financiera, a la disponibilidad de un suministro de servicios financieros de calidad razonable a costos razonables, según el Banco

Mundial (2009) y “a las capacidades existentes para utilizar dichos servicios y productos ofrecidos” (Alianza para la Inclusión Financiera, 2010, p. 4).

Otro aspecto involucrado en la inclusión financiera es la calidad o eficacia del acceso y uso de los servicios, basada en la existencia de: 1) una adecuada regulación y supervisión de entidades y nuevos instrumentos de inclusión financiera, 2) políticas eficaces de protección al consumidor financiero, y 3) programas de educación financiera (Roa, 2014), que pueden medirse por los efectos que produce, en términos de crecimiento o satisfacción.

El uso de servicios se refiere al consumo real de servicios financieros (demanda efectiva); pero “más que tan solo la mera adopción de servicios, la regularidad, la frecuencia y la duración de la utilización a lo largo del tiempo, así como el tipo de combinación de productos financieros” (Alianza para la Inclusión Financiera, 2010, p. 4)

Con este mismo enfoque, el Banco Mundial (2009) advierte que es “importante distinguir entre el acceso a –la posibilidad de utilizar– y el uso efectivo de los servicios financieros” (p. 2).

En el presente estudio, el acceso a servicios financieros se entiende como el conjunto de organismos disponibles que tienen las empresas para obtener servicios financieros en el mercado. Así mismo, el “uso” se entiende como los servicios o productos financieros que son adquiridos de diferentes fuentes financieras por los demandantes.

3.3.2. Decisión de uso de fuentes de financiamiento: elementos de la oferta financiera

El uso de las fuentes financieras implica previamente una decisión de elección entre opciones disponibles para satisfacer la necesidad de financiamiento de la startup. La decisión es parte final del proceso que sigue el CEO y/o asociados para obtenerlo; precedido por etapas previas, muy difundidas en la literatura, el reconocimiento de la necesidad en función de sus objetivos, la búsqueda de información sobre la oferta disponible y la evaluación de alternativas.

“Los problemas de acceso y de uso son de naturaleza diferente. Mientras el problema de acceso se deriva esencialmente de los fallos de mercado que limitan la oferta de servicios financieros, el problema del uso se explica esencialmente por factores de demanda y de oferta de servicios financieros” (Roa, 2013, pp. 124-125).

Se asume que, en la decisión de elegir el uso de determinadas fuentes de financiación, intervienen factores de la demanda como de la oferta de este servicio.

Entre los factores de la oferta, se considera las características de las fuentes de financiamiento para startups: disponibilidad de recursos, costos, conveniencia a las necesidades, relaciones de agencia.

a. Reducción de la oferta de servicios financieros para las startups

El uso de las fuentes está supeditada a dos situaciones: la exclusión involuntaria y la reducción de la oferta de servicios financieros.

Roa (2013), el Banco Mundial (2009) y Claessens (2006) coinciden en señalar que son excluidas empresas consideradas no viables (ya que no tienen suficientes ingresos o presentan un riesgo de endeudamiento muy alto), les resulta muy costoso llegar para ser comercialmente viable, la imposibilidad de pagar demasiado alto los servicios financieros o porque las características del servicio ofrecido pueden no ser apropiadas a sus necesidades. La exclusión de la participación es del “sector financiero formal” (Roa, 2013, p. 124), que viene a ser la exclusión involuntaria, de acuerdo con el Banco Mundial (2009)

Para Roa (2013), la reducción de la oferta de servicios financieros adecuados a las necesidades de las startups “deriva esencialmente de los fallos de mercado” (p. 125). “Asimetrías de información entre prestamistas y prestatario e incertidumbre sobre el resultado de los proyectos” (p. 124). De la misma manera, Schwartz afirma que “todas las formas de financiación inicial deben enfrentar y superar tres desafíos fundamentales: la incertidumbre, la asimetría de la información y los costos de la agencia” (2015, p. 629), que derivan de las características de las startups. Diversos especialistas señalan que las startups son probablemente las empresas más opacas en materia de información económica.

Además, en comparación con las empresas más grandes, las startups tienen: (a) una historia limitada y, por tanto, sin antecedentes, (b) una reputación en juego, (c) unos activos materiales limitados y, por tanto, una capacidad limitada para ofrecer garantías, (d) una incertidumbre inherente al proceso de innovación, (e) unas normas menos estrictas en relación con la divulgación de la información, (f) una propiedad que a menudo se concentra en la mano de los fundadores, y (g) unos índices de fracaso significativamente más elevados (Audretsch & Stephan, 1996; Berger & Udell, 1996; Cassar, 2004; Cressy, 2006; Huyghebaert & Van de Gucht, 2007, citado en Söderblom & Samuelsson, 2014, p. 31).

b. Asimetría de información

La información es el insumo para tomar decisiones sobre la estructura de capital de la empresa y “es un bien, en cuanto tiene valor económico determinado por las circunstancias y por la utilidad que tiene para los particulares...y especialmente al momento de contratar”

(Bullard, 2016, p. 1). Si una de las partes maneja información que la otra no dispone (asimetría de información) podrá usar esa información para su beneficio (comportamientos oportunistas) y con ello ganar utilidades. “Debido a que cierta información es privada, las asimetrías de información surgen entre aquellos que tienen esa información y aquellos que potencialmente podrían tomar mejores decisiones si la tuvieran” (Stiglitz, 2002, p. 112).

La asimetría es particularmente importante: cuando una de las partes no es plenamente consciente de las características de la otra parte y cuando una de las partes está preocupada por el comportamiento de otra parte o las intenciones de su comportamiento (Stiglitz, 2000, citado en Connelly, Trevis, Duane y Reutzel, 2011); es decir sacar ventaja.

Estas preocupaciones se manejan con señales de información, como lo explica la teoría de la señalización acuñada por primera vez por Ross, quien postula que si los emprendedores tienen información privilegiada, la elección que haga de las fuentes de financiamiento constituyen señales de información al mercado (1977, citado en Chipeta, 2012).

Por tanto, si una empresa puede financiarse internamente, se considera que es una señal fuerte. Muestra que la compañía tiene suficientes reservas para atender las necesidades de financiamiento. Si una compañía emite una deuda, muestra que la administración está segura de cumplir con los pagos fijos. En general, el financiamiento de la deuda se ve como una señal positiva de que la gerencia cree que las acciones están "subvaloradas" y si una empresa se financia con nuevas acciones, es una señal negativa de que la gerencia cree que las acciones están sobrevaloradas. En otras palabras, si los gerentes creen que sus empresas están infravaloradas, emitirán deuda primero y luego emitirán acciones como último recurso. A la inversa, si la administración cree que su empresa está sobrevaluada, emitirán capital primero.

La teoría de la señalización proporciona una perspectiva sobre los problemas de selección social en condiciones de información imperfecta (Connelly, Trevis, Duane & Reutzel, 2011) y permite comprender cómo las partes resuelven la información de forma asimétrica. La profundidad esta teoría, reside en la asignación de costos a la información.

Los empresarios obviamente saben mucho más que los inversionistas sobre su empresa, sobre todo en el contexto de las startups, particularmente si hay tecnología o ciencia involucrada, con el riesgo de causar selección adversa (descartar buenas inversiones o conceder financiación a los emprendedores menos fiables) si no se toman medidas pertinentes. Esta posibilidad surge, según Mascareñas (2007), cuando el prestamista no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de conceder el préstamo. En el contexto de un contrato de préstamo, y a igualdad de valor esperado, el prestamista preferirá los proyectos más seguros y el prestatario los más arriesgados. Los prestatarios-agentes que disponen de proyectos arriesgados

intentarán ocultar el verdadero riesgo del proyecto con objeto de aprovecharse de la relativa desinformación del prestamista-principal.

El resultado será que el acreedor, al no disponer de información fiable sobre el proyecto que se le pide financiar, exigirá un tipo de interés representativo del riesgo de dicho proyecto; es decir una mayor tasa de interés o garantías, lo que provocará que aquellos prestatarios que poseen proyectos de bajo riesgo renuncien a realizarlos porque su financiación será demasiado cara (Mascareñas, 2007).

c. La incertidumbre

La incertidumbre se refiere a “contingencias que ninguna de las partes puede predecir definitivamente” (Schwartz, 2015, p. 629). La naturaleza de la inversión es que se entrega dinero en base a suposiciones sobre el futuro.

“La incertidumbre se mide a través del riesgo financiero y la asimetría informativa que se genere en el mercado está directamente relacionada con él” (Gómez, 2008, pp. IX-2), de esta manera la información asimétrica actúa también sobre la valoración de los activos financieros.

Los modelos de valoración de activos financieros preconizan la relación rentabilidad-riesgo como determinantes del valor activo financiero y, por lo tanto, su precio de mercado, esta relación indica que cuando aumenta el riesgo de un título ha de aumentar también la rentabilidad esperada de la inversión, como forma de compensar ese mayor riesgo, dado que se presume la aversión al riesgo del inversionista promedio (Gómez, 2008).

Dependiendo de la asimetría específica de información y de la posibilidad de los deudores potenciales de ofrecer colateral, los prestamistas pueden utilizar la tasa de interés o una combinación de la tasa de interés y la garantía bancaria como un mecanismo de puntaje y monitoreo. Si no se cuenta con garantías bancarias, los prestamistas resultan forzados a depender sólo de la tasa de interés, con el riesgo de excluir a deudores seguros (Banco Mundial, 2009; Claessens, 2006).

Las altas tasas de interés “conducen a amenaza moral, esto es, inducen a las empresas a sobrellevar proyectos más riesgosos con menor probabilidad de éxito, pero mayores beneficios cuando es exitoso” (Banco Mundial, 2009, p. 32). “De hecho, bajo ciertas circunstancias los prestamistas preferirán mantener la tasa de créditos por debajo del nivel que equilibraría el mercado para no empeorar la selección adversa; este comportamiento en efecto raciona el crédito mediante mecanismos no basados en precios” (Stiglitz y Weiss, 1981, citados en Banco Mundial 2009, p. 123). En síntesis, dadas las asimetrías de información, los prestamistas no ajustarán solo el precio (tasas de interés) sino también la cantidad del préstamo o crédito y debido a la selección

adversa y las preocupaciones de riesgo moral pueden no estar dispuestas a proporcionar financiamiento a algunas personas o empresas.

Los negocios innovadores en etapa de startup sufren los efectos del denominado *Equity gap* (déficit de capital) que surge en el momento “en que sus necesidades financieras son demasiado elevadas para seguir siendo satisfechas a través de aportaciones de los fundadores o de su círculo más próximo, pero demasiado reducidas y en una fase demasiado temprana como para ser financiadas a través de entidades o fondos de capital de riesgo” (Hoyos & Blanco, 2014, citados en Fierro, 2015, p. 8), al no haberse consolidado el modelo de negocio para poseer activos tangibles que puedan ofrecerse como garantía, característica común de los negocios innovadores en proceso de consolidación, tienen dificultades de obtención de inversión privada y financiación bancaria.

Finalmente, interviene en la decisión de elección de fuentes de financiación la existencia y efectividad de una variedad de intermediarios y empresas financieras y el crecimiento de la financiación no bancaria que ayudan al encuentro entre proveedores y usuarios de recursos, ayudándoles también a superar los problemas de información y agencia, los que dependen del contexto institucional y de políticas que apoyen el refuerzo y liquidez de los contratos involucrados en financiar a las empresas (Banco Mundial, 2009).

d. Criterios de selección de los gestores de capital de riesgo sobre las startups

Debido a la incertidumbre de los mercados y a las asimetrías de información entre inversores y emprendedores, los gerentes de capital de riesgo al evaluar posibles inversiones confían en criterios de selección establecidos para predecir el rendimiento futuro de la oportunidad de inversión. Basándose en la teoría del agente principal (Eisenhardt 1989, citado por Streltzki & Schulte, 2013, p. 32), los criterios de selección de empresas de Capital de Riesgo (VC) pueden interpretarse como herramientas de detección que se utilizan para evitar problemas de agente principal, como la selección adversa, en la mejor medida posible. Al mismo tiempo, los equipos fundadores intentan enviar señales creíbles a los posibles inversores para reducir la información asimétrica y asegurar el capital de riesgo (Janney & Folta, 2003; Morris, 1987, citado en Streltzki & Schulte, 2013, p. 32).

Las valoraciones de las startups no siguen habitualmente un criterio financiero tradicional, en muchas ocasiones tienen en cuenta el potencial de crecimiento y otros intangibles, priorizando la esencia sobre la forma, lo que implica la imposibilidad de valorar una startup con los modelos tradicionales de valoración de compañías (múltiplos sobre EBITDA por ejemplo), dado que éstos están pensados para crecimientos no exponenciales, y no para compañías capaces de multiplicar por 10 su tamaño en pocos años, a veces en meses (Finecta, s/f, p. 15).

En general, las fuentes que ofertan capital de riesgo utilizan criterios para evitar problemas de agente principal como la selección adversa, por su parte los fundadores del proyecto intentan enviar señales creíbles a los inversores potenciales para reducir la información asimétrica y asegurar los fondos para cubrir sus necesidades; sin embargo, se puede percibir dificultad para que las empresas ofrezcan una imagen más realista de su potencial innovador con información más apropiada de la relevancia y valor de sus intangibles como el capital intelectual, característico de las startups y a la vez dificultad de los inversores para evaluar dichas características en sus análisis de riesgos. El reto está en proponer criterios o instrumentos que faciliten esta tarea que pensamos, constituye una barrera.

e. Los costos de la agencia

Los costos de la agencia surgen debido a la asimetría de la información, en ese caso los empresarios pueden verse tentados de anteponer sus propios intereses a los de sus inversores. Mascareña (2007), a través de un ejemplo, explica el problema de agencia y los costos que implica: Los prestamistas invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado. Pero los recursos financieros que aquéllos han prestado a la empresa se invierten en activos que son elegidos por los directivos de la compañía y no por los propios prestamistas, por ello si éstos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa, a través de las denominadas cláusulas de protección, a no arriesgarlo más allá de un límite determinado, lo que representa un coste de agencia.

Todas las lógicas mencionadas anteriormente derivadas de la información asimétrica, inducen a las empresas a preferir una secuencia de fuentes de financiamiento: ganancias retenidas, exceso de efectivo, emisión de deuda y emisión de acciones, para mantener la flexibilidad financiera y evitar señales negativas.

3.3.3. Decisión de uso de fuentes de financiamiento: elementos de la demanda

Entre los elementos que intervienen en la demanda de las fuentes de financiamiento se considera las características tanto de los emprendedores que son clientes reales como de las empresas a las que van dirigidos.

Las necesidades de financiamiento sentidas, las expectativas que tienen del servicio, experiencias previas en condiciones similares, garantías económicas, la formación y conocimiento empresarial o financiero; y, las características de la empresa a la cual están destinados los recursos financieros, forman el contexto en el que se desarrolla la utilización de los servicios financieros.

a. *Costes de financiación y necesidad de un orden jerárquico de utilización de fuentes de financiamiento*

El coste es un elemento que interviene en la decisión de uso de fuentes de financiamiento, las empresas siguen un orden jerárquico en su utilización (Sau, 2007) por su coste. En ese sentido, las empresas, según sus necesidades de financiación, recurrirían primero a los beneficios retenidos (financiación interna) y sólo cuando éstos se agoten recurrirán a la deuda y después a la emisión de nuevas acciones. Solo cuando los fondos internos son insuficientes para cubrir las necesidades de la empresa, los gerentes recurrirán a fondos externos más caros, según explica la Teoría de la Jerarquía Financiera (*pecking order theory*), desarrollada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), cuya finalidad original fue explicar las estrategias financieras de empresas grandes y maduras (como se cita en Pérez, Sattler, Bertoni y Terreno, 2015).

Las razones de la Jerarquía tradicional en las fuentes de financiación de las empresas son las siguientes:

- Las fuentes internas, que consisten principalmente en el flujo de caja, se prefieren al crédito bancario, porque su uso no implica los costos de la agencia, derivados de la asimetría de la información, ya sea ex ante o ex post, entre empresarios e inversores. Recurrir al financiamiento externo, a través del crédito, resulta por tanto más costoso que el uso de fuentes internas, ya que la productividad del capital tendrá que ascender a la suma del tipo de interés monetario, el coste asociado a la depreciación y los posibles costes marginales de ajuste que pueda haber (Hall, 2002, citado en Sau, 2007).
- Al hacer uso de financiamiento externo, el financiamiento de la deuda es preferible al capital social ya que la primera estará menos expuesta a las asimetrías de información y, por lo tanto, estará sujeta a primas más bajas (Myers, 1984). En palabras de Sau (2007), el crédito bancario resulta preferible a la emisión directa de acciones por dos razones: 1) los bancos pueden aplicar la selección y el monitoreo delegado directamente a las empresas: esto reduce el grado de asimetría de la información, con lo cual se reduce el costo de la agencia (Diamond, 1984); 2) en un entorno de información imperfecta y asimétrica, las agencias asumen la función de producir información (Stiglitz, 1985; Stiglitz-Weiss, 1988), que tiene efectos indirectos positivos sobre el propio valor de las empresas financiadas. De hecho, obtener un préstamo a menudo implica un aumento de precios de las acciones (James, 1987; Bayless-Chaplinsky, 1990; Alam-Walton, 1995; Jong-Veld, 2001), ya que la reputación de las empresas mejora no solo ante los ojos de los clientes y proveedores, sino también de otros inversionistas-financiadores potenciales (Diamond, 1991).

En opinión de Myers y Majluf (1984), la capitalización bursátil es una de las menos preferidas para levantar capital:

“Cuando la empresa quiere emitir nuevas acciones, los inversores pueden creer, equivocadamente o no, que la empresa desea dicho tipo de recursos financieros porque los directores ejecutivos piensan que las acciones están sobrevaloradas; el resultado es que, ante el anuncio de la ampliación de capital, los inversores proceden a vender las acciones, no a comprarlas” (Mascareñas, 2008, p. 29).

Consecuentemente, los inversionistas asignarán un valor más bajo a la nueva emisión de acciones. Además, la emisión de acciones conlleva costos directos apreciables (calificación, publicidad y certificación, costos de colocación) haciéndola más costosa. Por lo tanto, una empresa solo estará dispuesta a recurrir a esta forma de financiamiento después de haber recurrido a las fuentes internas y al crédito bancario (Sau, 2007).

Los académicos han investigado si esta teoría también es aplicable a empresas jóvenes y pequeñas que tienen un conjunto de características diferentes a las grandes corporaciones. Varios estudios concluyen que el orden jerárquico de financiamiento se aplica también a las startups, buscan costosos recursos externos, dado los altos costos asociados con el abandono de la propiedad (Berger y Udell, 1998; Huyghebaert y Van de Gucht, 2007; Vanacker y Manigart, 2010, citados en Söderblom y Samuelsson, 2014).

Otros académicos, sin embargo, sostienen que el orden jerárquico tradicional se invierte para las empresas emprendedoras por dos razones. Primero, es probable que el orden se distorsione si los inversionistas tienen un conocimiento superior sobre las perspectivas de comercialización de la innovación de un empresario. Garmaise (2001) (como se cita en Söderblom y Samuelsson, 2014) muestra que cuando los inversionistas poseen una mayor capacidad para evaluar la calidad del proyecto en relación con la del equipo empresarial, la financiación de capital externo (acciones) será indicativa de una empresa de alta calidad. En segundo lugar, el capital externo también puede ser más admitido si los inversionistas pueden agregar no solo capital, sino también valor no monetario a sus empresas (Garmaise, 2001; Carpenter y Petersen, 2002, citados en Söderblom y Samuelsson, 2014).

En esta misma línea de análisis, Sau (2007) sostiene que las empresas innovadoras operan en el sector de alta tecnología: aplicada a la electrónica, biotecnología, comunicación, etc. y por tanto tienen características peculiares que las diferencian en gran medida de las empresas tradicionales. Estas diferencias han llevado a considerar nuevas formas de financiación acogiendo el sistema de “capital de riesgo”. Por todos estos aspectos, se deduce que “si bien el enfoque de jerarquía sigue siendo válido, debe modificarse para tener en cuenta la importancia que los fondos

de capital riesgo, en general, y el capital riesgo, en particular, han adquirido para el desarrollo de la innovación” (Berger-Udell, 1998; Bergemann-Hege, 1998; Gompers-Lerner, 1998; Kortum-Lerner, 2000; Audretsch-Lehamann, 2002, citados en Sau, 2007, p. 5); y se remarca que el orden jerárquico de financiación se reconsidera para el estudio del financiamiento de las empresas innovadoras.

Asimismo:

En las empresas innovadoras se sigue aplicando un orden jerárquico, pero a diferencia de las empresas tradicionales, el capital riesgo precede al capital de la deuda en la jerarquía. Sólo cuando el capital de riesgo ha cumplido su función de producción de información y ha reducido el grado de opacidad de la información, la empresa innovadora puede recurrir al crédito bancario (Sau, 2007, p. 20).

Las razones son las siguientes:

- Se trata de empresas que en las primeras etapas no están equipadas para generar suficientes flujos de efectivo, por lo que es poco probable recurrir a fuentes internas por beneficios retenidos y menos aún para responder al servicio de la deuda.
- La evaluación del proyecto por parte de inversores-financiadores parece estar caracterizado por un considerable grado de incertidumbre (Hart, 2001, citado en Sau, 2007), decididamente más alto que para las empresas que actúan en los sectores tradicionales, y esto hace que la selección sea particularmente desafiante para los inversores. El no poder mostrar un historial significa un mayor grado de opacidad de la información que en las empresas tradicionales, lo que determina costos de la agencia por encima del promedio, e incluso podrían resultar prohibitivo para tales empresas.

Muchas veces estas empresas ni siquiera están en condiciones de ofrecer garantías suficientes, ya sea implícita o explícita, para aliviar el riesgo del acreedor. En cuanto a garantías implícitas, al menos en las fases iniciales, no pueden generar los flujos netos positivos necesarios para el servicio de la deuda, mientras que, en términos de garantías explícitas, utilizan bienes inmateriales (patentes, derechos de autor, etc.) y/o específicos de la empresa, lo que puede constituir una severa limitación al crédito bancario.

Por otro lado, la especificidad en el conocimiento y uso de los bienes de capital aumenta su iliquidez, y una vez más esto significa mayores costos de bancarrota para el acreedor.

Así, una gran incertidumbre, opacidad de la información y la falta de garantías e ingresos prometibles puede hacer imposible que estas firmas recurran a las "tradicionales" fuentes externas

de financiamiento, limitando severamente su capacidad de obtener financiamiento con crédito (Guiso, 1997, citado en Sau, 2007) o con emisión de acciones.

Además, en las fases iniciales (semilla) las empresas innovadoras poseen, sobre todo, capital humano y una inversión inicial que, a menudo, consiste en desembolso para los salarios del personal técnico-científico. Esto significa altos costos para el ajuste del capital social, lo que a su vez conduce a un mayor costo de capital.

En síntesis, existen razones por las que las empresas innovadoras antes de acudir al mercado de capital privado organizado, que incluye el financiamiento de capital de riesgo, recurren a financiamiento interno, a inversores ángeles; y, antes de recurrir a créditos lo hace a capital de riesgo como una forma de capital privado. Todo ello significa lo siguiente:

La tradicional jerarquía de uso preferente de capital de deuda al capital de riesgo se invierte perfectamente en el caso de empresas innovadoras [...] éstas recurren a financiación bancaria después de obtener recursos a través de capital de riesgo y esto se aplica independientemente del tamaño de las empresas (Sau, 2007, p. 17).

b. El ciclo evolutivo de la empresa: cambio de necesidades y del orden jerárquico de utilización de las fuentes de financiamiento

Un elemento que interviene en la decisión de elegir las fuentes de financiamiento son las necesidades y opciones financieras, las cuales cambian a medida que el negocio crece, gana más experiencia, y se vuelve menos opaco en información. Por tanto, las fuentes de financiamiento de las empresas cambian a través del tiempo, en el cual se supone varía también su tamaño, edad y disponibilidad de información (Berger y Udell, 1998).

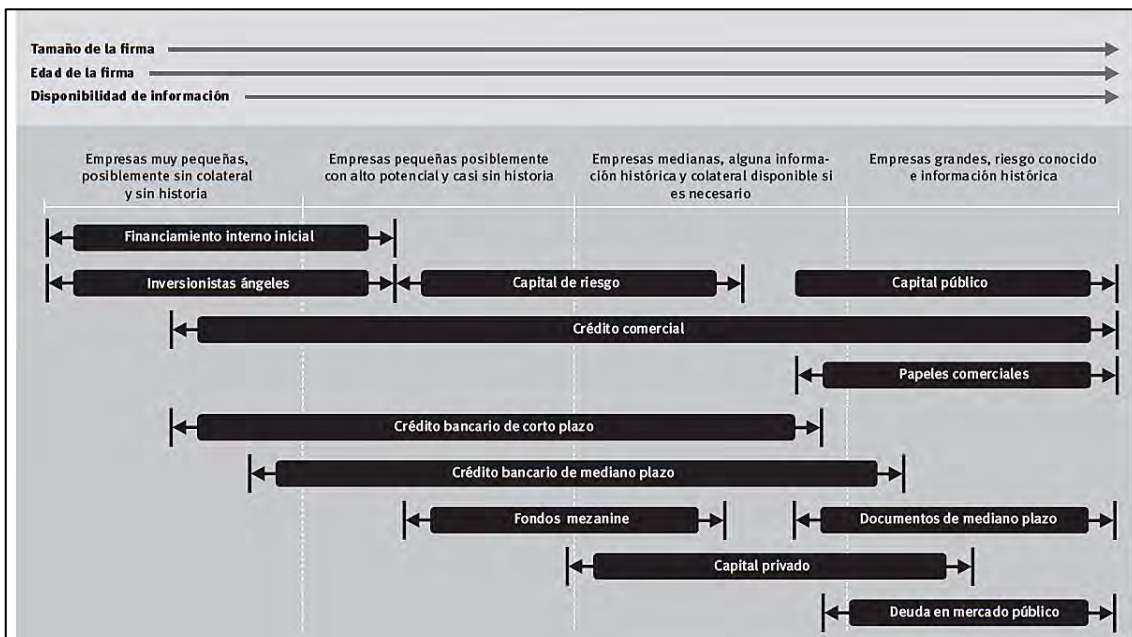
El paradigma del Ciclo de crecimiento de las finanzas de las pequeñas empresas desarrollado por Berger y Udell (1998), sostiene que las finanzas de las pequeñas y grandes empresas son diferentes, ya que distintas estructuras de capital son óptimas en diferentes momentos del ciclo de vida de las empresas.

A medida que la empresa crezca, se reduce la inmaterialidad de los activos de capital empleados, por tanto el capital social también estará disponible a través de capitalistas de riesgo, al igual que el capital de deuda de los bancos y otras instituciones financieras. Ya cuentan con estados financieros auditados, tienen activos empresariales que puedan ser fácilmente evaluados o comprometidos como garantía y tienen historial de pagos o registros de rentabilidad en los que puedan confiar los proveedores externos de fondos.

Conforme las empresas crecen acceden a financiación intermediada por el lado del capital (capital de riesgo) y en el lado de la deuda (bancos, empresas financieras, etc.); finalmente, si las

empresas permanecen en existencia y siguen creciendo, pueden obtener acceso a capital público y mercados de deuda. En la figura 1, se observan las fuentes de financiamiento que se vuelven importantes en determinadas etapas del ciclo de crecimiento de la empresa y los puntos en el ciclo en que diferentes tipos de financiamiento pueden empezar y terminar.

Figura 1: Continuo empresarial y fuentes de financiamiento (Berger y Udell, 1998).



Fuente: Berger y Udell (1998).

Además, se asume lo siguiente:

Las empresas innovadoras siguen una jerarquía en las fuentes de financiación, que depende de su tamaño, sobre todo de sus distintas etapas de desarrollo a las que les corresponde diferentes grados de opacidad de información y exigencias financieras, conocido como el “ciclo de crecimiento financiero” de Berger y Udell (Sau, 2007, p. 15).

La propuesta básica es que las necesidades financieras y el acceso a la financiación cambian a medida que la empresa crece, adquiere más experiencia y se vuelve menos opaca desde el punto de vista de la información.

Adicionalmente:

El ciclo de crecimiento de la financiación muestra que el capital de riesgo es la fuente más apropiada para la fase de startup [por sus características] y gracias a su acción como productor de información hace que la firma innovadora tenga menos opacidad abriéndole camino a otras formas de financiamiento (Sau, 2007, p. 17).

En la misma postura, Hoyos y Saiz (2010) afirman:

Parece existir un consenso a nivel institucional y académico respecto a la no idoneidad de la deuda como medio para financiar empresas de base innovadora en su fase *early-stage* (Gompers & Lerner, 2001; Freel, 2006). Por el contrario, la financiación a través de capital (capital riesgo o *business angels*) se ajustaría mejor a las características de este tipo de negocios al permitir una reducción sustancial de las asimetrías de información entre las partes. De hecho, la intangibilidad de los activos va unida a la pretensión de los potenciales inversores de poseer derechos de control sobre la propiedad, algo que hace que la deuda resulte inadecuada para financiar proyectos de esta índole (Pereiras y Huergo, 2006). El capital riesgo representa por ejemplo un mecanismo que proporciona una solución al problema del control mediante una forma de participación accionarial en la que los propios accionistas realizan no sólo una aportación dineraria, sino que transfieren también experiencia, apoyo en la gestión, conocimiento y capital relacional (p. 377).

c. Necesidades y opciones de uso de fuentes de financiación en etapas de desarrollo de las startups

Se analiza las etapas del ciclo de vida de una empresa innovadora, sus necesidades de financiamiento y las opciones de financiación.

Varios autores tratan de presentar las fases del negocio y las fuentes de financiación disponibles (inversionistas potenciales) para cada fase, en función de las organizaciones con fondos de capital de riesgo que ofrecen modalidades específicas de financiación en respuesta a sus necesidades y características. Para el estudio se considera 5 etapas del ciclo de vida (Fracica, 2009) de la empresa: gestación, inicio, crecimiento, expansión y consolidación y los tipos de inversión del capital riesgo en función del nivel de desarrollo de la empresa en la que se invierte: Capital semilla, ángeles, capital de riesgo (*Venture Capital*) y capital privado (*Private Equity*). A continuación, se presenta dicha caracterización en base a los estudios de Fracica (2009), Merladet (2017), Bernstein (2017), Rojas (2017) y Gestión Financiera Internacional (2018).

c.1. Financiación en la etapa semilla (gestación)

La etapa de gestación (*Seed Stage*) o de la concepción de la idea innovadora, está centrada en la idea y su desarrollo inicial. En esta fase, “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 e inversiones necesarias para iniciar operaciones” (Fracica, Matíz, Hernández y Mogollón, 2011, p. 131).

El capital invertido en esta fase se conoce como Capital semilla (*seed capital*)

- El riesgo de financiación es alto
- La inversión se realiza en ideas de negocio, incluso, “antes de que el producto se encuentre en el mercado o cuando la empresa no está todavía organizada” (Merladet, 2017, p. 19). Los fondos se dirigen a investigación, asesoramiento y desarrollo de la idea.
- “Las necesidades de financiación generalmente son inferiores a las de las siguientes fases” (Merladet, 2017, p. 19).

Las principales fuentes de financiación son los “ahorros del propio empresario, los créditos de familiares y amigos (FFF), ángeles inversionistas” (Fracica et al., 2011, p. 131), programas de incubadora de emprendimientos o los programas aceleradores y el *crowdfunding*.

c.2. Financiación en la etapa Start Up o inicio

Esta etapa es conocida como la de creación o inicio de empresas nuevas. Abarca desde la ejecución de su idea de negocio hasta el momento en el que logra superar el punto de equilibrio; es decir, hasta el momento que logre “demostrar que generará valor para sus clientes e ingresos para sus fundadores” (Musso y Echeopar, 2012, p. viii).

Por tanto, se le conoce también como etapa de validación del modelo de negocio y métricas. Se desarrolla y prueba un producto prototipo para conocer el potencial real del producto y aparece una masa crítica inicial de clientes, en el proceso se irá perfeccionando y validando los distintos puntos del modelo de negocio. Tiene una duración promedio entre tres y cinco años.

Se le conoce también como la etapa “Valle de la muerte” porque más del 70% de las empresas no logran superar esta etapa (Fracica et al., 2011).

El capital invertido se llama Capital startup o capital de inicio.

- El riesgo de financiación y el requerimiento financiero son altos.
- Las fuentes de financiación son básicamente las mismas de la etapa anterior (Fracica et al., 2011), solas o combinadas, cuyos fondos están dirigidos a empresas que son de reciente creación, “o no han comenzado a producir o bien puede haber ventas, pero el EBITDA es negativo” (Merladet, 2017, p. 19).
- “El capital va destinado principalmente al desarrollo del producto (prototipo) a través de la investigación del mercado, al establecimiento de la compañía (su registro, la oficina, página web), a las acciones de marketing” (Merladet, 2017, p. 19), a reclutar un equipo gerencial y el refinamiento del modelo y plan de negocio.

c.3. Financiación en la etapa de crecimiento temprano (Early stage)

Al llegar a esta etapa:

“La empresa ha demostrado que es un negocio viable, tiene reconocimiento del mercado y generalmente buenas perspectivas de mayor desarrollo; genera un suficiente nivel de ventas para cubrir sus costos. La organización continúa siendo simple [...] la supervivencia se mantiene como objetivo fundamental” (Fracica et al., 2011, p. 131).

El capital invertido en esta etapa seguirá siendo *Capital startup* o *Capital* de etapa temprana

- El riesgo de financiación es menor que el de las etapas anteriores y el requerimiento financiero es alto.
- La necesidad de la empresa es optimizar la operación, perfeccionar el producto, aumentar la producción de bienes, la distribución y la comercialización, alcanzar una amplia gama de clientes, empezar a generar ingresos.
- “Es el momento de salida de los ángeles inversionistas y de los fondos de capital semilla, para dar ingreso a los fondos de capital de riesgo” (Fracica et al., 2011, p. 131) y obtener la primera inversión conocida como “primera ronda de financiación” o Ronda A.

La Ronda A, es la primera financiación de capital de riesgo y por ende la primera vez que se ofrece la propiedad de la empresa a inversores externos. Se realiza generalmente cuando la compañía está generando algunos ingresos, aunque podría no ser una ganancia neta. El riesgo involucrado es el más alto en esta ronda.

- La valoración de la empresa en esta ronda es en base a prueba de concepto, avances realizados con capital semilla, calidad del equipo ejecutivo, tamaño de mercado y riesgo involucrado. El objetivo de los inversores es obtener una alta rentabilidad por vender su participación en el futuro.

c.4. Financiación en la etapa de expansión

Llamada también etapa de crecimiento acelerado, “es muy probable que la empresa haya alcanzado un adecuado tamaño y participación en el mercado y una buena salud económica” (Fracica et al., 2011, p. 131); se puede iniciar un nuevo período de crecimiento en nuevos mercados y canales de distribución, expandirse a otros segmentos y mercados a través de la diversificación y diferenciación de sus productos; encontrar nuevos canales de ingresos y ganancias.

La administración se profesionaliza, se introducen sistemas formales de planeación estratégica y se pone mucho más énfasis en el desarrollo de la empresa: desarrollo de metodología, desarrollo organizacional y desarrollo operacional, expandir la producción, escalar la comercialización.

El capital en esta etapa se llama Capital de expansión o recapitalización.

- El capital se destina a la “adquisición de activos fijos, ampliación de la capacidad de producción, aumento del fondo de maniobra para desarrollar nuevos productos” (Merladet, 2017, p. 20).
- Las empresas que recibieron financiación generalmente acuden a una segunda ronda de financiación. La firma de capital de riesgo acompaña a la empresa entre los cinco y diez años, al cabo de los cuales se retira y liquida su participación mediante una salida a bolsa (IPO), preferencialmente.
- Ronda B: En esta etapa el producto/servicio ya se está vendiendo en el mercado y se busca aumentar el valor de la empresa, escalar, enfrentar a los competidores y tener una participación de mercado. El objetivo no solo es lograr un equilibrio, sino también obtener un beneficio neto. El riesgo de inversión es menor y la cantidad de financiamiento es más alta al de la ronda A.

La valoración de la empresa se basa en: desempeño/evolución de la empresa en comparación con la industria, así como en los competidores, previsiones de ingreso, activos como propiedad intelectual y los recursos internos.

- Ronda C: cuando la empresa ya ha demostrado su valía y es un éxito en el mercado (está empezando a funcionar como empresa, consolidando su negocio y con su producto plenamente operativo). Es una apuesta fuerte con el objetivo de aportar liquidez para posibles adquisiciones o para desarrollar nuevos productos o preparar el terreno para una salida a Bolsa. Es sobre todo una estrategia de salida de la firma de capital de riesgo. Las cantidades son muy superiores a las de la ronda B.

c.5. Financiación en la etapa de consolidación (Later Stage)

Llamada también fase de madurez o sostenible, “la empresa alcanza ingresos significativos en comparación con la competencia, una alta participación en el mercado con sus productos y continúa expandiéndose, pero a una tasa más lenta que en la etapa anterior” (Fracica et al., 2011, p. 131).

Es la última etapa en el desarrollo de las startups, la empresa puede acabar saliendo a bolsa, fusionándose con otra o siendo adquirida por una empresa mayor y ocurre posterior a una ronda de tipo B o C que actúa de puente.

Etapa de puente/etapa pre IPO. Según Fracica et al. (2011), las características de esta etapa son las siguientes:

Los inversionistas salen de la compañía después de obtener ganancias por los riesgos que han corrido todos los años y la financiación es asumida por los fondos de capital privado (*Private Equity*) y/o el mercado de capitales, el sistema bancario que constituyen las mejores opciones de financiamiento).

Algunas empresas que deciden hacer su salida a bolsa (IPO) acuden a una ronda especial de financiación conocida como *mezzanine* que es una financiación temporal para ayudar a una empresa en expansión a obtener los recursos suficientes para llegar al IPO y que son pagados con el producto de la oferta pública. *Mezzanine* también se puede usar para expandir aún más el alcance de una empresa en el mercado, fusiones o adquisiciones (p. 131).

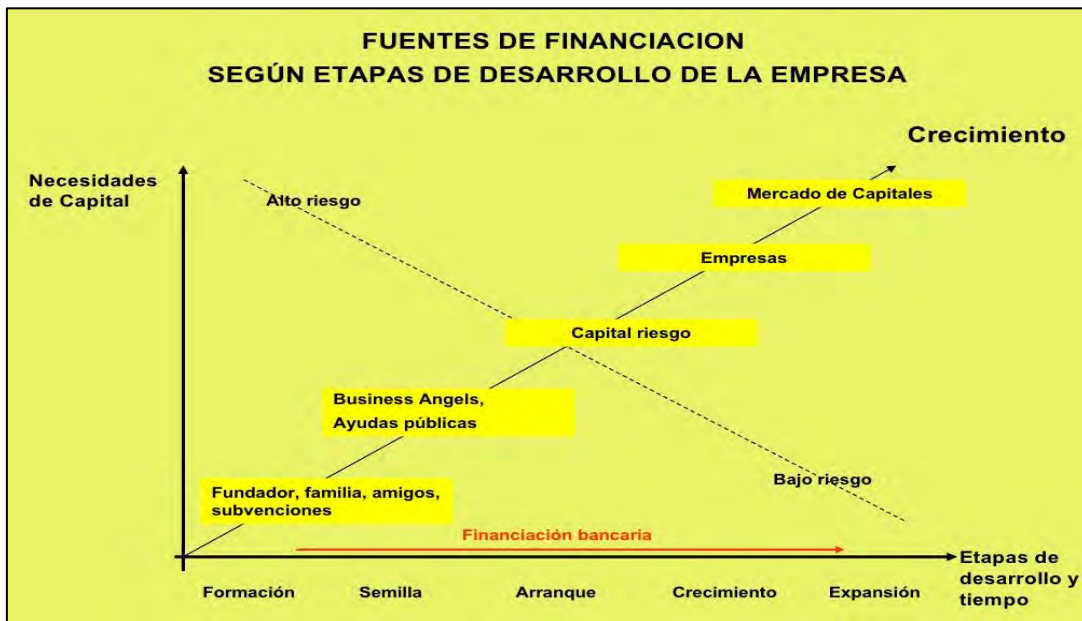
- *Oferta Pública Inicial (OPI)*

Aunque la oferta pública inicial (OPI) no es necesariamente el objetivo final de todas las nuevas empresas, es una oportunidad para continuar expandiéndose. Una OPI es el proceso de hacer pública una empresa, lo que significa que obtiene la oportunidad de ser negociada en el mercado de valores, las empresas abren su capital a Bolsa, vendiendo parte del mismo en forma de acciones.

Una vez que la empresa alcanza esta etapa dejar de llamarse startup.

Conforme la empresa crece, el riesgo disminuye, aumentan sus necesidades de financiación y determinadas vías de financiación se tornan más apropiadas. La figura 2 representa dicha situación: las etapas de desarrollo, las fuentes de financiación que corresponden a cada etapa, las necesidades y el riesgo.

Figura 2: Etapas de financiación de nuevas empresas de base innovadora



Fuente: EBAN European Business Angels Network, (2009).

En resumen, del análisis de la bibliografía y antecedentes de investigaciones realizadas respecto del problema de investigación se concluye que el comportamiento financiero de las startups, dada sus características de asimetría de información, incertidumbre, falta de historial crediticio financiero, intangibilidad de activos, entre otras características, tiene ciertos patrones en común respecto de la búsqueda y obtención de fuentes de financiamiento, sustentado en dos enfoques teóricos principales: Las teorías del orden jerárquico de financiamiento y del ciclo de vida financiero de la empresa. La primera referida a la secuenciación de fuentes de financiamiento basada en los costos en donde el primer orden ocupa aquellas fuentes que son más baratas y la segunda a que ciertas fuentes de financiamiento son óptimas en diferentes puntos del ciclo de vida de la empresa, debido a que la opacidad de la información disminuye conforme desarrolla la empresa; por tanto, la opacidad de la información puede ser un factor clave para generar el patrón de comportamiento financiero.

De los estudios, se advierte: que el uso de fuentes financieras de las startups sigue una jerarquía inversa a la que siguen otro tipo de empresas de nueva creación de industrias tradicionales, que las necesidades de financiamiento no pueden ser satisfechas por el sistema financiero tradicional y que el uso de subvenciones del estado puede ser una preferencia importante. El uso preferente de ciertas fuentes de financiación por parte de los emprendedores además podría deberse al temor, al fracaso, falta de familiaridad y desconocimiento de alternativas financieras no tradicionales, los costos de los servicios financieros y la oportunidad de adquirir apoyo en la gestión por el conocimiento experto además del capital relacional que pueden ofrecer

cierto tipos fuentes de financiamiento. El antecedente de rechazo de financiamiento en el pasado puede constituir una barrera para los proyectos que no cubren las condiciones, la calidad o los criterios exigidos por las fuentes financieras.

a. Factores internos a la empresa

El acceso de las empresas a la financiación externa está determinado, según el Banco Mundial (2009), tanto por factores internos como externos a la empresa:

Los factores internos de la empresa, como los recursos financieros internos a disposición de la empresa que ayudan a apalancar la financiación externa.

La habilidad de los empresarios de proyectar una propuesta financiera creíble, de su disposición a compartir el control, la naturaleza de su plan de negocios y las incertidumbres y riesgos involucrados en implementarlo. La credibilidad de la propuesta no sólo depende de la sustancia del plan de negocios, sino de cómo se administra la empresa y de la transparencia de sus operaciones y su condición financiera (p. 49).

Las características empresariales como la edad, el sector y el tamaño es otro factor interno que influyen en la capacidad de la empresa para acceder a financiación externa. Las empresas jóvenes (menos de 5 años de vida) perciben mayores dificultades. Las probabilidades que estas empresas tienen de sufrir obstáculos es 13% superior a las encontradas para las empresas maduras, debido posiblemente a su mayor grado de opacidad (Martínez, 2009).

Las empresas del sector servicio tienen mayor probabilidad a acceder a financiación externa, que podría explicarse por el volumen de activos que pueden ser utilizados como colateral; “de acuerdo con la información de balances empresariales, la proporción de activos fijos tangibles-que pueden ser aportados como garantía en operaciones de préstamo- es mayor en las compañías de servicios” (Martínez, 2009, p. 87).

Asimismo:

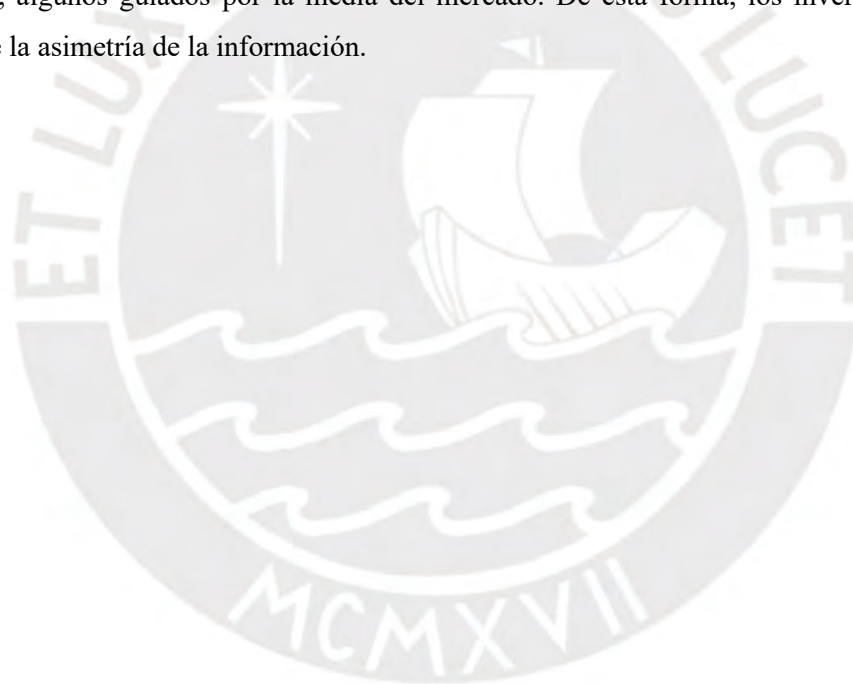
Los agentes privados muestran un bajo o nulo uso de los servicios financieros por razones como falta de conocimiento o educación financiera, falta de ahorros, empleo o ingresos, falta de confianza en las instituciones financieras, miedo a endeudarse, o como un resultado psicológico de una discriminación sistemática en el pasado (autoexclusión) (Roa, 2013, p. 124).

El *Equity gap*, entre otras causas, obedece “a factores de demanda relacionados con la resistencia habitual de los emprendedores a diluir su propiedad o ceder el control y también con el bajo nivel de preparación de los emprendedores para recibir capital externo” (Hoyos & Blanco,

2014, citado en Fierro, 2015, p. 11). Este hecho dificulta el acceso a fuentes de financiación externa.

En síntesis, la teoría en la que se basa la presente tesis es la denominada Teoría de la Jerarquía Financiera desarrollada por Myers y Majluf, la cual explica que los empresarios recurren a tres fuentes de financiamiento: fondos internos, deuda y capital. En el transcurso de pedir financiamiento los inversores se ven afectados por la asimetría de información, puesto que los empresarios o gerentes pueden sobrevaluar a su empresa con el objetivo de recibir mayor financiamiento. En ese sentido, los inversionistas se protegen infravalorando a la empresa.

En el caso de las startups, primero recurren a amigos y familiares para poder obtener financiamiento. Luego, saltan la segunda fuente de financiamiento (deuda) debido al alto riesgo con el cual son vistos por la banca. Así, proceden a emitir acciones, para las cuales previamente se deben realizar rondas de inversión. Existen diversos métodos estándar para poder valorizar a una startup, algunos guiados por la media del mercado. De esta forma, los inversionistas, se protegen de la asimetría de la información.



CAPITULO 3: MARCO CONTEXTUAL

El panorama financiero de las startups en Perú está reconocido por las financieras instaladas que conforman el ecosistema de emprendimiento y de financiamiento

1. Ecosistema de emprendimiento

Las startups se encuentran inmersas en un entorno en el que participan múltiples agentes que influyen en su desarrollo, lo que constituye un ecosistema. El concepto de ecosistema emprendedor ampliamente aceptado en la literatura es el de Mason & Brown (2014), quienes lo entienden como:

“El conjunto de actores del emprendimiento interconectados (existentes y emergentes), organizaciones emprendedoras (empresas, capital de riesgo, *business angels*, bancos), instituciones (universidades, organismos del sector público, organismos financieros) y procesos emprendedores (por ejemplo, la tasa de empresas creadas, el número de empresas de alto crecimiento, los niveles de iniciativa empresarial de gran éxito, el número de empresarios en serie, el grado de venta en las empresas y los niveles de ambición emprendedora) que se unen formal e informalmente con el fin de establecer vínculos para formar, mediar y determinar el desempeño en el entorno de emprendimiento local” (p.5).

“El ecosistema aglutina un conjunto complejo de relaciones entre agentes que constituyen las condiciones que marcan la actividad emprendedora en una determinada geografía” (Arenal, Armuña, Ramos y Feijóo, 2018, p. 92). Por tanto, serán identificados los agentes y sus roles, las relaciones que establecen, su desempeño e impacto en la actividad emprendedora, en el área geográfica particular.

1.1. Componentes y relaciones de ecosistemas emprendedores

Existen varios modelos utilizados para el análisis de ecosistemas de emprendimiento, a partir de sus componentes. Para la presente investigación, en base a la propuesta de Isenberg (2011) todo ecosistema emprendedor tiene seis dominios genéricos: una cultura favorable, políticas y liderazgo propicio, disponibilidad de financiamiento apropiado, capital humano de calidad, mercados favorables para los productos y una gama de apoyos institucionales y de infraestructura. Cada dominio a su vez comprende varios elementos que interactúan de manera compleja. Además, Isenberg recalca la importancia del contexto, al señalar que “cada ecosistema emerge bajo un conjunto único de condiciones y circunstancias” (Mason & Brown, 2014, p. 5). Cada ecosistema de emprendimiento es único y muchos componentes difieren entre un ecosistema a otro. Por ello, para el caso de startups suelen ser conocidos como ecosistemas de startups de

ciudades específicas o comunidades en línea, definidos generalmente por la red de interacciones entre las personas, las organizaciones y su entorno.

1.1.1. La Política

Los gobiernos intentan fomentar un ambiente de innovación a través de la financiación de emprendimientos, así como la creación de un terreno fértil para la innovación (Aaltonen, 2016).

Isenberg (2011) detalla que la política influye en el ecosistema del emprendimiento a través de tres factores que cumplen un determinado rol: el factor Instituciones Públicas con el rol de inversión financiera, asesoramiento y otorgamiento de fondos iniciales. El factor Marco regulatorio con el rol de beneficios en impuestos y Legislación amigable. Finalmente, el factor Institutos de investigación con el rol de identificación resultados de los emprendimientos.

En la dimensión política es importante reconocer el nivel de liderazgo que ejercen los gobernantes y el reconocimiento social del mismo (soporte indiscutible, legitimidad social, caminos para defenderse, estrategia de espíritu emprendedor, crisis y retos). El liderazgo proporciona orientación y modelos a seguir para el ecosistema emprendedor. Esto implica un conjunto de líderes empresariales 'visibles' que están comprometidos con la región (Stam y Spiegel, 2016, p. 6).

1.1.2. El Financiamiento

Se refiere a los actores que tienen los recursos financieros, la disposición y condiciones para que los empresarios dispongan del capital financiero durante el ciclo de vida del negocio (préstamos, inversores ángeles, fondos de capital de riesgo, mercados públicos de capital, deuda y capitales privados). (Isenberg, 2011).

Aaltonen (2016) afirma que una buena estructura de financiamiento y propiedad son esenciales para la creación de empresas y determinación de su desempeño; sin una adecuada financiación es difícil encaminar a una empresa para una trayectoria exitosa. La financiación bajo los propios recursos del fundador desempeña un papel fundamental para que la empresa mantenga un apropiado nivel de riesgo y se mantenga motivada ante la adversidad; sin embargo, una excesiva riqueza personal del fundador, tiende a disminuir el rendimiento de la empresa debido a que le presta poca atención a la misma.

1.1.3. La Cultura

Se refiere a la cultura emprendedora de la sociedad para emprender y apoyar el emprendimiento. Comprende las historias de éxito (éxito visible, generación de riqueza para los

fundadores y reputación internacional) y las normas sociales (tolerancia al riesgo y a las fallas, creatividad e innovación con experimentación, estatus social de emprendedor, creación de riqueza, ambición e impulso) (Isenberg, 2011)

Mintzberg, Ahlstrand y Lampel (1998) plantearon que la cultura es lo que hace única a una organización, industria o nación (citado en Neck, Meyer, Cohen & Corbett, 2004, p. 204). Del estudio de Neck et al., (2004) se desprende que la homogeneidad de la cultura en una determinada región genera que el resto de la población clasifique de cierta manera o tenga altas expectativas sobre la empresa. Por último, menciona que la cultura es el elemento más difícil de replicar y gestionar en un ecosistema del emprendimiento.

1.1.4. El soporte

“Comprende los actores claves y la infraestructura adecuados para la actividad empresarial... los elementos de voluntad y las condiciones propicias generadas desde el ámbito de negocios: gremios empresariales, las incubadoras y aceleradoras de empresas, los parques tecnológicos, centros de investigación empresarial, espacios de trabajo colaborativo, redes de mentores y asesores empresariales... las condiciones propicias desde la infraestructura física: vías de comunicación interna y con otras ciudades, aeropuertos, puertos, conectividad, calidad de los servicios públicos domiciliarios, entre otros” (Flórez, 2018, p.18)

Isenberg (2011) analiza el rol del soporte a los emprendimientos desde tres dimensiones: infraestructura (Telecomunicaciones, transporte y logística, energía, centros de incubación, clusters), profesionales de apoyo (Área legal, contabilidad, banqueros, expertos técnicos, consultoras) e instituciones no gubernamentales (Promoción de emprendimiento, concursos para planes de negocios, conferencias, asociación de emprendedores.

La oferta de servicios de apoyo de una variedad de intermediarios puede reducir las barreras de entrada para nuevos proyectos empresariales y reducir el tiempo de comercialización de innovaciones (Stam & Spigel, 2016).

1.1.5. Los mercados

“El acceso a mercados, se relaciona con los mecanismos que permiten a los empresarios llegar a más y mejores clientes, y se refiere a la manera cómo se crean oportunidades de negocio con alcance global” (Flórez, 2018, p. 18). Implica las redes de emprendedores (redes de personas en diáspora, corporaciones multinacionales) y los clientes iniciales (pruebas de concepto, clientes referidos, canales de distribución) (Isenberg, 2011).

1.1.6. El capital humano

Corresponde a “la manera como se crean las capacidades requeridas por las personas para la generación de nuevas empresas exitosas, acordes con las potencialidades locales... es aquí donde el sistema educativo juega un papel fundamental en la generación sistemática de más y mejores emprendedores para la sociedad”. (Flórez, 2018, p. 18). Quizá el elemento más importante de un ecosistema empresarial eficaz es la presencia de un grupo de trabajadores diverso y capacitado (talento). El conocimiento como una fuente importante de oportunidades para el espíritu empresarial.

Comprende la mano de obra (calificada, emprendedores y generaciones familiares adultas) y las instituciones educativas (grados técnicos y profesionales, formación específica en espíritu emprendedor) (Isenberg, 2011).

a. El ecosistema de startup está formado por los siguientes elementos (Pandey, 2018, p. 238):

- Ideas, inventos e investigaciones
- startups en varias etapas
- Empresarios
- Miembros del equipo de inicio
- Inversores ángeles
- Mentores de startups
- Asesores de startups
- Otras personas con mentalidad emprendedora
- Terceras personas de otras organizaciones con actividades iniciales.

b. Las organizaciones y actividades del ecosistema de startups (Pandey, 2018, p. 239):

- Universidades
- Organizaciones de asesoramiento y mentoría
- Incubadoras de inicio
- Aceleradores de arranque
- Espacios de coworking (trabajo compartido)

- Proveedores de servicios (consultoría, contabilidad, legal, etc.)
- Organizadores de eventos
- Concursos de startups
- Redes de inversores
- Empresas de capital de riesgo
- Portales de *crowdfunding* (financiación colectiva)
- Otros proveedores de fondos (préstamos, subvenciones, etc.)
- Blogs de startup y otros medios comerciales
- Otros facilitadores

En esencia, el ecosistema tiene configuración única y holística que evoluciona y desarrolla; los elementos interactúan y son interdependientes, determinan la actividad empresarial y consecuentemente el valor social y, por último, la economía del país.

Por definición, el ecosistema de emprendimiento funciona por interacción formal e informal entre sus elementos o actores que cumplen diferentes roles. Los resultados que alcancen las startups podrían explicarse por las condiciones del fomento y desarrollo empresarial dentro de una región, supeditadas a las características de las interacciones de los participantes. Motoyama y Watkins (2014) investigaron cuatro conexiones claves dentro del ecosistema de startups:

- Conexiones entre emprendedores: Las relaciones entre los empresarios son muy valiosas ya que generan aprendizajes mutuos y sentido de comunidad, proporcionan retroalimentación sobre las experiencias obtenidas; para los principiantes los empresarios experimentados se convierten en sus mentores.
- Las redes de empresarios proporcionan un flujo de información para una distribución efectiva de conocimiento, trabajo y capital. (Stam & Spigel, 2016, p. 6).
- Conexiones entre organizaciones de apoyo formales: Las relaciones entre ellas son formales, mayormente son estratégicas y funcionales, brindan apoyo coordinado en alto grado.
- Conexiones entre empresarios y organizaciones de apoyo clave: Las organizaciones brindan dos tipos de apoyo a los emprendedores: el apoyo amplio consistente en asesoría, captar personas, conexiones y financiamiento. Y, el apoyo funcional como perfeccionamiento de la modelo de negocio, práctica de lanzamiento para inversores y clientes y la incubación.

- Conexiones de apoyo diversas: interacciones con otras entidades misceláneas del ecosistema, gracias a eventos abiertos orientados al emprendimiento, organizados por otras organizaciones de apoyo con el objeto de favorecer el encuentro e interacción de pares (empresarios).

2. Financiamiento de las startups en América Latina y el Perú

Las startups en América Latina y el Perú, en el presente siglo, han iniciado un increíble desarrollo, aunque en menor proporción que en los Estados Unidos y Europa. En varios países latinoamericanos como Brasil, al 2016, fue el que más startups tuvo seguido por México, según la OCDE, especialmente relacionado con la intención de emprendimiento innovador. Al 2015, fue Colombia (8.1%) el país que destacaba, sobre Chile (7.8%), Uruguay (5%) y México (4.7%) (Jara et al., 2017).

Finalmente, Chile se ha consolidado como el “hub” o “país líder” emprendedor de Latinoamérica y primer impulsador de startup Chile, programa que fue implementado posteriormente en otros países como Brasil y Perú. Este hecho impulsó la creación de aproximadamente 1,000 startups, dentro de las cuales se encuentra “un unicornio (startup con valoración superior a un 1,000 millón de dólares), cuatro centauros (valorada entre 100 millones de dólares y 1,000 millones), y 31 “*little-ponies*” (entre 10 y 100 millones de dólares)” (Granados, 2016, citado en Jara, et al. 2017, pp. 43-44). De esta manera, en Latinoamérica se está construyendo:

“Un ecosistema amigable para los nuevos y actuales emprendimientos. Cada uno de estos países ha desarrollado un plan específico con distintos enfoques. Así, Colombia tiene como estrategia ser un “hub” de inversiones de Latinoamérica; Perú está fortaleciendo el ecosistema universitario; Chile está apostando por dar mayor solidez a sus programas; mientras que Argentina está potenciando su “tradición” emprendedora, donde ya ha tenido éxitos como MercadoLibre o Patagon (RIPE, 2014)” (Jara, et al., 2017, p. 44).

Según refieren Serida et al. (2017):

“Estados Unidos del Norte destaca por percibir altas oportunidades para emprender en los próximos seis meses (58.1%), por considerar que el emprendimiento genera prestigio y estatus (74.2%), y creer que los medios de información ofrecen una alta atención a temáticas vinculadas con el emprendimiento (72.5%). En cambio, en Latinoamérica sobresale la tendencia a considerar que se cuenta con las capacidades necesarias para emprender (62.6%) y por poseer un bajo miedo al fracaso (27.5%)” (p. 20).

Además, en el informe de GEM 2016-2017, se ha encontrado lo siguiente:

“Los indicadores previamente analizados guardan una mayor relación con la región geográfica antes que con las fases de desarrollo económico. Esto demostraría que las percepciones y actitudes emprendedoras responderían más a aspectos culturales y políticos propios de una región antes que a modelos económicos y al nivel de desarrollo de los países” (Serida et al. 2017, p. 21).

Por su parte, en América Latina:

“Ante la presencia de empresas nacientes y start-ups, y para facilitar la creación de empresas nuevas que tienen dificultades financieras debido a su falta de historial crediticio, se ha introducido, por los gobiernos de la región, iniciativas para las distintas etapas de desarrollo de una empresa (incubación, iniciación, desarrollo y consolidación). Programas como Financiadora de Estudios y Proyectos (FINEP) o Empretec, dirigidos por SEBRAE en Brasil; Fondo Empezar en Colombia, Nacional Financiera (NAFIN) en México y Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) en Chile, combinan distintos instrumentos y actores (incubadoras, capital semilla, inversionistas ángeles y capital de riesgo) para promover la inversión a largo plazo (OCDE, 2013a, 2013b). Entre los instrumentos dirigidos a los emprendedores están también las subvenciones, el instrumento de financiamiento más habitual en la Unión Europea” (OCDE, CEPAL y CAF, 2016, p. 231).

Otra limitación todavía manifiesta es el limitado acceso al mercado internacional, puesto que las empresas latinoamericanas:

“No suelen integrarse en las redes mundiales de producción; la mayoría participa en sistemas de producción locales o nacionales, más que supranacionales. Esto se debe a la naturaleza de los bienes que producen y a los tipos de mercados que atienden, así como a motivos ligados a la capacidad de gestión” (OCDE, CEPAL y CAF, 2016, p. 232).

En resumen, este es el panorama latinoamericano, en cuyo contexto se desenvuelven las startups peruanas, en el que reconoceremos el conjunto de componentes relacionados con el financiamiento disponible y accesible.

3. Panorama del financiamiento de las startups en el Perú

Una visión panorámica del financiamiento de las startups en el Perú es posible a través de capital semilla, incubadoras, aceleradoras, inversión ángel, programas, redes y otras formas alternativas.

El Perú, según la OCDE (2013), en comparación con los países de la región, se encuentra rezagado y continúa así desde finales del 2012. Sin embargo, ha ocurrido un hecho importante en los últimos años, pues se trata de la decisión que el Estado peruano inició con el impulso de las startups creando el programa StartUp Perú, que viene apoyando a cinco generaciones de emprendedores (StartUp Perú, 2015). Aparte de StarUp Perú, existen otros programas significativos dentro del país, entre ellos, Lima Valley y startup Academy (Jara, Montoro & Rivera, 2017). También, en el año 2017 cinco redes de inversionistas Ángeles activas en el Perú: Angel Ventures Perú, BBCS Capital, PAD-GDE, UTEC Ventures y UP4angels, quienes decidieron crear la Asociación Peruana de Capital Semilla y Emprendedor (PECAP) con el propósito de promover la inversión ángel y capital semilla e incrementar el número de inversiones en emprendimientos dinámicos y escalables: “Vienen realizando significativas inversiones privadas en “startups” en el Perú. Las redes vinculan a más de 150 inversionistas peruanos con organizaciones que requieren financiamiento. En el 2016, facilitaron más de US\$800,000 de inversión privada en estas empresas emergentes” (Ruiz, P. 2017, p. 2).

Para ampliar la visión del financiamiento de las startups en el país, según el Global Entrepreneurship Index, el Perú se encuentra en el puesto 67 de 137 países que promueven la innovación y el emprendimiento a nivel mundial y en el puesto 7 de 24 países a nivel de América Latina y El Caribe. Además, por iniciativa de StartUp Perú de Produce se ha beneficiado a 309 startups peruanas con capital y mentoría que “abren mercados en el Perú y en otros países, principalmente de la Alianza del Pacífico, generando riqueza y puestos de trabajo”, (Comentario de Villarán, Director General de Innovación del Ministerio de la Producción). De la misma manera, ocho startups que llevaron a cabo el ciclo de financiamiento produjeron un monto mayor a 9 millones de soles en venta durante los últimos 36 meses. En el último año, se generaron 182 puestos de trabajo directos y 1 645 puestos de trabajos indirectos. Por su parte, StartUp Perú posee 247 beneficiarios en la ciudad y 69 beneficiarios en 18 regiones, lo cual representa que el 79% de las startups se localiza en Lima, mientras el 21% se encuentra en las regiones, entre ellas, Arequipa, Piura y Trujillo (Pichihua, 2017).

“En 2017 se han “destinado 14 millones de soles entre 135 startups y se tiene previsto invertir 11 millones de soles en el Reto Bio... Innovate Perú, StartUp Perú y CONCYTEC que reúnen las principales oportunidades, pero no son las únicas. Al menos 23 universidades e iniciativas privadas desarrollan mentoría, apoyo económico y *networking* con startups peruanas. Por su parte, el Centro de Emprendimiento de la Universidad del Pacífico ha incubado 25 proyectos; también ha asesorado más de 700 planes de negocios y cerrará el año con siete emprendimientos acelerados. Hasta setiembre del 2017, Emprende UP apoyó a cuatro startups, otorgando más de 300 becas y organizando 70

talleres. Wayra ha invertido cerca de 4.5 millones de dólares en las 47 startups digitales aceleradas desde su fundación en el 2011... Centro de Innovación y Desarrollo Emprendedor CIDE-PUCP ha brindado acompañamiento y seguimiento a 260 startups y a más de 729 emprendedores en los últimos 20 años. Los emprendedores reciben capacitación empresarial, asesorías personalizadas y apoyo técnico e institucional de la PUCP. Solo en el 2017 hay 51 empresas en incubación.” (Pichihua, 2017, párr. 17 -24).

Los inversionistas ángeles comienzan a constituir:

“Fondos de ‘*venture capital*’ (VC), los ‘*family offices*’ y corporaciones se suman en este proceso. La aceleradora Angel Ventures Perú (AVP) ha desarrollado dos tipos de fondos: uno semilla (AVP Seed Fund I), y otro sindicado, orientado a startups maduras, que agrupa a inversionistas con un solo ángel representante” (Zurita, 2018, párr. 3).

Los Fondos como el Salkatay Partners, Capia e Independiente SAFI, así como el fondo independiente The Board constituyen otras iniciativas. De igual manera las aceleradoras Endeavor Perú y Ángel Ventures Perú (Miraflores) y Capital Cero de UTEC Venture -Barranco a los que se suma la Aceleradora de Telefónica, Wayra.

Aparecen en línea, con tendencias globales, los ‘*family-offices*’, quienes también comienzan a tener un rol más protagónico en el ecosistema peruano. Las redes importantes que aparecen son las siguientes: Red de inversionistas ángeles del PAD de la Universidad de Piura y la Red de ángeles UP4 Angels. Ellos han invertido US\$500 mil en la startup de eventos Joinnus por parte del Grupo RPP. Por su parte, Cementos Pacasmayo, Rímac Seguros, Everis y Microsoft están también en carrera. Finalmente, la conformación de startup crecerá en 60% en el 2018, según Gonzalo Villarán, director general de Innovación del Ministerio de Producción (Pichihua, 2017).

4. Financieras instaladas en el ecosistema de startups en Perú.

El ecosistema de financiamiento de las startups del Perú tiene la estructura presentada en la tabla 1, reproducida de la presentación que hace Falconi (2016 y 2018) en versiones, una gráfica y otra textual.

Tabla 1: Financieras del ecosistema instaladas en el Perú

Tipo de organización	Financieras instaladas
Preincubadoras	<ul style="list-style-type: none"> - Junior Achievement Perú - Ideas Worl Cup - Leanstartupmachine - Mujeres del Pacífico - CreativeLab - MakeSense - Ascendio - Asociación de Emprendedores el Perú (PECAP) - Empreneahora - Aprenda. Instituto de la Microempresa.GrupoACP - Incubadora PQS de la Fundación Romero - startup Weekend Lima
Incubadoras	<ol style="list-style-type: none"> 1. StartUPC http://www.startupc.pe/ 2. Emprende UP http://emprendeup.pe/ 3. City Incubators http://www.cityincubators.com/ 4. CIDPUCP http://cide.pucp.edu.pe/ 5. CIE San Marcos http://www.ciesanmarcos.com/ 6. Bioincuba http://www.bioincuba.com/ 7. Nesst Perú http://www.nesst.org/peru/ 8. Centro de Emprendimiento ESAN http://cde.esan.edu.pe/ 9. Startup USIL http://startupusil.com/ 10. INICTEL-UNI http://www.inictel-uni.edu.pe/ 11. Centro de Emprendimiento IPAE http://ipae.pe/articulos-actividades/centro-emprendimiento 12. Universidad Católica San Pablo https://ucsp.edu.pe/tag/incubadora-de-negocios/ 13. UTEC 14. UDEP 15. Ulma 16. Instituto Superior Continental 17. Instituto del Sur-ISUR 18. Universidad de Piura-UDEP 19. Universidad Continental - UC 20. Universidad San Martín de Porres-USMP 21. Universidad Científica del Sur - UCSUR 22. Universidad Tecnológica del Perú-UTP 23. Universidad Católica Santa Maria-UCSM 24. UPAO 25. Startup UNI 26. Centro de Emprendimiento USIL
Aceleradoras	<ul style="list-style-type: none"> - Fledge - Asesorandes Consultora financiare y desarrollo de servicios - Utecventures - USILventures - Wayra Perú - Telefónica open future
Estado	<ul style="list-style-type: none"> - Innovate Perrú - Startup Perú - Ciencia activa Becas y cofinanciamiento de Concytec
Inversionistas	<ul style="list-style-type: none"> - PAD Escuela de Dirección

	<ul style="list-style-type: none"> - Waves - ICB Investment - Alta El Dorado - Angels Venture Perú - bbs capital - Emprende UP - Faro Capital Safi Perú - Grupo RPP - Grupo La Republica - CRP Medios y entretenimiento
Inversionistas sin presencia en el Perú	<ul style="list-style-type: none"> - Axon Capital - Latam - Promotora
Revistas especializadas	<ul style="list-style-type: none"> - Gan@más - EmprENDE. Noticias de emprendimiento
Coworks	<ul style="list-style-type: none"> - Starscamp. Innova & aprende - Conunal - Residencia
Asociaciones	<ul style="list-style-type: none"> - Perú Emprende.pe- - Perú INCUBA. Asociación Peruana de Incubadoras - ASEP. Asociación de emprendedores del Perú
Banca de Fomento	<ul style="list-style-type: none"> - BID - OVIIN. Fondo Multilateral de Inversiones
Fundaciones para el emprendimiento	<ul style="list-style-type: none"> - Swwisscontac - Fundación Romero. Grupo Romero - Kunan - Endeavor Perú
Municipalidades con centros de emprendimiento	<ul style="list-style-type: none"> - Emprende Miraflores - San Isidro Ciudad Sostenible
Empresas privadas	<ul style="list-style-type: none"> - Microsoft - Google - IBM - BBVA - Banco de Crédito del Perú
Estudios de abogados	<ul style="list-style-type: none"> - Cieza y Capuñay - Estudio Revoredo - Montezuma y Porto - Iriarte Abogados

Adaptado de: Falconi (2016) y Falconi (2018).

5. startups de estudio

- **AmigoCloud** fue creada en el 2013 en San Francisco y decidió establecerse en el Perú en febrero del 2018 con el objetivo de atender a clientes de la región.

Hasta agosto del 2018 había facturado US\$2 millones y proyectaba crecer hasta 350% este año en ventas, según informó.

La startup AmigoCloud es desarrolladora y proveedora de sistemas de información geográfica en la nube.

- **La startup Mapsalud** brinda información acerca de pólizas de salud en un formato de fácil comprensión a través de Internet. Este servicio permite a los afiliados entender rápidamente dónde atenderse, los costos de sus servicios y el médico disponible que lo atenderá (Mapsalud, 2019).

A nivel de las empresas la plataforma Mapsalud empodera el área de Recursos Humanos y abre un canal de comunicación con los colaboradores (Mapsalud, 2019).

Mapsalud genera “engagement” entre empleador y colaboradores a través de la salud y bienestar. Difunde entre los colaboradores y sus familiares todas las pólizas de salud a detalle que la empresa ha contratado. También informa sobre los demás beneficios laborales (Mapsalud, 2019).

- **La startup Doktuz** Ocupacional tiene un equipo conformado por médicos, nutricionistas, enfermeras, diseñadores, programadores, personal administrativo, creativos y muchas personas más que, día a día, ponen su máximo esfuerzo y energía en transformar la experiencia de salud de todas las personas. Facilita los servicios de salud a domicilio para cuyo efecto se debe solicitar Médicos e Inyectables a domicilio: inyectable intramuscular e Inyectable Endovenoso.

Se propician: Exámenes Médicos Ocupacionales, Examen médico de ingreso, periódico y retiro y Examen Integrales, en todo tipo de industrias.

Doktuz Ocupacional es una empresa que realiza evaluaciones en el lugar de trabajo y a través de campañas médicas a empresas.

La Consultoría que propicia Doktuz Ocupacional tiene el propósito de identificación de peligros y evaluación de Riesgos (IPER), perfil de Salud por puesto de Trabajo y capacitación de áreas de Seguridad y salud en el trabajo.

Doktuz Ocupacional dispone de laboratorio clínico propio, sistema de gestión integrado, altos estándares de calidad en el servicio, amplia experiencia en el sector, uso de tecnología como principal aliado, enfoque de satisfacción del cliente, seguridad de la información y grandes promociones y beneficios.

- **La startup Helpers** es la primera plataforma digital de servicios técnicos a domicilio que ofrece una comunidad de profesionales en servicios técnicos a domicilio. Helpers es la primera plataforma digital en el Perú para la búsqueda de trabajadores independientes en el rubro de mejoramiento del hogar. Permite, desde una computadora o un teléfono celular, que los usuarios accedan a una base de datos de trabajadores registrados los filtren según la tarea requerida, distrito donde se realizará el trabajo o por las puntuaciones dadas por previos clientes.

“Los helpers”, como se hacen llamar los trabajadores técnicos inscritos en la plataforma, pasan por una entrevista personal donde se les solicita el DNI, información personal y un CV con experiencia laboral. Además, por un filtro de verificación domiciliaria y de antecedentes policiales y penales.

Los precios no son elevados. Helpers ofrece precios que van acorde al mercado. Helpers se lanzó oficialmente al mercado en el 2016 y a la fecha cuenta con más de 100 emprendedores registrados, 2500 usuarios y concretan un promedio de 160 trabajos al mes. Actualmente, tienen cobertura en todos los distritos de Lima y por verano ofrecen el servicio también en playas. Este equipo de emprendedores busca posicionar a Helpers como la primera opción de las personas cada vez que quieran hacer una reparación o una remodelación en sus casas. Su próximo paso es la expansión a más ciudades del Perú y luego a otros países de la región.

- **startup Manzana Verde** es un delivery de alimentación balanceada siguiendo un plan de alimentación personalizado.

Manzana Verde lleva comida agradable, variada y con las calorías necesarias para el cumplimiento del objetivo del beneficiario. Además, brinda asesoría nutricional para cumplir metas profesionales y disfrutar tiempo libre. La comida es balanceada, con medición de la cantidad de calorías, carbohidratos, grasas y proteínas que necesita el organismo del usuario para que cumpla con su objetivo. El objetivo del usuario se cumple en cuanto se pretende mantener el peso, bajar de peso, aumentar masa, o sea realizar lo que desea el comensal contando para ello asesoría nutricional.

El menú es variado con cambios semanales de la carta y se dispone con más de 40 platos.

El delivery es gratuito llevando la comida a domicilio u oficina, o sea sin ningún costo adicional. Se utiliza empaques ecoamigables.

El proceso de solicitud del servicio consiste en registrarse, ingresar datos, elegir un plan, recibir los pedidos, recibir asesoría nutricional y cumple el objetivo del comensal.



CAPÍTULO 4: DISEÑO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

En este capítulo se describe la metodología de la investigación organizada en base a la estrategia de estudio de casos múltiples en un horizonte transversal de alcance descriptivo y enfoque cualitativo. Se describen la selección de la muestra, las técnicas, instrumentos, procedimientos utilizados en la recolección de datos y en el análisis para el logro de los objetivos.

1. Alcance de la investigación

La investigación se realizó con **alcance exploratorio** orientada “a examinar un tema que ha sido poco estudiado” (Ponce y Pasco, 2018, p. 43), en cuanto el tema de uso de fuentes de financiamiento de startups en el país es muy poco investigado y constituye un fenómeno organizacional relativamente nuevo, ya que las startups implican nuevas formas de gestión ágiles e innovadoras. Este alcance se considera apropiado al propósito del este estudio, de clarificar la comprensión de los elementos que repercuten en la decisión de los emprendedores de hacer uso de determinadas fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus startups, en la perspectiva de realizar futuras investigaciones.

2. Enfoque de la investigación

La investigación fue abordada con el **enfoque cualitativo**, el cual se encamina a lo siguiente:

“Comprender los fenómenos, explorándolos desde la perspectiva de los participantes en un ambiente natural y en relación con su contexto... y examinar la forma en que los individuos perciben y experimentan los fenómenos que los rodean, profundizando en sus puntos de vista, interpretaciones y significados” (Hernández et al., 2014, p. 358).

Se trató de comprender las experiencias de los fundadores o gestores de las startups en el proceso de recaudación de fondos, los elementos que han intervenido como facilitadores en la decisión de uso de fuentes de financiamiento disponibles.

3. Estrategia de Investigación

“El estudio de casos contribuye únicamente a nuestro conocimiento de fenómenos individuales, organizacionales, sociales y políticos [...] y son las estrategias preferidas cuando las preguntas “cómo” y “por qué” son realizadas, cuando el investigador tiene poco control sobre los eventos, y cuando el foco está en un fenómeno contemporáneo dentro de un contexto de la vida real” (Yin, 1994, pp. 1-3).

Con esta estrategia, se propuso responder a las preguntas: cómo se financian las startups y porqué usan esas formas de financiamiento.

La estrategia de investigación seguida para el logro de los objetivos correspondió al estudio de casos múltiples, que es una variedad del estudio de casos, reconocible en base a la definición muy difundida por Yin, la cual toma en consideración lo siguiente:

“Estudio de casos como una indagación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto real de existencia, cuando los límites entre el fenómeno y el contexto no son claramente evidentes y en los cuales existen múltiples fuentes de evidencia que pueden usarse” (Sandoval, 1996, p. 91).

Asimismo, “la investigación de estudios de caso puede incluir tanto estudios de un solo caso como de múltiples casos” (Sandoval, 1996, p. 92).

La estrategia de estudio es la de caso múltiple de carácter incrustado, ya que se indagará una parte de la startup, concretamente un solo proceso: los elementos de decisión de uso de fuentes de financiamiento y las subdimensiones son: las características de la empresa, del emprendedor y las expectativas acerca de los proveedores de capital. Se repite este análisis en cada una de las cinco startups seleccionadas. Es decir, no se examina “la naturaleza global” (Yin, 1994, p. 27) de todas las dimensiones o variables del entorno de la financiación de una startup.

“En el diseño incrustado el estudio se desarrolla sobre un solo objeto, proceso o acontecimiento, utilizando dos o más unidades de análisis. Y en los múltiples casos, diseño incrustado, se persigue la replicación lógica de los resultados repitiendo el mismo estudio sobre los casos diferentes para obtener más pruebas y mejorar la validez externa de la investigación” (Díaz, Mendoza y Porras, 2011, p. 13).

Casos múltiples, porque se estudian cinco casos (startups). Estos casos proporcionan base, según Yin (1994), para la “generalización analítica” que acontece “cuando una teoría previamente desarrollada se usa como una plantilla con la que se comparan los resultados empíricos del estudio de caso” (p. 20). Aparte, “múltiples casos permiten comparaciones que aclaran si un hallazgo emergente es simplemente idiosincrático a un solo caso o si se repite consistentemente en varios casos (Eisenhardt, 1991, citado en Eisenhardt y Graebner, 2007, p. 27); en dicho tipo de estudios, se hacen “las mismas preguntas a los distintos casos, pero realizando una comparación de las respuestas para llegar a conclusiones importantes. De esta manera, las evidencias basadas en varios casos pueden ser consideradas más sólidas y convincentes” (Castro, 2010, p. 38).

4. Horizonte temporal de investigación

Esta investigación corresponde a un horizonte transversal que concierne al primer semestre de 2019:

“Los estudios transversales son aquellos en los cuales la recolección de información se realiza en un solo periodo de tiempo. [...] Podría decirse que la realidad percibida en estas mediciones es más fotográfica que cinematográfica. Es importante señalar que la gran mayoría de estudios en la disciplina son transversales, pues se efectúan en tiempo presente” (Ponce y Pasco, 2018, pp. 49-50).

5. Unidades de observación

Las unidades de observación son las startups.

En la tabla 2 están listadas las startups seleccionadas para el estudio.

Tabla 2: Unidades de observación

startup	CEO	Código
Amigo Cloud	Ragi Burhum	E1
Mapsalud	Jorge Bado	E2
Doktuz	Alfonso Bedoya	E3
Helpers	Rodrigo Falla	E4
Manzana Verde	Carlos Andrade	E5

Adaptado de: Información proporcionada por los CEOs

6. Tipo de Muestreo

Se ha utilizado el muestreo teórico que permite una generalización analítica de los resultados, porque no se busca una generalización estadística de los mismos (Ragin y Becker, 1992; Easton, 1994; Yin, 1994, citados en Villarreal y Landeta, 2010), seleccionando aquellos casos que ofrecen mayor oportunidad de aprendizaje (Stake, 1994, citado en Villarreal y Landeta, 2010) y considerando que el propósito de la investigación con estudio de casos en opinión de Eisenhardt y Graebner (2007) es la siguiente:

“Desarrollar teoría, no probarla [a través de] un muestreo teórico [que] [...] significa que los casos se seleccionan porque son particularmente adecuados para iluminar y ampliar las relaciones y la lógica entre construcciones [...] para la revelación de un fenómeno inusual, la replicación de los hallazgos de otros casos, la replicación contraria” (p. 27).

La selección de los casos fue deliberada (no aleatoria) adecuada para la generalización analítica sobre el fenómeno de estudio: los elementos de decisión de uso de determinadas fuentes de financiamiento para startups) y porque “permite establecer comparaciones particulares para identificar posibles similitudes y diferencias entre las diferentes unidades de análisis, especialmente en múltiples estudios de caso” (Gummesson, 1991; Maxwell, 1998, citado en Villarreal, 2017, p. 156). Los criterios considerados adecuados para la selección de la muestra de estudio han sido: recepción de financiación externa, operación en la ciudad de Lima y requerimiento no intensivo de capital, tiempo de vida, rama de actividad económica. Los tres primeros le otorgan en carácter de muestro homogéneo y los dos últimos el carácter de muestreo heterogéneo.

La muestra comprende cinco casos de startups suficientes para el logro de los objetivos, en consideración a los planteamientos de diferentes autores, acerca de la muestra en el estudio de caso múltiple. Martínez (2006) (como se cita en Perry, 1998) indica lo siguiente:

“No hay una guía precisa acerca del número de casos que deben ser incluidos, por lo que esta decisión se deja al investigador. De manera similar, Eisenhardt (1989) recomienda que los casos deben adicionarse hasta que la saturación teórica de la muestra sea enriquecida y Lincoln y Guba (1985) recomiendan la selección de la muestra hasta el punto de la redundancia” (p. 184).

Por su parte, Eisenhardt (1989) afirma: “Mientras no existe un número ideal de casos, con un rango entre cuatro y diez casos se trabaja bien” (como se cita en Martínez 2006, p. 184)

Finalmente, se ha establecido el número de casos por la saturación de datos en el proceso de recolección de información.

7. Categorías de análisis

Los antecedentes, el marco teórico y contextual y los objetivos de la investigación permitieron reconocer y formular las categorías de análisis que se muestran en la tabla del anexo A (matriz de consistencia) y consisten en:

- Conocimiento de las fuentes financieras disponibles, conocimiento de servicios/productos financieros disponibles y disponibilidad de información.
- Fuentes de financiamiento utilizadas: actuales, anteriores, fracasos a solicitudes, ausencia, vacíos de financiamiento y cadena de financiación.
- Características de la startup: tiempo de vida, sector o rama de actividad, intangibilidad de activos, equipo de trabajo, mercado, ventaja competitiva.

- Características de los emprendedores: factor x, derechos de propiedad intelectual, desconfianza a compartir propiedad y difundir información del proyecto.
- Características de los proveedores de capital financiero: red de contactos, valor agregado.
- Requisitos, condiciones, criterios de elegibilidad del proveedor de capital financiero para el financiamiento.
- Barreras y oportunidades de acceso al capital: percepción acerca de los requisitos, ventajas, suficiencia de montos, confianza, facilidad de trámites.

8. Técnicas e instrumentos de investigación

8.1. Técnicas de recolección de información

La técnica de recolección de información utilizada es la entrevista individual en profundidad, concebida como la conversación libre, detallada, que permitió recabar una información minuciosa (Ponce y Pasco, 2018). Para el propósito de la investigación la entrevista cualitativa “es más íntima, flexible y abierta que la cuantitativa. Se define como una reunión para conversar e intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados)” (Hernández et al., 2014, p. 403). En base a ella, se obtuvo información requerida para su organización y análisis. Una técnica complementaria fue el análisis de documento.

8.2. Instrumentos de investigación

Para la recolección de la información se utilizaron:

- Una guía de entrevista en profundidad semiestructurada para los CEOs (Anexo B).
- Guía de entrevista en profundidad semiestructurada para los expertos (Anexo C)
- Ficha de registro para obtener información de documentos escritos.

La guía para los CEOs incluyó una batería de preguntas fundamentalmente abiertas que no condicionaron la respuesta del entrevistado y enfatizando su libertad para expresar ampliamente su punto de vista. La entrevista semiestructurada con preguntas definidas, pero con una secuenciación y formulación flexible (Ponce y Pasco, 2018). Tal como recomienda (Hernández et al., 2014) el entrevistador tuvo la libertad de introducir preguntas adicionales para precisar conceptos u obtener mayor información y el propio investigador condujo las entrevistas.

La guía de entrevista en profundidad semiestructurada para los expertos fue desarrollada en base a los hallazgos obtenidos en la fase de campo y permitió validarlos.

La ficha de registro para extraer información sobre las características de las startups de fuentes escritas como publicaciones, base de datos, informes de medios de comunicación y organismos oficiales.

9. Análisis de los datos

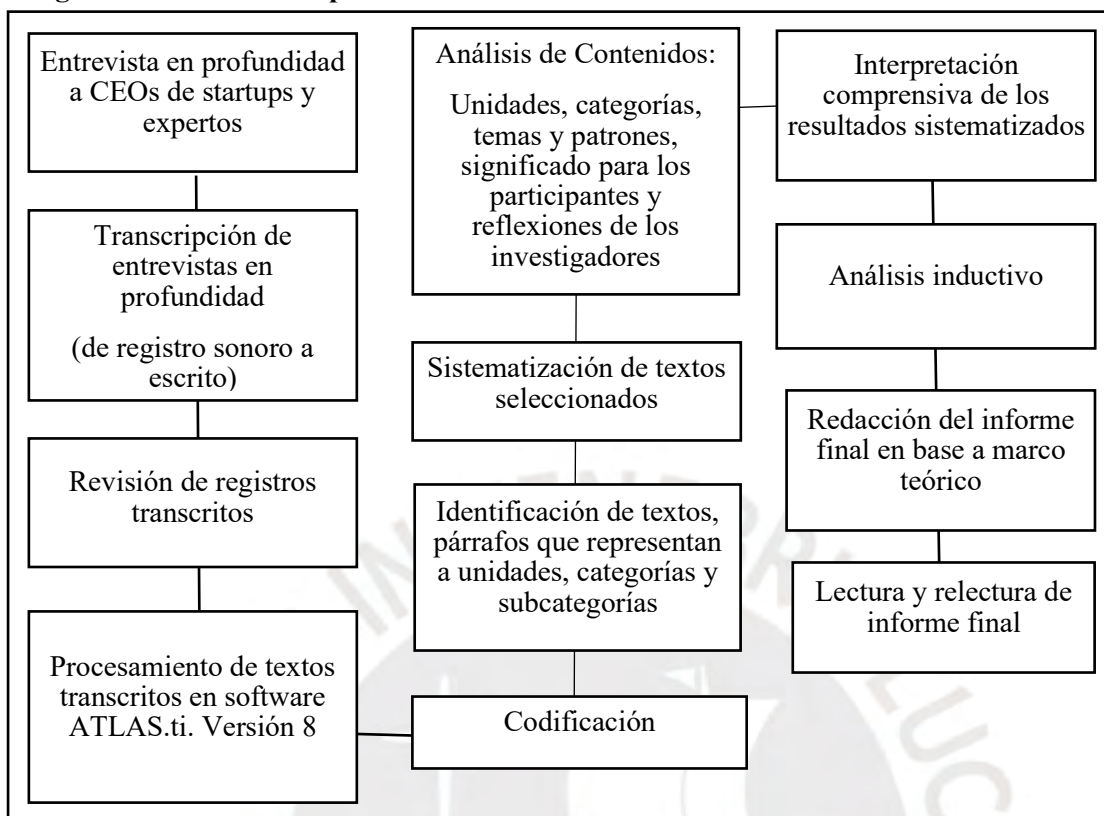
- Transcripción de entrevistas en profundidad grabadas.
- La información se organizó en función de las categorías analíticas, gracias al procesamiento de textos orales transcritos utilizando el software ATLAS.ti-versión 8 que reduce, codifica, sintetiza y compara la información con el fin de obtener una visión lo más completa posible de los elementos de decisión en el uso de fuentes de financiamiento de las startups (Gallardo, 2017).
- Se organizó la información procesada en tablas según las categorías de análisis previamente elaboradas, orientadas por la perspectiva teórica.
- Se realizó análisis de contenido de los textos transcritos dentro de cada caso y entre los casos para identificar las similitudes, diferencias y patrones.
- Además, se buscó la coincidencia de la información teórica con la información empírica de los patrones de comportamientos de las startups acerca de los elementos que intervienen en las decisiones de uso de fuentes financieras y las proposiciones teóricas que explican este fenómeno.

“La coincidencia de patrones es una herramienta útil para relacionar los elementos de información del caso con las proposiciones teóricas” (Sales & Carenys, 2008, p. 10) y el diseño de estudio de casos múltiples apunta a avanzar en las explicaciones teóricas cuando existen lagunas o agujeros en la teoría existente. (Ridder, 2017, p. 287). “En la generalización analítica, la teoría se compara con los resultados empíricos, lo que lleva a la modificación o extensión de la teoría” (Ridder, 2017, p. 288).

- Las informaciones de los expertos se utilizaron para confirmar los hallazgos a fin de disminuir la posibilidad de sesgo de información de los emprendedores.

La secuenciación descrita se presenta gráficamente en la figura 3.

Figura 3: Secuencia del procedimiento de análisis de datos



El proceso representado gráficamente abarca las acciones de investigación realizadas durante la investigación.

10. Proceso seguido en la investigación

El proceso de investigación se organizó en tres fases: exploratoria, de campo y validación de hallazgos.

La fase exploratoria consistió en revisión de literatura sobre startups y su financiamiento, en fuentes secundarias: estudios previos, proposiciones teóricas, publicaciones de artículos y entrevistas no estructuradas de carácter exploratorio a expertos. El producto se materializó en la formulación de la guía de entrevista en profundidad para los CEOs de las startups.

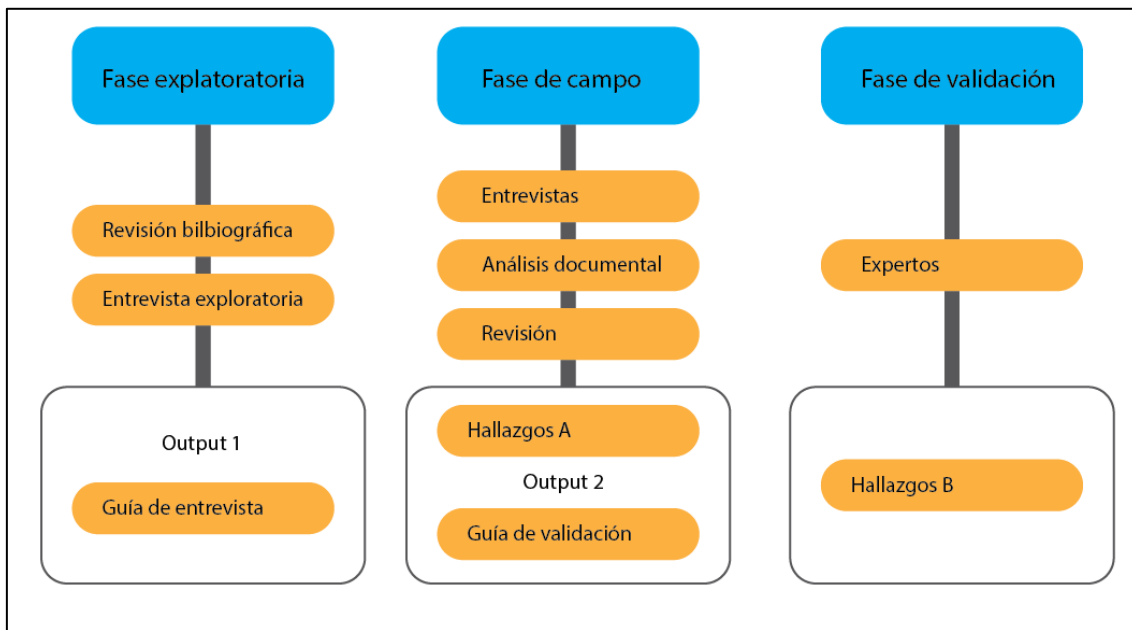
La fase de campo consistió en la recolección de datos con la realización de las entrevistas en profundidad individuales a los CEOs de las startups seleccionadas, que se complementó con el análisis documental acerca de las mismas. Luego se realizó la transcripción de la información oral grabada a la versión escrita para el análisis del contenido.

La fase de la validación de los hallazgos consistió en la contrastación de los hallazgos obtenidos en la fase de campo con la información de los expertos, obtenida de una entrevista semiestructurada (anexo C) a fin de que los resultados fueran explorados desde más de una faceta.

Ya que uno de los enfoques clave para disminuir el sesgo de los datos de las entrevistas, es el uso de informantes altamente capacitados que miran los fenómenos focales desde diversas perspectivas (Eisenhardt, 2007).

En el gráfico D se representa las fases de la investigación

Figura 4: Representación del proceso de investigación



10.1. Entrevistas exploratorias

Previamente a la entrevista en profundidad se procedió a realizar entrevistas a profesionales destacados, expertos, que cumplen la función docente especializada y/o administrativa y a representantes de startups con el propósito de precisar los términos del proyecto de investigación especialmente de los componentes del planteamiento del problema a investigar y la metodología para abordarlo consecuentemente esta investigación se desarrolló con el aporte de los expertos. En este proceso se formuló y validó la guía de entrevista en profundidad para los CEOs de las startups. Este instrumento se validó con expertos que se encuentran en la tabla 3.

Tabla 3: Entrevistas exploratorias

Entrevistado	Cargo	Institución
Gina Gonzales Gómez	CO Founder	Nutrishake
Martha Pacheco Mariselli	Docente de Investigación Cualitativa	PUCP
Jorge Estrada Vidal	CO Founder	Chaty
Eduardo Kieffer Begazo	Docente de Finanzas	PUCP

10.2. Entrevistas en la fase de campo

Las entrevistas se realizaron a los directores ejecutivos llamados CEO (sigla del inglés *Chief Executive Officer* o director ejecutivo) de las startups.

Para la realización de las entrevistas previamente se obtuvo información detallada acerca de las startups del estudio a través de fuentes escritas: noticias e informes en revistas, páginas web y otros de tal manera que la entrevista fluyó con naturalidad y permitió obtener amplia información.

Se coordinó citas con los CEOs, de acuerdo a su disponibilidad de tiempo, previa información de los objetivos del estudio y consentimiento informado. Luego se procedió a la entrevista en un lugar coordinado con el CEO, libre de interferencias y por un tiempo promedio de 2 horas. La entrevista fue coordinada preferentemente en sus centros laborales o en el espacio que propusieron los entrevistados. Las entrevistas fueron grabadas.

Tabla 4: CEOs de startups entrevistados

startup	CEO Entrevistado	Periodo	Duración de la entrevista
Amigo Cloud	Ragi Burhum	Mayo- junio 2019	56:00
Mapsalud	Jorge Bado	Mayo- junio 2019	48:00
Doktuz	Alfonso Bedoya	Mayo- junio 2019	1:18:00
Helpers	Rodrigo Falla	Mayo- junio 2019	1:15:00
Manzana Verde	Carlos Andrade	Mayo- junio 2019	50:00

10.3. Entrevistas de validación de hallazgos con expertos

El objetivo de esta entrevista fue la validación de los hallazgos obtenidos en la fase de campo para lo cual se seleccionaron profesionales expertos en el tema de emprendimientos innovadores. En la tabla 5 se lista a los expertos seleccionados.

Tabla 5: Lista de profesionales expertos en emprendimiento

Nombre	Institución	Cargo
Evelyn Romero	La Maquinita	CEO
Álvaro Echevarría Córdova	Incubadora 1551 - UNMSM	Cofundador
Bragi Bamberger	Finance Consult	Gerente General
Daniel Mc Bride González	PUCP	Docente de Innovación
Katherine Huacamayta Lara	CIDE	Asistente de Incubación de Empresas
Gwendolyn Sánchez Peña	CIDE	Coordinadora del Sistema de Incubación de Empresas (SIE) del Centro de Innovación y Desarrollo Emprendedor (CIDE-PUCP)
Cesar Coasaca Apaza	Inventum	Cofundador

11. Validación y confiabilidad de la investigación

En base a las cuatro pruebas comunes a todos los métodos de la sociología (Kiddera y Judd, 1986, citado en Yin, 1994):

“La validez de la construcción: establecer las correctas medidas operacionales para los conceptos a ser de estudiados ; la validez interna (para los estudios explicativos o causales solamente, y no para los estudios descriptivos o exploratorios)...; la validez externa: estableciendo el dominio a que los resultados de un estudio pueden generalizarse; y la confiabilidad: demostrando que los funcionamientos de un estudio - tal como los procedimientos de colección de datos pueden repetirse, con los mismos resultados” (p. 22).

En este estudio de casos la validez de constructo se logró con la opinión de expertos acerca de las categorías de análisis para estructurar la guía semiestructurada de entrevista a los sujetos de estudio.

La validez interna no es aplicable para estudio de caso exploratorio.

Validez externa se aseguró en la investigación con el diseño casos múltiples, que utilizando la lógica de la repetición con cada caso se logra generalización analítica y no generalización estadística. Ya que los casos no representan a una muestra de una población, por esta razón es imposible realizar inferencias estadísticas para generalizar los resultados a poblaciones mayores. El estudio de casos permite la “generalización analítica”, es decir, generalizaciones a proposiciones/planteamientos teóricos (ampliar y generalizar teorías) en función del análisis de la evidencia obtenida.

Sobre el estudio de casos, “se adquiere validez externa en una investigación al analizar las experiencias de los casos bajo estudio, recurriendo a las citas textuales de las opiniones y respuestas otorgadas por los entrevistados, método recurrido ampliamente para lazar las perspectivas de los participantes” (Dubé y Pare, 2003, citados en Castro, 2010, p. 49).

Una teoría debe ser probada mediante la replicación de los hallazgos en diferentes casos:

“Los casos múltiples, en este sentido, deben ser considerados como experimentos múltiples [...] bajo estas circunstancias, el método de generalización es "generalización analítica" en que una teoría previamente desarrollada se usa como una plantilla con la que se comparan los resultados empíricos del estudio de caso” (Yin, 1994, p. 20).

En esta perspectiva, Castro (2019) opina que “la lógica de la réplica otorga al estudio la importante validez externa, ya que permite esperar que en casos con condiciones similares se puedan realizar estudios que den resultados parecidos o iguales” (p. 49).

La confiabilidad se sostiene en la realización de la investigación en función a un planeamiento previo a su ejecución con herramientas que han servido de guía para el estudio principalmente, las técnicas e instrumentos, los procedimientos para la obtención de datos, el desarrollo de la base de datos, el análisis e interpretación de los hallazgos, aspectos que constan en el presente informe de investigación y sus anexos, incluyendo el consentimiento informado de los entrevistados.

CAPITULO 5: HALLAZGOS Y RESULTADOS

En este capítulo se describen, analizan y resumen los hallazgos obtenidos a través de las entrevistas en profundidad realizadas a los emprendedores de las startups y expertos. Están organizados en función de los objetivos de la investigación y las categorías de análisis siguientes:

- Uso de fuentes de financiamiento: fuentes utilizadas, inserción a fuentes internacionales, fracaso a solicitudes, déficit de financiamiento y etapas críticas.
- Conocimiento acerca de las fuentes financieras: disponibilidad de fuentes y productos financieros, disponibilidad de información.
- Características de las startups, que contribuyen en la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Características de los emprendedores que respaldan la decisión del uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Características de los proveedores de capital financiero y de sus servicios que alientan la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.
- Barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes financieras para el desarrollo de las startups

1. Fuentes de financiamiento utilizadas por los emprendedores

Tabla 6: Fuentes de financiamiento utilizadas por las startups.

Etapas de desarrollo de la startup		Fuentes de financiamiento										
		Utilizadas								Por utilizar		
		Propios	FFF	Incubadora	Fondo estatal	Aceleradora	Inversor ángel	Venture capital	Banca	Ronda Seed	Serie A	Financiamiento corporativo
De semilla a crecimiento	Doktuz (E2)	x	x		x	x			x		x	
	Helpers (E4)	x			x	x				x		
	Mapsalud (E5)	x			x	x				x		
De semilla a expansión	Manzana Verde (E3)	x		x		x				x		
De semilla hacia la consolidación	AmigoCloud (E1)	x					x	x	x			x

El uso de los recursos propios es común a todas las startups, como primera fuente de financiamiento. De las cinco startups del estudio, tres transitan a la etapa de crecimiento. De las

que transitan esta etapa, la E2 es la única que ha utilizado las FFF al inicio de su actividad luego fondo estatal, aceleradora, actualmente se encuentra utilizando fondos de la banca. Las otras dos (E4 y E5) iniciaron con fondo estatal y de aceleradora, con la diferencia que E5 lo hizo en orden inverso (primero aceleradora y luego estatal) y ambas están en búsqueda de inversión Ronda Seed. Lo común entre las tres es que todas ellas han hecho uso de fondos de aceleradoras y del Estado.

La startup que transita hacia la expansión inició con fondos de incubadora, luego y actualmente utiliza los fondos de aceleradora. La startup que transita hacia la consolidación al inicio ha utilizado inversor ángel, luego Venture capital y la banca.

En general, durante el desarrollo de la startups, desde la etapa semilla a consolidación las fuentes utilizadas, en orden descendente son los provenientes de los propios fundadores, las aceleradoras, del fondo estatal, y de la banca. Y las menos utilizadas: la FFF, las incubadoras, inversor ángel y Venture capital.

En cuanto al financiamiento actual, tres de los emprendedores entrevistados están buscando activamente una ronda de inversión *seed*; el E4 con el objeto de financiar operaciones en Perú, los EE 3 y 5 para financiar las operaciones en mercados nuevos. El E2 busca una serie A en Estados Unidos y el E1 cuenta con capital en forma de acciones que se obtuvieron a través del *exit* de la startup.

Tabla 7: Orden de uso de las fuentes financieras

Tipo de financiamiento	Fuente de financiamiento	Orden de uso				Frecuencia de uso
		1ro.	2do.	3er.	4to	
Otros	Recursos propios	1				1
	FFF	1				1
	Fondo estatal		3			3
En capital	Incubadora	1				1
	Aceleradora	1	2	1		4
	Inversor ángel	1				1
	Venture capital		1			1
En deuda	Banca			1	1	2
Total						13

Desde el punto de vista de la modalidad de financiamiento las fuentes utilizadas en este estudio se han clasificado en tres: financiamiento en deuda, en capital y otros. Se observa un predominio de uso de las fuentes de capital sobre la deuda y otras fuentes. La financiación en capital constituye un poco más de la mitad (seis de trece) de las fuentes de financiación utilizadas por las startups. Otras fuentes ocupan el segundo lugar en frecuencia de uso y son las que provienen del estado, del grupo emprendedor y las 3Fs, dentro de las cuales predomina la primera, constituyendo casi la tercera parte.

La deuda ocupa el tercer lugar en la frecuencia de uso de fuentes financieras por parte de las startups, comprende alrededor de un sexto (dos de trece) de las fuentes utilizadas.

El orden en el que son utilizadas las fuentes de financiamiento por las startups, son: Recursos del grupo emprendedor, las 3Fs, incubadoras, aceleradora e inversor ángel, al inicio. El fondo estatal, las aceleradoras y el *venture capital*, ocupan el segundo lugar en el orden de uso. La banca ocupa el tercer y cuarto lugar, en la cadena de financiación; las aceleradoras ocupan también el tercer lugar.

Las fuentes de financiamiento utilizadas y los vacíos de financiación experimentados por los emprendedores en el proceso de desarrollo de sus emprendimientos se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 8: Fuentes de financiamiento utilizadas: Fracaso a solicitudes, vacío de financiamiento

Variables	Fuentes de financiamiento utilizadas			
	OE2V1S1: Actual	OE2V1S2: Anterior	OE2V1S4: Fracaso a solicitudes	OE2V1S5: Ausencia/vacío de financiamiento
Amigo Cloud E1	“Allí hay porcentajes que se hacen en <i>cash</i> , porcentajes que se hacen en <i>stock</i> . Digamos que el <i>stock</i> vale dinero”.	“tuvimos otras notas convertibles que hicimos, montos más pequeños, pero después de eso hicimos unos <i>loans</i> tradicionales para ejecutar ciertos proyectos. Luego... ya pasamos a <i>cash flow positive</i> , que ya no necesitábamos más dinero”.	“Si he hablado a 187 personas y levanté de 10, la mayoría han sido no. cuando levantas capital, la mayor parte de personas te dirá que no, te van a enviar un feedback del por qué”.	“Siempre pasaba eso. Se acaba el dinero... A veces un cliente te paga o se demora demasiado. o es por cash Flow”.
Doktuz E2	“... hemos buscado financiamiento bancario que nos han dado. Ahorita nuestra serie A está más enfocada en EE. UU”.	“Al inicio con capital propio. Luego de <i>friends and family</i> . Es un <i>early stage</i> ahí de USD 20,000.00, amigos USD 50,000.00, USD 100,000.00. Después una segunda ronda con más <i>friend, fools and family</i> . Luego con fondos del estado no reembolsables este año en los últimos 2 meses hemos aplicado a créditos bancarios y ya tenemos créditos en 2 bancos que nos permiten tener flujo de caja”.	“Serie A, en el Perú la hemos intentado levantar desde hace 3 años con algunos inversionistas que hay acá en el Perú...Luego hicimos unos viajes a México, Colombia y Chile para ver si levantamos plata allá. Pedíamos mucha plata en ese momento por lo que teníamos... Entonces no pudimos levantar”.	

Variables	Fuentes de financiamiento utilizadas			
	Subcategorías	OE2V1S1: Actual	OE2V1S2: Anterior	OE2V1S4: Fracaso a solicitudes
Manzana Verde E3	“Estamos en proceso de nuestra primera ronda de inversión, lo haremos a través de Equity, en visión de acciones”.	“Nuestra startup ha sido financiado por UTEC Ventures por parte del programa, pero una cosa positiva de nuestro modelo es que a pesar de estar perdiendo dinero siempre tenemos un flujo de caja positivo porque tenemos ingresos adelantados de las personas”.	“Solicitud de financiamiento, no. Es natural que te rechacen, porque vas a buscar una fuente de financiamiento... es muy complicado que uno solo te dé todo ese dinero”.	“no puedes estar gastando mucha más plata de la que produces por un tiempo muy prolongado...teng o un producto validado, entonces obviamente gasto dinero porque ya sé que seguiré creciendo”.
Helpers E4	“buscamos lo que se encuentre, en verdad es abierta, si eres un inversionista Ángel puedes ponerlo, si eres un fondo también puedes ponerlo”.	“Startup Perú lo conocimos así simplemente, los buscamos no había nada más que hacer ahí. Startup Chile por un recomendado que ya había estado en startup Chile y nos lo recomendó <i>Liquid Ventures</i> , que es una aceleradora de negocios digitales. Ellos nos están ayudando a hacer toda la ronda”.	“Si, o sea, de hecho, hay gente que, o sea de frente te dice no me interesa y te dice exactamente algunas cosas por las cuales no les parece que va con ellos”.	“definitivamente, justo el año pasado hemos sido financiados; entonces el estar financiado te da dos cosas: Te da libertad, pero también te mete en una burbuja... estuvimos mucho tiempo en esta burbuja, sin preguntarnos en verdad si somos rentables”.
Map Salud E5	“voy a buscar financiamiento para salir a México y a Chile y Colombia, que son 3 países target y voy a necesitar financiamiento”.	“logramos Wayra, luego fuimos a Startup Perú, también fui reconocido por el <i>mit</i> , como emprendedores del Perú del 2016 ó 17, pero no me dieron plata, solo reconocimiento. cuando Wayra te da 50 000 dólares, pero en el contrato sale que te dan 120 Startup Perú, te da, a nosotros nos dio 150 000 soles que es el fondo de emprendimientos dinámicos”.	“uno cuando recién inicia tiene que buscar siempre primero financiación de amigos y familiares, entonces si tuve algunos, pero no de familiares, ah cuando estés mejor me avisas”.	“la primera vez vendí mi carro y la segunda vez, vendí el de mi esposa”.

Sobre las fuentes de financiamiento a las que acuden los emprendedores dos expertos opinan:

“Lo que he visto mucho es propio dinero, sus ahorros o venden sus carros o se hacen prestamos, entre los amigos o entre todos...los ángeles inversionistas están ahí pero no es lo más recurrido, no todos llegan ahí ... solo los que realmente son startups, los que realmente muestran un potencial de crecimiento” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

La subvención del programa de apoyo Innovate Perú: Startup Perú, al que recurren los emprendedores es visto, por algunos, como un fin puesto que “...su foco es ese y lamentablemente cuando no ganan el fondo se deprimen y piensan que se acabó la vida emprendedora porque lo ven como un fin y no como un medio; ...ya no vuelven a intentar...” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

En este estudio los aportes principales provienen del grupo emprendedor, los fondos no reembolsables (del Estado) y las aceleradoras. Estos resultados coinciden con la apreciación del experto y con los hallazgos de Hoyos y Saiz (2010) en España, quienes sostienen que las aportaciones del grupo emprendedor junto con los 3Fs y las instituciones públicas (en el caso de las spin-off académicas, las universidades) son los principales aportantes de fondos. Y en parte también con Fracica et al. (2011) quienes señalan que las principales fuentes de financiación en la etapa semilla son los “ahorros del propio empresario, los créditos de familiares y amigos (FFF), ángeles inversionistas” (p. 131) y en la etapa de startup las fuentes de financiación son básicamente las mismas de la etapa anterior, solas o combinadas.

La diferencia radica que en este estudio las aportaciones de las 3Fs y del ángel inversor ocurrió una vez entre las startups del estudio y entre el total de las fuentes utilizadas y coincide con la opinión del experto “los ángeles inversionistas están ahí pero no es lo más recurrido, no todos llegan ahí...” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

En la etapa de crecimiento temprano (*Early stage*) los ángeles inversionistas y de los fondos de capital semilla se retiran, para dar ingreso a los fondos de capital de riesgo y obtener la primera inversión conocida como “primera ronda de financiación” (Fracica et al, 2011, p.131) o Ronda A. Las startups del estudio han utilizado esas mismas fuentes de financiamiento en las diferentes etapas de desarrollo, pero con una mayor presencia de las aceleradoras y, por tanto, con mayor acompañamiento en forma *coworking*, asesoría, experiencias compartidas con otros emprendedores.

Se encontró que las startups optaron, en su mayoría, por empezar su ciclo de financiamiento con capital a bajo costo, en algunos casos capital no reembolsable (como el obtenido de Startup Perú y startup Chile) o las 3 Fs, luego con aceleradoras (que brindaban valor agregado y capital), continuaron con inversionistas privados, *angel investors* o *venture capital*.

Aunque las E1 y E2 pudieron financiarse a través de la banca tradicional, E1 lo hizo después de utilizar fondos de *venture capital* y E2 de la aceleradora; ambos recurrieron a instrumentos de capital antes de deuda.

Este orden de financiamiento coincide con estudios tales como el de Sau (2007) que indica que las empresas innovadoras también siguen un orden jerárquico, pero a diferencia de las empresas tradicionales, el capital riesgo precede al capital de la deuda en la jerarquía y con el estudio de Fourati y Affès (2013) en el que la principal fuente de financiamiento es la equidad (de capital) y no la deuda, es decir un orden jerárquico inverso, en las startups estudiadas.

La búsqueda de capital de bajo costo se explica por la naturaleza de las empresas de inicio que ven reducidas la oferta de servicios financieros por asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios, incertidumbre sobre el resultado de los proyectos y los costos de la agencia (Roa, 2013; Schwartz, 2015), que dan como resultado una mayor tasa de interés o exigencia de garantías (Mascareñas, 2007) por parte de los prestamistas y/o restricciones en la cantidad del préstamo o crédito o negar la posibilidad de proporcionarlo. “Sólo cuando el capital de riesgo ha cumplido su función de producción de información y ha reducido el grado de opacidad de la información, la empresa innovadora puede recurrir al crédito bancario” (Sau, 2007, p. 20).

1.1. Inserción de startups a financiamiento internacional

En las startups estudiadas el financiamiento no fue solamente nacional, algunas startups consiguieron financiamiento en otros países (E1 en Estados Unidos y E4 en Chile) bajo la modalidad de fondos no reembolsables y fondos de inversión privados. El E1 es el único que recibió rondas de inversión dentro de las cuales intervinieron varios inversionistas; esta empresa opera también en Estados Unidos donde logró levantar las rondas.

En opinión de expertos, existe interés de inversores internacionales por invertir en startups peruanas. El capital, las formas de inversión y el conocimiento aplicado del financiamiento internacional difiere y les permite captar negocios atractivos asumiendo riesgos. Las startups carecen de una adecuada preparación para financiamiento de riesgo.

“Hay bastante interés desde fuera hacia startups peruanas [...] aquí nos han tocado la puerta varios grupos de inversionistas... de la India, Europa, Canadá que están interesados en invertir en startups peruanas. Tal vez falta preparación para que las startups puedan llegar a ese nivel, que quieren los inversionistas [...] aunque también puede ser un tema de percepción ya que a veces las expectativas son altas y dicen tienen que ser tipo Facebook o Google [...]” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“Si hay oferta [internacional] lo que no hay [es] una adecuada preparación de las startups, de repente no están vistas como para un tipo de inversión como esta...” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“Respecto a financiamiento internacional, están más avanzados que nosotros en el sentido no solamente de capital de inversión, también del conocimiento aplicado y las formas de inversión también son diferentes... es difícil demostrar al inversionista que este MVP puede funcionar y por eso es un riesgo mayor...pero si funciona puede ser atractivo, entonces eso son para los inversionistas que son más aguerridos... (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

1.2. Fracaso a solicitudes de financiamiento

Se reconoce que todos los emprendedores han fracasado en solicitudes de financiamiento en alguna oportunidad, el E1 comenta que de 187 personas a las que solicitó capital solo 10 aceptaron invertir, el E2 obtuvo rechazos de su serie A en más de 3 países y más de tres veces en el Perú, el E5 recibió rechazo de las 3Fs, los emprendedores E3 y E4 mencionan que es natural recibir negaciones ante solicitudes de financiamiento, pero no especifican alguna ocasión en particular. Para todos ellos, el fracaso ante solicitudes de financiamiento es normal, sin embargo, uno de los emprendedores comenta que algunos inversionistas brindan feedback que sustenta la negativa.

Al respecto los expertos señalan algunas causas del fracaso a solicitudes que provienen de la propuesta y de los proveedores y sugirieren como evitarlas:

“Existen principios financieros, por más que se modernicen no cambian, por ejemplo, para financiar una empresa y de riesgo, es que por lo menos tenga un buen estudio y que me demuestre que hay un público que necesite mi producto. Si [los integrantes del equipo] de la startup no saben estudiar [por ejemplo, los cambios necesarios para generar ventas] los inversionistas van a relegarlos.” (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019)

“Los inversionistas no ven a las personas que no han estudiado en una universidad. El acceso...también depende de tu idea de negocio, tienes que pensar en tu escalabilidad...” (E. Romero, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“En un comienzo tenía mucho sesgo académico, los evaluadores eran muy académicos [...] en los últimos años hemos tenido al menos el feedback ... los que evalúan tienen conocimientos de innovación ... El mecanismo es bueno y es bien meritocrático” (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Muchos postulan, [...] los evaluadores piden innovación, pero ellos no tienen eso [por tanto son rechazados] (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Es muy rígido, muchos formularios por llenar [...] pero en general, es bueno; se ha ido poniendo más selectivo, las startups son más competitivas” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019) “...si bien se puede postular con un producto mínimo viable, es mejor cuando ya tienen ventas, cuando ... ha demostrado que es viable”. (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

1.3. Déficit de financiamiento y etapas críticas

Acerca de la pregunta sobre el vacío de financiamiento sólo respondieron cuatro emprendedores, de los cuales tres afirman que quedaron sin capital para financiar sus operaciones en algún momento de su ciclo de vida. El E3 no especifica la falta de capital, pero sí menciona que puede funcionar en pérdidas ya que tiene un producto validado que tiene crecimiento sostenido, de lo cual se intuye que llegará a un punto de equilibrio en algún momento.

De la misma manera, todos los expertos consultados consideran que existe déficit o vacíos de financiamiento principalmente en la fase de inicio y hasta que generen ingresos sostenibles; es decir, no hasta el inicio de las primeras ventas sino en la etapa de escalamiento. Por otro lado, señalan que la necesidad de capital depende del giro, las startups de alta tecnología (Hard tech) necesitan mucho más dinero en la etapa inicial que las que no requieren de alta inversión tecnológica. En esta últimas, los fondos del estado podrían cubrir sus necesidades.

Las manifestaciones de los expertos sobre las etapas en las que existe déficit o vacío de financiamiento son las siguientes:

“En la primera fase, al inicio de las ventas, la salida al mercado que es bastante dura donde hay bastante mortalidad de empresas, ahí es donde [el estado] le está cubriendo esos vacíos para emprendimiento de no tanta inversión tecnológica... Todavía hay un vacío para emprendimientos de alta tecnología que tienen un tratamiento diferente a las startups digitales que son de ciclos más cortos, de procesos de validación más rápidos” (Á. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

“Es en la etapa inicial... o sea, no hay idea de marketing, no hay idea de negocio, no hay modelo de negocio... [Existe] insuficiencia de financiamiento en la primera etapa de arranque, sino no estaríamos hablando de tanto concurso” (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019) para capital semilla.

“Al inicio... cuando todavía no tienen nada concreto... no tienes ingresos y tienes que dedicarle tiempo” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“En la etapa inicial, cuando se hace la idea” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“Depende del giro que tenga ... hay algunas que necesiten dinero en cada una de sus etapas y otras que necesiten en etapas estratégicas, por ejemplo, en expansión, pero alguien que hace software necesita mucho más dinero en la etapa inicial” (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Depende del tipo de startup... hay unas que necesitan una inversión más alta y son las que tienen más riesgo; o sea, las que son de tecnología un poco más complejas ... eso es algo más a futuro, no responde a una necesidad de una demanda de mercado actual, más bien hay que crear la demanda de mercado y todo eso toma 2 años o 3 de maduración y esa parte las hace súper críticas ...”. (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

“Toda la parte inicial hasta que generen ingresos sostenibles. Estas en una etapa donde estas recibiendo fondos por una idea ... y ya empezaste a tener la prueba de que funciona, pero pasando esa etapa tienes que comenzar a escalar y generar mucho más clientes. Tener muchos más clientes, con el equipo que tienes operativamente no puedes cumplir con tu promesa de valor. Qué hacen normalmente las startups ahí, es un tema de crecer en equilibrio... todo este manejo ya lo tengo que operativizar de manera determinante entonces ya comienzas a contratar personal, oficinas, tus costos fijos comienzan a ser más grandes” (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

Con respecto a la etapa de escalamiento, es posible apuntar lo siguiente:

“Aquellos que no están preparados para escalar y el mercado los fuerza, escalan mal y pueden cerrar porque por ejemplo empiezan a contratar más gente, a poner más maquinaria, pero como no tienen todas las capacidades de administración completas no tienen la misma cantidad de ventas... En teoría pura de startups tienes que entrar al valle de la muerte, te endeudas más de lo que piensas que vas a crecer y en ese sentido creces y creces” (E. Romero, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“...muchos emprendimientos tratan de vivir de fondos y no es así, o sea un emprendimiento tiene que poder vivir de su propia actividad debe poder facturar, es una empresa y una empresa debe vender...” (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019). Entonces, al no poder vivir de su propia actividad estarán en déficit.

Las startups del estudio se encuentran entre las etapas Early stage y Expansión, lo que significa que han pasado etapas en las que es frecuente la ausencia de capital (etapas anteriores a la etapa de expansión), lo que coincide con la opinión de los expertos.

Los emprendedores estudiados indicaron sufrir de ausencia de capital en algún momento. Este dato es comparable con los estudios de Hoyos y Saiz (2010) quienes afirman que el déficit de capital ocurre en las fases tempranas de las nuevas iniciativas emprendedora, concretamente, en la fase semilla.

Es común que existan déficits de capital en los emprendimientos innovadores en diferentes etapas del ciclo de vida, en opinión de Hoyos y Blanco. (2014, citados en Fierro ,2015) por problemas de acceso a la financiación, debido tanto a problemas de la oferta financiera como de la demanda: los negocios innovadores en etapa de startup sufren los efectos del denominado *Equity gap* que surge en el momento

“en que sus necesidades financieras son demasiado elevadas para seguir siendo satisfechas a través de aportaciones de los fundadores o de su círculo más próximo, pero demasiado reducidas y en una fase demasiado temprana como para ser financiadas a través de entidades o fondos de capital de riesgo” (Hoyos & Blanco, 2014, citados en Fierro, 2015, p. 8)

Al no haberse consolidado el modelo de negocio para poseer activos tangibles que puedan ofrecerse como garantía; tienen dificultades de obtención de inversión privada y financiación bancaria. El *Equity gap* se debe también “a factores de demanda relacionados con la resistencia habitual de los emprendedores a diluir su propiedad o ceder el control y también con el bajo nivel de preparación de los emprendedores para recibir capital externo” (Hoyos & Blanco, 2014, citados en Fierro, 2015, p. 9).

2. Conocimiento de los emprendedores sobre disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups.

Tabla 9: Conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento.

Variables	Disponibilidad/ Opciones de fuentes de financiamiento		
Sub categorías	OE1V1S1: Conocimiento de las Fuentes Financieras	OE1V1S2: Conocimiento de servicios /productos	OE1V1S3: Disponibilidad de información
AmigoCloud E1	"La gran diferencia es que ...en Silicon Valley, hay volumen tan grande de inversionistas, tú puedes ir y hacer varias reuniones el mismo día. Cuando levantas capital tienes de 3 a 4 reuniones por día, por meses. Para levantar capital inicialmente tuve 183 o 187 reuniones con diferentes grupos. Una reunión puede ser un grupo de 30 personas, 187 de esas para levantar capital inicial que fue como 890,000 dólares, 900,000 dólares por ahí".	"... la función de la aceleradora es de darte acceso a una red principalmente una red de mentores, una red de inversionistas... un venture capital ... tiene un límite de partners, tiene un tiempo de vida y tiene un portafolio. Y un Angel Investor es una persona individual que le gusta el emprendimiento y quiere invertir de su propio dinero, pero no necesariamente tienen un fondo de inversión. Ellos mismos invierten en varios, dinero personal. El Venture capital no invierte dinero personal, invierte dinero de todos sus límites de partners".	"Un error que cometen las startups en Perú es que, porque piensan que son startups, dicen, ¡ah! tengo que ir a otros eventos de startups, y es como un ciclo que acaba, entonces hay una conferencia de Venture capital, alguna conferencia de startups y van, y en verdad algo que he aprendido de más de una década haciendo esto, en su grado parte, tu vas a una conferencia de venture capital si vas a levantar capital sino es un desperdicio de tiempo, no vas a una conferencia de startups, honestamente para aprender que existen esos instrumentos financieros y el proceso en sí, pero si ya las conoces es un desperdicio de tiempo porque las conferencias importantes para una startup es donde van a estar los clientes".
Doktuz E2	"Nadie te iba a dar plata hasta que salió Startup Perú que es prácticamente como eso. Es decir, tengo esta idea y necesito plata. Te daban S/50,000 de ahí S/100,000 para validar la idea que tienes como producto e ir afinando. Ir cometiendo menos errores".	"Sí hay inversionistas en el Perú, pero hay tipos de inversionistas... que invierten en la persona o que invierten en el negocio. En cambio, una startup es algo riesgoso. Y esa es la mentalidad que es bastante diferenciada entre Perú y, sin ir muy lejos, Chile, Colombia; sin ir a EE. UU invierten en personas y eso es lo más importante".	
Manzana Verde	"El primero es lo de Startup Perú que es un fondo básicamente que te	"Las fuentes de financiamiento que conozco son las redes de	"Cuando ya estás en una aceleradora, la aceleradora generalmente ya te prepara

Variables	Disponibilidad/ Opciones de fuentes de financiamiento		
Sub categorías	OE1V1S1: Conocimiento de las Fuentes Financieras	OE1V1S2: Conocimiento de servicios /productos	OE1V1S3: Disponibilidad de información
E3	ayuda a pasar tu negocio de una idea. Una idea que le has puesto un poco de	inversionistas, las aceleradoras. Es que la red de inversionistas es... como una base de datos, les hablas a cada	como para que estés muy próximo a entrar o estar preparado para una ronda de
Manzana Verde E3	acción con un producto que lo has probado así a muy pequeña escala, hasta tener tus primeras ventas... Startup Perú generalmente trabaja a través de incubadoras, un buen paso para iniciar si tienes una idea y si estás bien enfocado. Nuestra startup ha sido financiada por UTEC Ventures por parte del programa”.	uno y algunos te dirán sí y otros no, no, no. Entonces eso es, es lo que uno hace...Es como vender; vendes parte de tu empresa, y algunos cuando vendes algo te dirán sí, otros te dirán ‘no quiero’. ... préstamos...me parece una fuente financiera para un negocio con una mayor probabilidad de éxito que una startup”.	financiamiento, entonces también te conecta mucho”.
Helpers E4	“... Hay tan pocas opciones en Lima, que no te queda de otra, o sea startup Chile es un concurso súper abierto, ganan 80 por generación, tienes una buena chance de ganar si tienes una buena idea... no es que sea difícil, no es que digan peruanos no, o sea si se puede y a nosotros si nos dio ese tiempo para experimentar, contratar gente, probar cosas y ver que funcionaba y que no funcionaba. Después de esos concursos paramos. No participamos en más concursos”.	“No pensamos en hacer una ronda porque no tenemos suficiente gente todavía; entonces solo consideramos los concursos. Nunca pensamos más, porque es como que no te van a prestar, te piden mucha información que no tienes, te piden mínimo 5 años de registros bancarios, nunca lo pensamos. [Préstamos], Internos, si hemos solicitado, o sea de los mismos socios, han puesto plata, eso fue lo primero que hicimos”.	
MapSalud E5	“Wayra que es una aceleradora de startups, que es parte del grupo de Telefónica. Postulamos e ingresamos, entonces estuve pocos meses en mi casa, luego nos mudamos a las oficinas de Telefónica, estuvimos ahí año y medio, luego nos mudamos acá, estamos acá año y medio.	“...las universitarias, aceleradoras, también hay innovadores en las aceleradoras, está seedstars, están los de Wayra, la Universidad de Piura también tienen una muy buena [oferta financiera]”.	“... en internet, en todos lados, en todo el entorno, o sea los vas a conocer de todas maneras, de hecho, cuando estaba trabajando y salió Startup Perú, salió en el comercio, aunque solo tiene 6 años; Wayra también. Empezaron juntos”.

2.1. Conocimiento de la disponibilidad y productos de las fuentes financieras

Los emprendedores demuestran que tienen conocimiento sobre la disponibilidad de las fuentes de financiamiento, principalmente del nivel nacional y en algunos casos también del exterior, cuando afirman todos, a su manera, de tal hecho, a través de las expresiones siguientes: “Para levantar capital inicialmente tuve 183 o 187 reuniones con diferentes grupos. Una reunión puede ser un grupo de 30 personas...” (E1); “Nadie te iba a dar plata hasta que salió Startup Perú que es prácticamente como eso. Es decir, tengo esta idea y necesito plata” (E2); “El primero es lo de Startup Perú que es un fondo básicamente que te ayuda a pasar tu negocio de una idea...” “Nuestra startup ha sido financiado por *UTEV Ventures* por parte del programa” (E3); “Yo considero que hay tan pocas opciones en Lima, que no te queda otra; o sea, startup Chile es un concurso súper abierto, ganan 80 por generación...” (E4) y “Wayra que es una aceleradora de startups...” (E5).

Estos resultados concuerdan con el juicio experto: “Si, [conocen] en su gran mayoría... hay distintos tipos de emprendedores, los que de verdad están comprometidos y buscan distintas fuentes de financiamiento no solo acá, en el extranjero... porque todos están buscando no morir” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019). Y concuerda también con la opinión de expertos, de que el conocimiento es sobre todo de su entorno inmediato y puede no ser suficiente: “No [conocen], es muy dinámico, fuentes hay muchas y varían todo el tiempo, entonces estar al tanto de todas las que hay, complicado (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019). “...no conocen lo suficiente como para poder mover este emprendimiento” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

El E1 está informado sobre el papel del inversionista, “un *venture capital* tiene un límite de *partners*, tiene un tiempo de vida y tiene un portafolio. Y un *Angel Investor* es una persona individual que le gusta el emprendimiento y quiere invertir de su propio dinero, pero no necesariamente tienen un fondo de inversión. Ellos mismos invierten en varios, dinero personal. El *Venture capital* no invierte dinero personal, invierte dinero de todos sus límites de *partners*”.

Este conocimiento se alinea a lo dicho por Mason & Harrison (2010) y Olmos (2014) sobre el papel del *Angel investor* son personas con un elevado patrimonio neto que invierten su propio dinero, solos o con otros, directamente en empresas no cotizadas en las que no existe ningún vínculo familiar. Normalmente invierten en forma de financiación de capital con la esperanza de lograr un rendimiento financiero significativo a través de alguna forma de salida. Por lo general, después de la inversión se involucran activamente en los negocios en los que invierten y sobre el *Venture Capital*, en palabras de Cressy (2006) “La inversión de capital de riesgo consiste en la compra de acciones de empresas jóvenes y privadas por parte de un grupo

de personas ajenas a la empresa, con el objetivo principal de obtener ganancia de capital...” (p. 2). Sin embargo, en el Perú “las redes de inversores ángeles son aún incipientes y de muy limitado alcance; así mismo, no existen fondos de capital de riesgo o mecanismos híbridos que puedan atender la necesidad de financiamiento de las startups” (Lázaro, 2016 p.10).

Como se sabe una startup es un negocio con pocos recursos y dentro del ecosistema peruano, el sistema financiero limita las fuentes de financiamiento disponibles para emprendimientos ya que no cuentan con historial crediticio, de esta manera buscan otro tipo de financiamiento contando con Startup Perú (programa implementado por el Ministerio de la Producción), aceleradoras, siendo las más conocidas Wayra y UTEC Ventures, fondos de inversión como inversores ángeles e inversionistas privados.

Debido a ello, las opciones de fuentes de financiamiento disponibles para contribuir con el crecimiento de las startups peruanas son muy limitadas, siendo el más popular el que brinda Startup Perú, comentario destacado por los emprendedores. Cuatro de ellos mencionan el papel de fondos nacionales; sin embargo, E1 (AmigoCloud) comenta acerca de las facilidades del financiamiento en otros contextos: "La gran diferencia es que como hay volumen, me refiero en *Silicon Valley*, hay volumen tan grande de inversionistas, tú puedes ir y hacer varias reuniones el mismo día. Cuando levantas capital tienes de 3 a 4 reuniones por día, por meses. Para levantar capital inicialmente tuve 183 o 187 reuniones con diferentes grupos. Una reunión puede ser un grupo de 30 personas, 187 de esas para levantar capital inicial que fue como de 890,000 dólares, 900,000 dólares, por ahí". Frente a este panorama, el E1 logró obtener financiamiento para el desarrollo de sus operaciones.

El E4 obtuvo financiamiento de Statup Chile, considerando que es un concurso super abierto y con mayor número de cupos, que significa mayor chance de ganar si la propuesta responde a una buena idea. Los emprendedores E1 y E4 tienen conocimiento de la oferta de financiamiento para las startups en otros ecosistemas del contexto mundial y la comparan con la oferta de financiamiento para las startups en el Perú.

Los emprendedores de la startups estudiadas tienen conocimiento de las fuentes de financiamiento universitarias, aceleradoras e incubadoras en Perú y las comparan con el ecosistema de otros países, según el E2:

“Sí hay inversionistas en el Perú, pero hay tipos de inversionistas. Los que invierten en la persona o los que invierten en el negocio. En cambio, una startup es algo riesgoso. Y esa es la mentalidad, que es bastante diferenciada entre Perú y, sin ir muy lejos, Chile, Colombia, -sin ir a EE.UU.- invierten en personas y eso es lo más importante...”.

Debido a ello, las startups en Perú sienten la necesidad de buscar acceso a otras fuentes, como startup Chile:

"Yo considero que hay tan pocas opciones en Lima, que no te queda otra; o sea, startup Chile que es un concurso súper abierto, ganan 80 por generación; tienes una buena chance de ganar si tienes una buena idea ... no es que sea difícil, no es que digan peruanos no. A nosotros si nos dio ese tiempo para experimentar, contratar gente, probar cosas y ver qué funcionaba y qué no funcionaba" (E4).

La opinión de los expertos respecto a la disponibilidad de oferta de financiamiento en el Perú para las startups es diversa y hasta contradictoria.

Un grupo, coincidiendo con las apreciaciones de los emprendedores del estudio señala que la oferta es limitada e insuficiente y tiende a incrementarse e incluso a flexibilizarse; comparada con otros ecosistemas más maduros es insuficiente, por ejemplo, Colombia que otorga directamente fondos, sin mediar competencia entre emprendedores, como lo establece su Ley de emprendimiento. Se demanda el rol del estado en la creación o incentivo de oportunidades de financiamiento.

En otra línea se opina que la oferta existe, sobre todo por parte del estado, inclusive existe en el ámbito internacional y su acceso es posible si el emprendedor tiene muy claro el proceso de emprendimiento basado en la innovación, se mantiene informado sobre las ofertas, muchas de las cuales se encuentran en otro idioma.

Otros opinan que la oferta está disponible pero no hay una adecuada preparación de las startups; que la oferta se dinamizará en la medida que haya demanda, por ejemplo, *Venture capital* tiene poca demanda en el país. Y, por último, se opina que en la oferta no hay productos para una startup que necesita un préstamo de alta cuantía.

Acerca de la oferta de financiamiento para las startups en el Perú, los expertos opinan:

"La presencia de inversionistas en redes de inversión promovidas por el gobierno [...] ha incrementado bastante en comparado con hace 5 años que no había casi nada, pero comparado con lo que se invierte en la región o con lo que se invierte en ecosistemas más maduros como Estados Unidos o Europa todavía hay bastante por recorrer" (Á. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

"Hay mucho más capital ahora que no había antes, tanto en fondos públicos como privados". (Á. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

“No existe suficiente oferta de financiamiento. Es evidente que hay que tener un enfoque más global pero las pocas oportunidades de financiamiento tienen que crearla el estado... el privado si no hay ganancias no lo va a hacer. El estado tiene un punto de vista que es una rentabilidad social, el estado tiene que garantizar el pleno empleo, y eso [la startup] pasa hoy por hoy como el autoempleo”. (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019)

“Si, [hay oferta] pero es insuficiente. En Colombia, que tiene liderazgo de emprendimiento, hay una ley de emprendimiento donde el estado mismo financia directamente a los innovadores y no los hace competir como en Perú [...]” (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

“Hay una oferta muy reducida... podría haber más en comparación con otros países, por ejemplo, el financiamiento de capital semilla aquí en el país es de 50 mil soles por año ... probablemente no alcanza...en otros países hay más, incluyen estadías, viajes...” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Es deficiente, tengo varios emprendedores que ganan concursos, pero eso no es suficiente ... optan en algunos casos por los préstamos... es una startup, pero al final tiene que irse por el medio de préstamo tradicional porque no tienen historial crediticio, pero tienen que generarlo si es que quieren un préstamo superior, entonces siempre vuelven a lo tradicional. El sistema financiero no está listo para ellos en el Perú”. (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Si ha habido fondos públicos, tal vez no a la misma escala que en otros países, como PRODUCE y todos esos programas que se han realizado... es un financiamiento que está emergiendo, tampoco es que haya 10,000 startups listas para obtener el financiamiento... el rol del estado está dinamizando ... comienza a dinamizarse el ecosistema como tal, comienza a haber incubadoras, aceleradoras, *angel investor*, se flexibiliza... hay muchos concursos, programas, incubadoras a nivel regional...el mercado financiero comienza a flexibilizar o a cambiar desde el campo privado” (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

“La oferta está bien, el tema está en que los emprendimientos que son de esa naturaleza con potencial de innovación tienen que estar especialmente alineados a eso [oferta]...” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

“No hay un déficit, hay una oferta muy interesante de parte de mecanismos del estado como Innóvate Perú ... y el acceso que tenemos gracias a la tecnología es que puedes

conseguir financiamiento desde cualquier parte del mundo”. (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Nosotros hemos ganado un financiamiento de CISCO para empezar con nuestro proyecto, tenemos como una base de 90 postulaciones [...] y hemos ganado unos cuantos ... y no es que no exista, hay un montón, lo importante es saber inglés para estar enterados de todo lo que pasa [...] estar atento” (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“Si no hay muchas personas que entiendan cómo es, qué se debe de hacer, un emprendimiento que persista y se base en innovación, tienes oferta, pero muy poca quien la consume... Tu tienes oferta cuando hay una demanda, ¿cuánta demanda hay? es muy poca, el ecosistema no se va a poder dinamizar si no hay una demanda de ese tipo de servicios, por ejemplo no hay Venture capital en Perú, o sea en gran escala, por el hecho de que no hay quien solicite empresas que tengan esa necesidad” (C. Coasaca, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

“El mercado financiero para startups ... recién está comenzando a evolucionar a dinamizar a cambiar; pero rápido porque ya se dieron cuenta ... como los grupos grandes comienzan a hacer startups propias... a apostar por ciertas ideas innovadoras y a invertir plata desde el grupo empresarial.” (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

2.2. Disponibilidad de información

Según el E1 “un error que cometen las startups en Perú es que porque piensan que son startups, dicen: ¡ah! tengo que ir a otros eventos de startups y es como un ciclo que acaba, entonces hay una conferencia de *Venture capital*, alguna conferencia de startups y van, y en verdad algo que he aprendido de más de una década haciendo esto... tú vas a conferencia de *Venture Capital* si vas a levantar capital sino es un desperdicio de tiempo...vas a una conferencia de startups, honestamente para aprender que existen esos instrumentos financieros y el proceso en sí, pero si ya las conoces es un desperdicio de tiempo porque las conferencias importantes para una startup, es dónde van a estar los clientes”. Este comentario refleja el conocimiento que se ha ido obteniendo a lo largo del crecimiento de su startup y de tomar prioridades para evitar un desperdicio de tiempo, como el de un mayor contacto con los clientes aprovechando las conferencias.

Los eventos de startup son importantes para informarse sobre dónde encontrar inversionistas, más que para informarse sobre los instrumentos financieros y el proceso para alcanzarlos.

El E1 indica que los emprendedores pueden prepararse para entender los instrumentos financieros y alistarse para las rondas de inversión. De igual forma, Gwendolyn Sánchez (comunicación personal, 23 de octubre, 2019) indica que no hay una suficiente preparación por parte de las startups para poder acceder a las fuentes de financiamiento, sin embargo, ella considera que existe suficiente oferta de financiamiento.

La información es accesible por todos los medios y la obtienen en cuanto se involucran en la actividad emprendedora, "... en internet, en todos lados, en todo el entorno, o sea los vas a conocer de todas maneras..." (E5). Entonces, los emprendedores pueden acceder a fuentes financieras a medida que se preparen y tengan una posición de búsqueda activa. Por otro lado, el ecosistema de inversión en startups ha ido madurando a partir de la presencia de programas como Startup Perú y aceleradoras regionales. Se observa la madurez en eventos según nos comenta Álvaro Echevarría: "en el último foro del PECAP se ha notado mayor presencia de inversionistas ... asimismo cada vez aumenta la presencia de personas interesadas en invertir en el Perú Venture Capital Conference" (comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

3. Elementos de decisión de uso de fuentes financieras

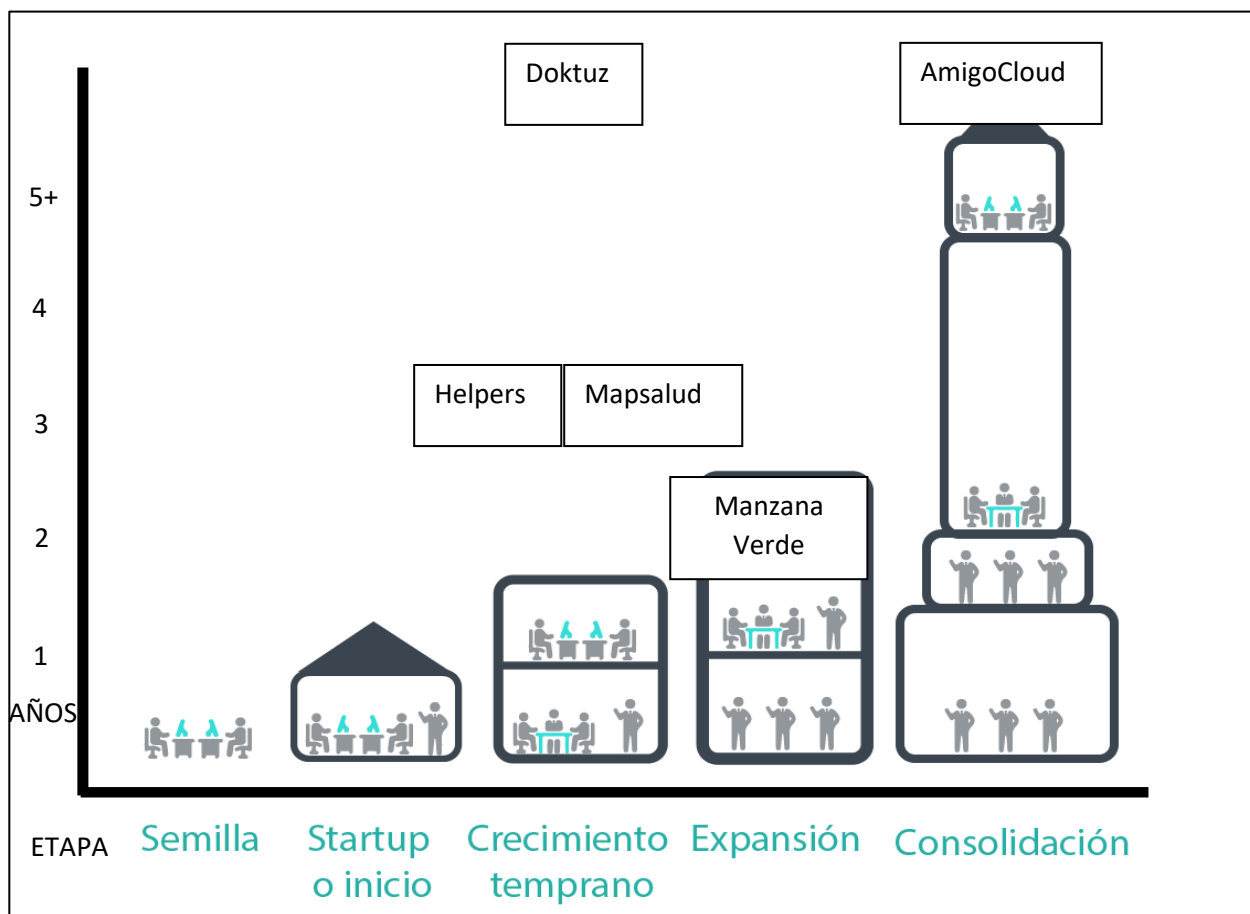
Las características de las empresas y de los emprendedores, así como la expectativa que tienen los emprendedores acerca de las fuentes financieras a utilizar contienen aspectos que contribuyen en la elección de las fuentes de financiación, por parte de los operadores de las startups estudiadas.

3.1. Características de la empresa

3.1.1. Etapa de vida y tiempo de permanencia en el mercado

Las startups han sido clasificadas según su nivel de crecimiento y el tiempo de antigüedad en el mercado, como se observa en la figura 4. Tres de las cinco se encuentran en etapa de crecimiento temprano (Helpers y Mapsalud, con aproximadamente 3 años de vida y Doktuz con 6 años). La startup Manzana Verde se encuentra en etapa de expansión con 2 años y AmigoCloud, en etapa de consolidación con 6 años en el mercado. Se observa que el tiempo de vida del negocio en el mercado probablemente sea independiente de su desarrollo o crecimiento.

Figura 4: Etapa de vida y tiempo de antigüedad de las startups en el mercado



3.1.2. Sector o rama de actividad de las startups

El presente cuadro detalla la descripción de cada startup entrevistada para esta investigación.

Tabla 7: Cuadro resumen de las startups

STARTUP	Código	Fundadores	Cargo	Descripción de startup	Sector o rama de actividad
Amigo Cloud	E1	Ragi Burhum	CEO y fundador	Plataforma de data geoespacial que permite recolectar, analizar, visualizar y publicar data	Tecnología geoespacial
Mapsalud	E5	Jorge Bado	CEO y fundador	App y web que permite a asegurados tengan acceso rápido a	Seguros médicos

STARTUP	Código	Fundadores	Cargo	Descripción de startup	Sector o rama de actividad
				información de sus pólizas, centros de salud y especialistas.	
Doktuz	E2	Alfonso Bedoya	CTO y cofundador	Servicio de atención médica a domicilio	Atención médica
Helpers	E4	Rodrigo Falla	COO y cofundador	plataforma digital de servicios técnicos a domicilio	Servicios técnicos
Manzana Verde	E3	Carlos Andrade	CEO y cofundador	Delivery de comida saludable	Alimentación saludable

3.1.3. Intangibilidad, equipo, mercado y ventaja competitiva de las startups

Tabla 9: Intangibilidad de activos, equipo de trabajo, mercado y ventaja competitiva de las startup

Variable	Características de la empresa			
	OE3V1S1: Intangibilidad de activos	OE3V1S2: Equipo de trabajo	OE3V1S5: Mercado (tracción, crecimiento, etc.)	OE3V1S6: ventaja competitiva
Amigo Cloud E1	"Todo lo que hacemos son intangibles y tecnología única ... netamente estamos creando un sistema que no existe, bigdata que se especialice en análisis geográficos".	"Estamos distribuidos, hay gente que está en Seattle, en San Francisco, aquí en Barranco, Los Ángeles, Chile, en Argentina, ahora estamos viendo en México, somos un equipo distribuido" "Todo el equipo inicial siempre han sido científicos en computación" "Mis primeros 7, 8 eran ciencia en computación, y ya cuando pensábamos en tener 13 o más,	"Eso para mí no existe, ese concepto es muy localizado y siempre lo critico bastante" " Como startup que ha estado compitiendo y vendiendo, yo tengo clientes en Australia, Alemania, Chile, Perú en la mayoría de EEUU, Canadá, Inglaterra, es uno aquí, otro aquí, en todas partes" "Yo no he decidido abrir un mercado en Australia, pero tengo gente que le estoy vendiendo en Australia, ellos mismos se han autoseleccionado" "Nuestros ingresos vayan aumentando en	"Mi ventaja competitiva es que se mucho mejor que cualquier de los vendedores de cualquier país cómo funciona ese sistema, cuáles son sus ventajas reales y cuáles son sus desventajas reales y se cómo es que tenemos que diseñar nuestro sistema en la nube para competir con ellos" "tu ventaja competitiva es tu equipo, sin eso no tienes nada, la tecnología hecha, no tienes nada, no tienes el equipo, se trata

Variable	Características de la empresa			
Sub categorías	OE3V1S1: Intangibilidad de activos	OE3V1S2: Equipo de trabajo	OE3V1S5: Mercado (tracción, crecimiento, etc.)	OE3V1S6: ventaja competitiva
		necesitábamos contratar en especialidades en otras áreas".	350% años tras año sin parar, entre 400 a 300, es bastante y es continuo" "Siempre en tecnología todo está cambiado todos los días".	entonces de vender netamente el equipo al inversionista".
Doktuz E2	"Hay muchas frustraciones de salud y una de ellas es tiempo de espera...información que se brinda al paciente, esa información es tuya y tú puedes acceder a ella en cualquier momento, que yo la dispongo para que tú la puedas utilizar".	"A mí me faltaba la parte médica y a Abraham le faltaba la parte tecnológica, en este proceso nos enamoramos entre comillas y en junio del 2016 comenzamos a trabajar juntos" "somos 123 colaboradores".	Partimos de un mercado B2C nuestro mercado hoy en día es B2B , antes era mucho más tecnológico , hoy en día es un poco más operativo con una infraestructura como la que vemos, nos hemos vuelto un poco más tradicional porque la salud es así, o sea el paciente quiere ver cosas tangibles sino no cree" "La empresa quiere tener un solo proveedor de salud, hoy en día estamos enfocados en salud ocupacional. La empresa quiere hablar con un solo proveedor en todo el Perú ... quiere que exista Doktuz en todo el Perú, quiere que Doktuz me de calidad, que trate bien a mis pacientes, a mis colaboradores en este caso, entonces como plan de expansión queremos seguir manteniendo la calidad, con mayor cobertura, pero al mismo precio".	"Número uno es la satisfacción de los pacientes, nosotros aplicamos a todos nuestros pacientes NPS, NPS es un staff de alta calificación mundial en el <i>promote score</i> , en EEUU, en el Perú no existe NPS en el sector salud, recién lo estaban comenzando a aplicar algunas empresas" "en EEUU el NPS en la industria de salud esta creo que en 20, el rango es de NPS -100 a 100 en salud en EE.UU. Apple está en 64 y nuestro NPS siempre lo hicimos, nunca ha bajado de 80. Ventaja número 2, hoy en día tenemos 2 sedes, en San Miguel, San Juan de Lurigancho y estamos abriendo una tercera sede en San Isidro" ". Tercera ventaja es innovación y tecnología".
Manzana verde E3	"Hay mucha tecnología logística y una de las ventajas es que tenemos mucha data de las personas, entonces esa data es muy útil para darle contenido de valor" "El	"Todas esas cosas generan retos que por eso es muy complicado, encontrar un socio ideal, lo ideal es que sean personas que tú conoces hace mucho tiempo".	"Claramente hay una tendencia hacia el tema saludable, es un mercado que está creciendo, es una tendencia, tú lo ves, porque cada vez hay más <i>deliverys</i> de temas saludables" "Las personas quieren más inmediatez quieren las cosas mucho más	"Mi ventaja es que nosotros no vendemos comida saludable en sí, sino vendemos comida más que nada personalizada, para esta entrega se toma en cuenta datos muy específicos de la persona. Entregar comida personalizada a gran escala es muy

Variable	Características de la empresa				
	Sub categorías	OE3V1S1: Intangibilidad de activos	OE3V1S2: Equipo de trabajo	OE3V1S5: Mercado (tracción, crecimiento, etc.)	OE3V1S6: ventaja competitiva
		fuerte es el modelo de negocio juntando		rápido, no te esperan mucho ... porque cada vez tienen menos tiempo, entonces las personas están	complicado. Implica una tecnología detrás muy fuerte y también toda la data que tenemos nos da
Manzana verde E3		el tema logístico de alimentación, asesoría nutricional, para hacer un producto completo y escalable".		incorporando en su ADN que pueden hacer más cosas en menos tiempo a través de la tecnología".	gran ventaja porque, en un año vamos a tener data de cómo ha ido evolucionando el peso de una persona durante un año, las recomendaciones y hábitos de vida que tiene, eso lo podemos usar para muchas cosas, para generar muchas más oportunidades de ventas".
Helperz E4		"Ninguna de las que ha salido lo ha hecho bien tecnológicamente, incluyéndonos, pero lo que nosotros hemos hecho bien es ir por la parte de negocios y encontrar este servicio, o sea lo sumas y hallamos rentabilidad"l	. "Yo soy como que el mejor amigo de los Helpers" "Somos dos y 5 técnicos a tiempo completo".	"No irnos por el B2C, sino de la mano con Sodimac quizás u otro aliado comercial que tengamos, y estar ahí, tener una operación andando y empezar a tener igual. Tener equipo tecnológico propio, desarrollar cosas nuevas todos los días, nuevos productos, mejoras".	"La visión del mercado que hemos tenido, no solo para atender al público sino también para atender empresas, y darnos cuenta de que hay una falta ahí también, en las empresas".
MapSalud E5		"Somos muy buenos procesando data masiva, aplicamos algoritmos para enlazar todo" "Puedo tener la computadora más barata y otra startup la más cara, pero quien la maneja es la diferencia".	"Lo importante es armar un buen equipo que sume ... gente que se complementen en distintas áreas " "...así fue creciendo el equipo, somos entre 15 y 20" "Mi equipo de TI es fuerte en general".	En estos par de años, año y medio que hemos sido B2B, ahora estamos buscando B2C porque ese es el proyecto que estamos con Startup Perú" "el mercado peruano está creciendo, están habiendo más compras digitales".	"Somos los únicos que configuramos e interpretamos los seguros de salud, por ahí las mismas aseguradoras, pero interpretamos todas las asegurados y todo el público, creo que procesamos la data mejor que varias".

Las características de las startups estudiadas que han determinado el uso de las diferentes fuentes de financiación son las siguientes:

3.1.4. Intangibilidad de activos:

La innovación y tecnología muestran un papel importante en el desarrollo y crecimiento de las startups estudiadas, ya que, para cuatro de las cinco, el procesamiento de data masiva y bigdatas, son el intangible más importante. Tal como lo menciona el E1:

“Todo lo que hacemos son intangibles y tecnología única, nosotros netamente estamos creando un sistema que no existe, entonces tenemos para crear ubicación geográfica, bigdata que se especialice en análisis geográficos, ese tipo de tecnología no existe, entonces tienen que crear tus propios índices, tus propias maneras de cómo grabas esos datos en un disco, como los accesos, como los renderizas, como los visualizas, cómo mantienes cambios, cómo te fijas que están online, o sea todo es reutilizar un montón de componentes y modificarlos y extenderlos para el caso de uso de nosotros, o sea, nosotros no estamos vendiendo un CRM, no estamos vendiendo polos o que se yo, estamos haciendo software que no existe”

Los expertos, en base a su experiencia en el ecosistema de startups, aseguran que:

“Como startup, sí definitivamente, lo que va a marcar la barrera de entrada a un competidor es la innovación y tecnología. Se está fomentando que haya mayor innovación y tecnología en los proyectos que se generan. En los rankings estamos bien respecto al capital emprendedor, pero en el capital tecnológico todavía hay bastante que hacer”. (A. Echevarría, comunicación personal, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

“La innovación porque te va a dar espacios en el mercado, innovar va si lo resumimos, a encontrar nuevas formas de solucionar un problema. Si un emprendedor de startup encuentra una forma de solucionar un problema, prácticamente podemos decir tiene un mercado que lo va a atender. Esa es la importancia de la innovación, mientras no innoves lo único que te queda es copiar. En cuanto la tecnología, nos encontramos en la era del conocimiento, información, las tecnologías, cada 6 meses cambian los celulares y las formas de comunicarse y vender” (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

Apoyando la importancia de la innovación y la tecnología en las startups, el experto Cesar Coasaca (comunicación personal, 21 de octubre, 2019), cofounder de Inventum, comenta que:

“Son dos cosas distintas, innovación y tecnología, tú puedes tener innovación teniendo un restaurante, un restaurante en una esquina, este es un ejemplo que te cito de un libro, es el *inside real innovation* y es del MIT, te dice puedes estar en innovación desde una dueña de un restaurante que simplemente acomoda las mesas para que la gente entre mejor y eso es innovación y así logras un mejor flujo de personas, mayor flujo de ingresos. No estas inventando la pólvora, pero si es innovación, no estas usando tecnología son las mismas mesas. El uso de tecnología es otra cosa, las oportunidades que están dando gracias a las nuevas tecnologías, a la cuarta revolución industrial hacen que el mundo esté más conectado, que te puedan conocer aquí y en todas partes del mundo. O sea, tú puedes llevar ese mensaje que tienes rápidamente a varias personas, y además puedes usar esa tecnología para crear valor de formas completamente distintas, al final es creación de valor, creación y captura de valor. No es que la innovación y la tecnología sean inseparables. O sea, puedes tener un negocio que rente mucho, que sea muy innovador pero que use muy poca tecnología, o puedes tener un negocio que tenga mucha tecnología con un grado muy pequeño de innovación y que también sea rentable; no son dependientes”

Sin embargo, los expertos indican que “una startup no tiene que estar relacionada a tecnología necesariamente, no principalmente. Es una herramienta que se usa, o sea es considerada pero igual depende de la idea. Si la tecnología le aporta valor, sino no” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019). “Si bien las startups están asociadas al tema tecnológico, tienen que ver más con que la propuesta sea realmente innovadora y crear un diferencial realmente en el mercado” (G. Sánchez, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

Por otro lado, para dos de las cinco startups, la data e información que se tenga del cliente son puntos relevantes; sin embargo, el modelo de negocio también juega un papel importante según el E3:

“Su fuerte de innovación es el modelo de negocio, pues si bien el *delivery* del almuerzo es un problema, el juntar el tema logístico de alimentación, asesoría nutricional y así hacer un producto completo para que sea escalable, todo eso hacerlo a través de un modelo de negocio, eso es lo que hace diferente a Manzana Verde, el poder crear un modelo con un producto personalizado y a la vez escalable”

E4 comenta que ellos priorizaron la parte de negocios para generar rentabilidad, ya que la tecnología y manejar grandes datas no eran su intangible más fuerte.

Por el lado de los expertos, Cesar Coasaca (comunicación personal, 21 de octubre, 2019), cofounder de Inventum, considera que: “un factor muy influyente para el uso de determinadas fuentes de financiamiento es el modelo de negocio porque creas y capturas valor”.

El docente Daniel Mc Bride (comunicación personal, 17 de octubre, 2019) mencionó:

“Hay varias propuestas, cada una tiene características de modelo de negocio diferentes, hay algunas que no lo saben comunicar ni siquiera tienen el tema claro, hay otros que lo tienen muy claro, pero pueden ser insostenibles en el tiempo, o sea su grupo de startup no es muy diferencial. Cuando dices modelo de negocio generalmente analizas 4 cosas: clientes y el tamaño de mercado, cuántos clientes se puede llegar la propuesta de valor para estos clientes y demostrar esa deseabilidad y comprar lo que quiere comprar, la diferenciación de esta propuesta de valor y la otra parte de atrás tienen que ver, el equipo que hay detrás, los socios que hay detrás, los intangibles que hay detrás, que puedan hacer que eso que está haciendo acá sea real y sostenible en el tiempo”

Como menciona el entrevistado, es importante identificar y saber comunicar el modelo de negocio de una startup. “Para mí el 50% es el modelo, saber con quién te vas a aliar, cuál es tu estructura de costos, tus gastos, cuáles son las actividades que no debes dejar de hacer, el segmento al que te diriges y el canal que vas a utilizar” (B. Bambege, comunicación personal, 17 de octubre, 2019). “Es súper importante saber cómo van a generar ingresos” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

El modelo de negocio es muy valorado por los entrevistados, según Gwendolyn Sánchez (comunicación personal, 23 de octubre, 2019), coordinadora del CIDE:

“La propuesta de valor, el público al que vas a apuntar, porque si hay público y no hay propuesta de valor no tienes nada, o sea el público lo puedes conseguir, pero si tú no tienes claro qué es lo que vas a ofrecer y cómo lo vas a ofrecer, no tienes nada. Las fuentes de ingreso te van a determinar el mercado, los aliados te van a determinar tu propuesta de valor porque de ahí pueden salir los recursos, los canales dependen a donde te vas a dirigir, cómo lo vas a mantener en contacto con este segmento de mercado de tal manera que siempre esté enamorado de ti, como empresa me refiero, cómo vas a obtener tus costos con los recursos que tienes. Para mí lo más importante son estos dos factores, claro que todo el modelo es importante en si, pero si tú tienes claro a quien vas a atender y tienes claro lo que vas a ofrecer, ya tienes por lo menos el 80% de tu modelo de negocio definido.”

3.1.5. Equipo de trabajo

Otro elemento importante es el equipo de trabajo de una startup, Todas las startups entrevistadas tienen preferencia por armar un equipo de trabajo conformado por miembros que cuenten con diferentes habilidades y de esta manera, logren complementarse en las distintas áreas que requiera su negocio. Esto lo complementa el E5 al decir que: “Lo importante de una startup es armar un buen equipo, un equipo que sume porque si van armar una empresa tres amigos que son excelentes profesionales, pero los tres son ingenieros industriales no se pueden complementar mucho lamentablemente”.

El número de integrantes en promedio de cada equipo de trabajo se encuentra entre 5 a 25 personas, sin embargo, Doktuz cuenta con 123 integrantes repartidos en gerencias: la gerencia general, gerente de operaciones, comercial, administrativo, TI, RH, Calidad y Experiencia del Paciente. Es importante mencionar que AmigoCloud es el único startup que cuenta con un equipo distribuido, parte de este se encuentra “en Seattle, San Francisco, Lima, Los Angeles, Chile y Argentina”. AmigoCloud no cuenta con una sede física, por tanto, sus trabajadores pueden desempeñarse desde *coworkings* o desde sus casas, sin exigir requerimientos para trabajar de ciertas maneras

De las entrevistas a expertos se obtuvo:

“El equipo es lo más importante de la evaluación, un 35% o 40% podría ser lo que determine la evaluación de una startup. Lo que más valoran es que tengan dedicación, que hayan tenido tracción con la startup. Que hayan conseguido hitos porque siempre nos preguntamos cuáles son los mindset que han hecho en tracción de usuarios, tracción ventas con qué clientes trabajan, qué tan rápido están creciendo. Eso es algo que siempre se está tomando para medir la startup” (A. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

“La asesoría es importante para pivotar, y hacer que tu producto tenga mayor margen de ganancia. Para llegar a eso tienes que tener un buen equipo. La ventaja competitiva debe ser el equipo. En el primer nivel de inversión te importa el equipo. Al segundo, te importan solo los números” (E. Romero, comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

De igual manera, Braggi Bamberger (comunicación personal, 17 de octubre, 2019), gerente de Finance Consult, resaltó la importancia de un equipo de trabajo comprometido y complementario:

“Se espera que el equipo sea complementario, que tengan habilidades y conocimientos complementarios. Hay personas que no son buenos vendiendo, otros no son buenos

buscando documentos, tu equipo debe ser complementario, holístico. Deben tener habilidades complementarias, esa es la manera de asociarse”.

De igual manera, Katherine Huacamayta (comunicación personal, 21 de octubre, 2019), miembro del CIDE, menciona que “el equipo debe ser comprometido, constante, primero el equipo y después la idea”.

Gwendolyn Sanchez, coordinadora del CIDE, destaca que:

“Los emprendedores tal vez los peruanos específicamente, quieren resultados rápidos , entonces dicen ya me dieron el dinero, soy millonario entonces que se haga solo no y ya , pero el que realmente es consciente va a apostar y va a seguir como ya tiene el financiamiento van a querer que se haga realidad todo lo que ellos han esperado pero al mismo tiempo creo yo que al no saber manejar tantos fondos también puede nublarlos un poco y de ahí viene mucho el acompañamiento del inversionista y de repente la incubadora o la aceleradora que esté con ellos” (comunicación personal , 23 de octubre, 2019).

3.1.6.Mercado

Así mismo, es importante mencionar acerca del mercado en el cual se presentan y cuáles son las tendencias de crecimiento. Para una de todas las startups entrevistadas la búsqueda de un modelo tradicional, de un B2C a un B2B, es el que le permite un mejor acercamiento con sus clientes:

“Partimos de un mercado B2C, nuestro mercado hoy en día es B2B , antes era mucho más tecnológico, hoy en día es un poco más operativo con una infraestructura como la que vemos, nos hemos vuelto un poco más tradicional porque la salud es así, no es tan soft como la puede ser un Instagram o un Snapchat, Facebook, o sea el paciente quiere ver cosas tangibles sino no cree, entonces hemos ido cambiado el proceso“ (E2).

Sin embargo, cuatro startups están en búsqueda de un modelo B2C el cual, según su modelo de negocio les permitirá un mayor crecimiento.

“La importancia del avance tecnológico y el cambio constante del mercado es sumamente valorado por todos los entrevistados: “El mercado está avanzando en la parte de digitalizarse, de digitalizar documentos, está avanzando bastante en las aseguradoras sobre todo y en sí, el mercado peruano está creciendo, están habiendo más compras digitales” (E5).

“El mercado siempre para aumentando, si tú miras los tamaños del mercado cuando nosotros empezamos eran de 7 mil, 8 mil millones de dólares y ahora está en 16 mil

millones de dólares, en el área de *location services*, básicamente, no solo netamente estamos buscando información geográfica sino también los servicios alrededor del sistema de información geográfica” (E2).

Existe una clara visión de expansión internacional por parte de una de las cinco startups, Esta es AmigoCloud, pues “ha estado compitiendo y vendiendo globalmente, cuenta con una cartera de clientes en Australia, Alemania, Chile, Perú, en la mayoría de EEUU, Canadá, Inglaterra, es uno aquí, otro aquí, en todas partes”. Por otro lado, tenemos a Helpers con intenciones de expandirse dentro del Perú: “Este año lo que queremos hacer es llegar a dos ciudades de Perú, de todas maneras, queremos estar en otras, por lo menos, 3 ciudades más que serían principalmente Chiclayo, Trujillo y si se puede Piura” (E4

Además, se sabe que Manzana Verde está en planes de expansión:

“Este año queremos cerrar con más de mil ochocientos usuarios activos, y eso sería un buen hito para empezar el próximo año el tema de la internacionalización hacia México, en México igual, la meta es posicionarnos en México y cerrar el año con más de mil usuarios activos” (E3).

Ante esta visión de expansión internacional, los expertos señalan que el nivel de inserción de las startups peruanas en el financiamiento a nivel internacional es muy bajo:

“Todavía hay pocos casos. El PECAP hace reportes en cada cuárter y hay casos que se han generado con fondos nacionales o fondos extranjeros a través de aceleradoras, rondas de inversión o programas de aceleración, pero son pocos. Perú todavía no tiene un unicornio que es como Rappi, por ejemplo, que ya tiene ese valor en el mercado. Eso hace que se genere mayores inversiones. En el foro último de PECAP hemos visto la mayor presencia de inversionistas [...] antes no se veían tantas personas en estos foros buscando startups donde invertir” (A. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

“Es muy bajo, porque no existe un concepto unificado de innovación en todo el ecosistema [...] para tener una empresa tienes que saber qué cosa es innovación y qué es llegar al mercado, vender, tener éxito y eso requiere un proceso, muchas personas no conocen ese proceso. Estamos muy en pañales porque muchos de los que postulan a innóvate Perú son académicos y el hecho de estar del lado de lo académico, de la investigación, investigación no es innovación son dos procesos completamente distintos y hay mucha confusión en eso” (C. Coasaca, comunicación personal 21 de octubre, 2019).

3.1.7. Ventaja competitiva

Se destaca también el tema de la existencia de ventaja competitiva pues los emprendedores deben enfrentar retos buscando ser los únicos o los primeros en el mercado con una nueva idea de negocio: el vender comida personalizada, una excelente tracción de mercado, implementación de una ISO, procesamiento de data, priorizar la satisfacción de clientes:

“Mi ventaja competitiva es que sé mucho mejor que cualquiera de los vendedores de cualquier otro país cómo funciona este sistema, cuáles son sus ventajas reales y cuáles son sus desventajas reales y se cómo es que tenemos que diseñar nuestro sistema en la nube para competir con ellos” (E1).

Con los resultados obtenidos, cuatro de las cinco startups entrevistadas requieren y han desarrollado habilidades tecnológicas, que las ha ayudado a ser las mejores en su mercado. Como se sabe una característica esencial de las startups es la innovación y según Ries (2012) no necesariamente innovan la dimensión del producto, sino que utilizan otros tipos de innovación: reutilizan una tecnología existente para un nuevo uso, idean un nuevo modelo de negocio que desbloquee el valor que antes se ocultaba o incluso simplemente ofrecen un producto o servicio a una nueva ubicación o a un conjunto de clientes previamente desatendidos. En todos estos casos, la innovación está en el corazón del éxito de la compañía.

El experto Alvaro Echevarria (comunicación personal, 18 de octubre, 2019), cofounder de 1551, concuerda con que la tecnología se está actualizando, y que esto es un paso adelante, obviamente detrás de esa tecnología tiene que haber un equipo tecnológico que ayude a poder generar el siguiente salto sin tercerizar la tecnología. Y es que según Cesar Coasaca, miembro de Inventum, además de las habilidades tecnológicas es importante mencionar que:

“La gestión de cambios de organizaciones grandes es algo muy difícil, a diferencia de una empresa muy pequeña que es mucho más fácil porque tomas una decisión y todas se pueden alinear rápidamente. Esta principal diferencia de poder cambiar rápidamente es una de las ventajas competitivas frente a una empresa grande, además esto es lo que te permite generar disrupción en el mercado [...] las empresas grandes con las que tú te estas metiendo van a ser más lentas en reaccionar, en cambio tú como pequeña vas a hacerlo más rápido para ganar un cuota de mercado importante generando valor rapidamente a diferencia de una empresa grande” (comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

El equipo de trabajo en una startup es un elemento básico, todos los emprendedores entrevistados concuerdan en la importancia del rol de cada uno de sus integrantes para lograr un trabajo eficiente y diferenciador. “Lo importante de una startup es armar un buen equipo, un

equipo que sume, tiene que ser gente que se complemente en distintas áreas para que de verdad se complementen” (E5). Los expertos concuerdan con la relevancia del equipo de trabajo para el crecimiento de una startup, ya que los inversionistas

“buscan algo único, con un equipo comprometido y que sepan diferenciarse tanto en el mercado, porque se dice que los negocios son siempre copiables, entonces tienen que tener ventajas, no que no sea copiable, sino que se tarden en copiarlos, porque si otros los copian, ustedes como equipo eficiente, podrán cambiar la estrategia, eso es lo importante” (K. Huacamayta, comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

Adicionalmente, Gwendolyn Sánchez menciona que:

“la ventaja competitiva de una startup para levantar financiamiento, pues más que la startup, lo que manda es el equipo, primero el emprendedor, segundo el emprendedor y tercero el emprendedor. Sin eso no hay financiamiento. La idea puede ser fabulosa, pero si no hay un equipo detrás que la empuje, que lo ejecute, por más millones que tengas en esa idea, no va a funcionar” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

Ries (2012), señala que “...una startup es ... diseñada para ofrecer un nuevo producto o servicio bajo condiciones de incertidumbre extrema” (p.1). Y es que los emprendedores crean intangibles y tecnología única, especializándose en lo que su startup se refiere resaltando en su mercado y creando un producto escalable. Sabemos que la búsqueda de un crecimiento rápido o escalabilidad es un rasgo distintivo de una startup, lo que significa que “puede lograr que los ingresos crezcan a un ritmo muy superior al que crece la suma de costos fijos y variables” (Montoya, 2016, p. 4).

Según USIL Business School (2017), las startups están interesadas en dar a conocer su idea y darle valor, demostrar la capacidad de su crecimiento potencial, de modo que puedan llamar la atención de inversores o de grandes empresas (con mayor capital) que se animen a comprarla en parte o en su totalidad y continúen desarrollándola. Si bien hay emprendedores enfocados en un modelo de negocio BSC y otros en un modelo más tradicional como el BSB, todos concuerdan en que el mercado peruano está creciendo y adaptándose a la tecnología que cambia constantemente además de hacerse muchas más compras digitales. "Las personas quieren más inmediatez quiere las cosas mucho más rápido, no te esperan mucho, ya no son más pacientes, es porque cada vez tienen menos tiempo, entonces las personas están incorporando en su ADN que pueden hacer más cosas en menos tiempo a través de la tecnología” (E3)

“El acceso a mercados, se relaciona con los mecanismos que permiten a los empresarios llegar a más y mejores clientes, y se refiere a la manera cómo se crean oportunidades de negocio

con alcance global” (Flórez, 2018, p. 18). El E1 hace énfasis al mercado global como la cita lo indica que va acorde a la definición de Florez.

Cada emprendedor entrevistado posee una ventaja competitiva relacionada al mercado al que se exponen, sin embargo, coinciden en que "una ventaja competitiva debe ser un poco más radical que la otra” E1. Esto va de la mano con lo dicho por Cressy (2006) quien considera que el interés de los inversionistas de startups son las empresas de crecimiento potencialmente rápido, que cuenten con un gran potencial de mercado y una ventaja competitiva sostenible. Es por esto que los emprendedores se esfuerzan en lograr tal ventaja competitiva sostenible buscando ser los únicos o los primeros en el mercado con una nueva idea de negocio: el vender comida personalizada, una excelente tracción de mercado, implementación de una ISO, procesamiento de data, priorizar la satisfacción de clientes

3.2. Características de los emprendedores de las startups

En base a los resultados obtenidos por las entrevistas en profundidad se ha detectado las características de los emprendedores que han hecho uso de diversas fuentes de financiamiento para sus startups.

Tabla 10: Características de los emprendedores de las startups

Variables	Características de los emprendedores			
	OE3V2S2: factor x	OE3V2S3: derechos de propiedad intelectual	OE3V2S6: desconfianza compartir propiedad	OE3V2S7: divulgar información del proyecto
Amigo Cloud E 1	"AmigoCloud es mi segundo emprendimiento después de que tuve una salida, se trata de un sistema de información geográfico en la nube, que se concentra en dos cosas, sistema de formación geográfica, o sea, mapas, la gente normalmente compara mapas con <i>Google maps</i> , que es lo que más conocen pero no saben de que, un montón de instituciones que utilizan mapas por	"Nosotros tenemos full documentos que firmamos cuando estamos trabajando en AmigoCloud y la compañía de abogados tienen documentos para startups, tenemos <i>MBAs</i> , que se firman, asignación, propiedad intelectual, todos los documentos standard se deben tener cuando se trabajan este tipo de cosas, todos firmados en documentos en	"No hay nada que opinar, simplemente existen estructuras que ya existen para dar <i>equity</i> , para recibir <i>equity</i> , para documentos de financiamiento, de instrumentos de financiamiento estándares, levantar capital de diferentes modos, si es en deuda, si es en <i>equity</i> , si es en notas convertibles, entonces ya existen estas	"Es una contribución que se le está dando al ecosistema en sí, cuando el ecosistema está demasiado verde. Yo creo, en ir regresar y contribuir con ese tipo de cosas, pero yo no gano en esa situación, porque solo estas compartiendo, es una manera de devolver ese conocimiento a la sociedad; pero como estrategia para la startup sería un engaño decirte que es así. Por eso en contraste, por ejemplo, unos de los primeros clientes que conseguí, fue cuando hice una conferencia en <i>Paycontact</i> , de cómo

Variables	Características de los emprendedores			
Sub categorías	OE3V2S2: factor x	OE3V2S3: derechos de propiedad intelectual	OE3V2S6: desconfianza compartir propiedad	OE3V2S7: divulgar información del proyecto
	varias cosas, en comunicaciones utilizan mapas para saber dónde está su infraestructura, donde ponen su fibra óptica, las ciudades utilizan mapas para mantener el número de parcelas en su catastro y saber cuánto tienen que cobrar en rentas".	EEUU, digamos que ahí se toma más en serio la propiedad intelectual no existen lugares como "Wilson".	cosas, no hay nada que opinar, se trata de elegir la herramienta adecuada en lo que uno quiere hacer".	hacer en real time sistemas de información geográfica... no estaba hablando exactamente de lo que estaba haciendo, pero... te posicionas como un líder en el área de tu industria y eso definitivamente te trae clientes... creo en eso, es una manera orgánica de conseguir clientes".
Doktuz E2	"Doktuz comenzó en el año 2009 cuando Abraham que es uno de mis socios tuvo un problema con su papa, él es médico, a su papa le detectaron un cáncer en la vejiga. Abraham estaba en Brasil y el papá en Perú, y el siendo medico quiso buscar al mejor oncólogo dentro de sus redes" "Doktuz nace por una frustración personal de Abraham en querer buscar profesionales de la salud y no hay un lugar donde uno pueda encontrar un médico rápidamente, referencias de si han hecho bien las cosas o mal las cosas, para poder acudir a él de una manera rápida y ver si tiene seguro o no tiene seguro".	"Tenemos registro de marketing en INDECOPI, en el Perú existe una modalidad que se llama derechos de autor para proteger el software, pero no te sirve de nada" "Todos los libros son pirateados en el Perú y no pasa nada".	"Nosotros no somos cerrados...en ese sentido siempre estamos en la búsqueda constante de capital, hemos tenido inversión de ángeles, de Wayra, Startup Perú, tenemos en el <i>board</i> unos inversionistas, nosotros creemos que mientras más personas seamos, va a ser más diverso el equipo y, por ende, esto va a crecer más y va a ser más enriquecedor".	"Pero aún falta hacernos conocidos, si ahorita agarramos a 10 personas en la calle les preguntamos si conocen Doktuz lo más probable es que ninguno te responda que conozca Doktuz"

Variables	Características de los emprendedores			
	OE3V2S2: factor x	OE3V2S3: derechos de propiedad intelectual	OE3V2S6: desconfianza compartir propiedad	OE3V2S7: divulgar información del proyecto
Manzana Verde E3	<p>“Manzana Verde empezó hace más de dos años. Para empezar, yo no vengo del mundo digital, yo soy ingeniero industrial y Larissa es la auditora financiera, entonces nosotros empezamos manzana verde como un emprendimiento tradicional, queríamos hacer un <i>delivery</i> de comida saludable pero que tenga un valor diferencial a los demás, porque no teníamos el <i>background</i> digital”.</p>	<p>"Ahora mismo, no. pero estamos trabajando en ello" "La marca si está registrada en INDECOPI y el nombre también".</p>	<p>“Ceder un porcentaje de la empresa con el fin de obtener financiamiento, me parece muy válido porque hay muchos modelos de negocio que, en sus primeras etapas, necesitan quemar mucho dinero, entonces para mantener niveles de crecimiento muy buenos que a veces el éxito depende de eso”.</p>	<p>“Realmente no lo hago, me invitan a charlas especialmente en la universidad de Piura, yo soy egresado de ahí, fui parte de la primera incubadora de la universidad de Piura, pero no lo hago tan activamente por falta de tiempo, pero si participo cada vez que me llaman”.</p>
Helpers E4	<p>mejoramiento y reparación. Abarcar las categorías de siempre: albañilería, gasfitería, cerrajería, electricidad, instalaciones, etc.”.</p>	<p>Tenemos registrado en INDECOPI nuestra marca, nuestro lema, nuestro logo, nuestro isotipo, así que nadie podría venir y copiar Helpers. No tenemos ninguna patente en temas de cosas tecnológicas, de productos tecnológicos”.</p>	<p>“Estamos súper de acuerdo con hacer eso. Si ellos quieren invertir la idea es que tú consigas inversionistas que valgan la pena. No inversionista que te meta plata y luego está esperando que tú le devuelvas la llamada en dos años diciéndole ya está tu utilidad”.</p>	<p>“startup Chile te lo pide...tuve que dar charlas en universidades, no había dado charlas nunca sobre cómo era emprender... tenía que darlas, como que un <i>giftback</i> a la comunidad... es importante hablar con las personas que les interesa, les gusta el ecosistema emprendedor, las startups, la tecnología, no hay mucho acá como para leer... Entonces siempre que haya la oportunidad de hablar de Helpers, de la idea y cómo nació, y cómo ha sido todo este camino, considero que es importante hacerlo”.</p>

Variables	Características de los emprendedores			
Sub categorías	OE3V2S2: factor x	OE3V2S3: derechos de propiedad intelectual	OE3V2S6: desconfianza compartir propiedad	OE3V2S7: divulgar información del proyecto
Mapsalud E5	"Yo trabajé como 10 años en diseño corporativo, siempre en el rubro de salud y asegurador del lado de estadística médica. Llegué a calificar planes, para sacar una buena tarifa de un plan y que la aseguradora no incurra en pérdidas. He trabajado bastante en seguros y combino las cosas en las que soy bueno. Soy experto procesando data y ahora estoy trabajando la data del rubro en el cual yo me formé".	"El único mecanismo de protección es INDECOPI, que tú te hayas registrado en INDECOPI no te suma nada, es más te lo pueden copiar igual" "Lo que asegura una posible inversión es que tengas un producto escalable y que hagas rentabilidad de tu producto o servicio". "no hay que tenerle miedo a la competencia, si te copian es porque estás haciendo las cosas bien, a la larga al menos lo intentan".	"Si va a invertir, no tengo ningún problema en darle algo de la empresa, si está poniendo su plata en la empresa".	"Si me han invitado a charlas hace mes y medio, que invitaron al <i>insurance day</i> el año pasado, que fue en el <i>Westin</i> , este año igual va a haber, no sé si seré ponente, asistente tal vez".

3.2.1. Factor x:

El factor x se refiere a ese “algo” que diferencia a cada uno de los emprendedores entrevistados y a cuáles fueron las características o cualidades indefinibles que poseen para lograr el éxito de sus startups.

Por un lado, dos de ellos poseen experiencia previa en el proceso de construcción de una startup, además del área en el cual se desempeñan; pero, por otro lado, se presentan tres casos particulares. El emprendedor E1 y E5 son los que cuentan con experiencia previa en el mercado. El E1 de la startup AmigoCloud ya contaba con experiencia previa en el desarrollo de una startup:

“AmigoCloud es mi segundo emprendimiento después de que tuve una salida con un emprendimiento, se trata de un sistema de información geográfico en la nube, que se concentra en dos cosas, sistema de formación geográfica, o sea, mapas, la gente normalmente compara mapas con Google maps, que es lo que más conocen pero no saben que un montón de instituciones que utilizan mapas por varias cosas, en comunicaciones utilizan mapas para saber dónde está su infraestructura, dónde ponen su fibra óptica; las

ciudades utilizan mapas para mantener el número de parcelas en su catastro y saber cuánto tienen que cobrar en rentas”

El E5 de Mapsalud contaba con conocimientos previos en el rubro al cual se dirige su startup:

“Bueno yo trabajé como 10 años siempre en diseño corporativo, siempre en el rubro de salud y asegurador, siempre del lado de estadística médica; llegué a calificar planes para sacar una buena tarifa de un plan y que la aseguradora no incurra en pérdidas, tienes que evaluar y cotizar todos los componentes que tiene un plan a la perfección, todo lo que contiene un plan, me di cuenta que los empleados de las aseguradoras ni los pro conocían lo que contiene un plan; por lo general la gente no lo lee, de ahí salió la idea que es un problema: "yo creo que es un factor súper clave. He trabajado bastante en seguros y combino las cosas en las que soy bueno. Soy experto procesando data y ahora estoy trabajando la data del rubro en el cual yo me formé”

Por otro lado, el E3 de Manzana Verde es un ingeniero Industrial quien terminó desarrollándose en el campo tecnológico, mientras que el emprendedor de Doktuz se inició con un problema de mercado:

“Doktuz comenzó en el año 2009 cuando Abraham que es uno de mis socios tuvo un problema con su papá, él es médico, a su papá le detectaron un cáncer en la vejiga, y él estaba en Brasil, o sea Abraham está en Brasil y el papá estaba en Perú y en ese proceso tenía esta comunicación con su papá para ver qué es lo que pasaba. Venía a veces a Perú desde Brasil, y en una de ellas le dijeron a su papá que se tenía que reunir con un médico para que lo pudiera ayudar un oncólogo, y él siendo médico quiso buscar al mejor oncólogo dentro de sus redes, cuando él tiene ese problema se da cuenta que, para él, siendo médico, era un problema encontrar médicos. Imagínate si el no fuera médico y fuese una persona de bajos recursos y le puedan diagnosticar el mismo problema a una persona como él o como ella, como cualquier ser humano debe ser más complicado. Entonces dijo acá hay un problema y aquí es donde nació la idea de poder transformar " en resumen Doktuz nace por una frustración personal de Abraham en querer buscar profesionales de la salud y que .3021no hay un lugar donde uno pueda encontrar un médico rápidamente, referencias de si han hecho bien las cosas o mal las cosas, para poder acudir a el de una manera rápida y ver si tiene seguro o no tiene seguro”.

Por último, está el caso del E4 de la startup Helpers, quienes por intuición introdujeron su idea de mercado:

“Testeamos ahí nomás, si existía algo parecido en EE. UU. y sí existía, se llama Handy. Entonces lo vimos y dijimos, eso debería existir acá. Una plataforma que te conecte con todo lo que sea *handywork* en tu casa: hacer instalaciones, mejoramiento y reparación. Abarcar las categorías de siempre: albañilería, gasfitería, cerrajería, electricidad, instalaciones, etc. Entonces dijimos hay que hacerlo”

Acerca de la experiencia previa, los expertos mencionan:

“Definitivamente qué han hecho antes, qué experiencia tienen, qué dedicación tienen y qué complementariedad hay en el equipo son factores relevantes. En Perú y Latinoamérica valoran a alguien que ha sido exitoso, pero viéndolo más allá, valoran el fracaso también. Casi nadie podría decir que a la primera le ha ido bien y con eso ha salido adelante. Hay una estadística que dice que los emprendimientos exitosos están entre 35 y 40 años. Esa experiencia se gana haciendo las cosas” (A. Echevarría, 18 de octubre, 2019).

3.2.2. Propiedad Intelectual

Es relevante mencionar la importancia de contar con un mecanismo de protección a la propiedad intelectual que, sin embargo, para una startup, esto tiene mayor solidez fuera del Perú:

“Nosotros tenemos full documentos que firmamos cuando estamos trabajando en AmigoCloud, fuimos con la compañía de abogados, la compañía de abogados tienen documentos de startups para startups, por esto contamos tenemos NDAs, que se firman, tenemos asignación, propiedad intelectual, todos los documentos standard se deben tener cuando se trabajan este tipo de cosas, todos firmados en documentos en EE. UU., digamos que ahí que se toma más en serio la propiedad intelectual no existe lugares como Wilson, no se permiten, entonces para nosotros, claro tenemos todos los documentos” (E1).

Respecto a la propiedad intelectual, se señala:

Tener propiedad intelectual le pone una barrera de entrada al competidor, pero en temas de software es ambiguo. Por eso los inversionistas para poder invertir en proyectos de alta tecnología evalúan qué tan maduro está el nivel de propiedad intelectual o la estrategia de propiedad intelectual nacional o internacionalmente. Un buen inversionista exige que cuentes con propiedad intelectual, registro de marca porque son cosas que si no se tiene la precaución adecuada al momento de salir a competir con fuerza pueden ser cosas que bloqueen y pongan lento el crecimiento (A. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

De igual forma, se considera que sí es importante contar con un mecanismo de protección intelectual para reforzar el levantamiento de capital:

La propiedad intelectual también puede flexibilizar de alguna manera, o sea es fundamental, también para comunicar, es muy importante saber qué es lo que piensa, es un activo importante que al final termina siendo el más importante de tu compañía, siempre y cuando se coloque sobre lo que se hace (D. McBride, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

Ante esto, se señala:

Si es una nueva idea y una nueva forma de solucionar las cosas, las ideas no son de las que se le ocurren, sino de quien las lleva a cabo, entonces la mejor manera de protegerla es a partir de un mecanismo de protección intelectual (B. Bamberger, comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

3.2.3.Desconfianza de compartir propiedad

Los emprendedores de este estudio están de acuerdo en compartir la propiedad de la startup con sus proveedores de capital. Algunos emprendedores sin embargo consideran algunos puntos en especial. El E4 menciona que es importante tener un buen inversionista, un inversionista que no está comprometido activamente con el proyecto y que por tanto solo espera la utilidad sin entregar algo más que el dinero, no es valioso para el emprendimiento. Sin embargo, El está de acuerdo en ceder parte de la propiedad si un inversionista brinda capital. El E3 destaca que el capital es necesario en varios casos para poder sostener el modelo de negocio, en especial dentro de las primeras etapas. El E2 indica que están de acuerdo y dispuestos a incluir a más inversionistas, cuentan con inversionistas en su *board*, asimismo consideran que mientras más personas y más diversas sean involucradas en el proyecto, tendrán mejores oportunidades de crecimiento. El E1 indica que no puede emitir un juicio de percepción, ya existen estructuras establecidas para repartir equidad y menciona que lo único que podría variar son los instrumentos de financiamiento donde podría presentarse diferentes formas de otorgar equidad.

3.2.4.Divulgar información del proyecto

Los emprendedores del estudio divulgan información de sus proyectos, lo que difiere en cada caso es la frecuencia e importancia de hacer esta actividad. El E1 y E4 indican que divulgar información a través de conferencias es una forma de retribuir con el ecosistema emprendedor. El E1 y E2 mencionan que divulgar información puede ser estratégico para la startup, el E1 afirma que algunas conferencias brindadas para su sector le sirvieron para obtener clientes, el E2 revela

que optan por tratar de que cada miembro del equipo brinde información acerca del proyecto para posicionar el emprendimiento. El E3 menciona que divulgar información del proyecto no es una actividad que realice activamente, sin embargo, suele aceptar las invitaciones que le hagan de su alma mater. El E5 refiere realizan frecuentemente conferencias como invitados en diferentes eventos relacionados con las *fintechs e insurance*.

La diferencia del E1 respecto al resto de grupo de emprendedores estudiados es que él vendió una startup previamente, este tipo de emprendedores es denominado emprendedor serial. La ventaja de haber realizado previamente una startup es que ya se cuenta con aprendizajes que reduce el tiempo de ejecución y errores del siguiente emprendimiento. El E1 logró vender su primer emprendimiento, por tanto, este emprendedor consiguió un *exit* previo a su emprendimiento actual. Por otro lado, el E1 cuenta con basto conocimiento del sector actual de su startup, esto debido a que, trabajó durante varios años en el sector para una de las mejores empresas del mercado de geolocalización a nivel mundial donde desarrollo soluciones en el sector. Esta experiencia le permitió entender el mercado y el desarrollo técnico de soluciones para el mismo. Adicionalmente es importante mencionar que contribuyó con proyectos *open source* relacionados a su sector.

Este emprendimiento nació por una frustración personal del fundador al momento de buscar profesionales de la salud. Este fundador cuenta con amplia experiencia y reconocimiento en el sector salud.

La startup Manzana verde fue fundada por dos emprendedores con experiencia en rubros diferentes al de alimentación saludable. Sin embargo, ellos decidieron realizar un emprendimiento tradicional en el sector, se dieron cuenta que escalar este negocio era difícil, razón por la cual empezaron a buscar una forma mejor de hacer crecer este negocio. Después de iterar varias veces y lograr aprender bastante del área digital, así como de las startups, lograron encontrar un producto que crece de manera constante.

La startup Helpers nació a partir de un problema que los fundadores tuvieron cuando uno de ellos se mudó y no consiguió a alguien que arregle su ducha. Analizaron el mercado y se dieron cuenta que existía una solución en Estado Unidos que era parecida a lo que buscaban, ya que está idea no estaba en Perú, decidieron realizarla. Su emprendimiento tuvo altibajos, sin embargo, ellos no abandonaron la idea, fueron perseverantes, fueron a Chile, regresaron a Perú e incluso migraron su modelo de negocio de B2C a B2B.

El E5 de MapSalud cuenta con amplia experiencia en la industria de su emprendimiento. El trabajo que realizó durante más de 10 años en ella le permitió adquirir habilidades específicas en su nicho de negocio, asimismo descubrir el problema particular que busca resolver su

emprendimiento, por tanto, la idea no hubiera sido posible de gestar si no hubiese tenido esta experiencia laboral. Él indica ser experto procesando data y en tema de seguros, por lo que cuenta con las habilidades adecuadas para realizar su emprendimiento.

De forma complementaria, los expertos mencionan:

La startup definitivamente está buscando Cash. Muchos inversores además de eso pueden ofrecer su experiencia tal vez en la industria a la que se está metiendo, su red de contactos que es importante para poder agilizar el proceso de validación o de entrada a cierto sector. Pero hay otros que se van al extremo. Te ofrecen los contactos y la experiencia y pone poco cash. Eso no debería ser tan interesante para el emprendedor (A. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

Por todo esto, podemos decir que el factor x es muy personal a la historia de cada emprendedor. Se observa que algunos emprendedores han trabajado o logrado experiencia previa en su sector, lo que les permitió encontrar un problema específico o una solución. También se observa que algunos emprendedores no cuentan con experiencia relacionada a su sector, sin embargo, se encuentra que lograron aprender rápido del sector o lograr un poder de ejecución adecuado para poder realizar el emprendimiento, en algunos casos fue necesario realizar varias iteraciones.

Los emprendedores 2, 3 y 5 protegen su propiedad intelectual a través de INDECOPI, que brinda protección de un intangible, sólo se limita a la marca, no al desarrollo de tecnología. El E4 no menciona el registro en INDECOPI.

Los emprendedores 1, 3 y 4 mencionan contratos de confidencialidad o *NDAs* que son una práctica común para proteger la propiedad intelectual de la tecnología de las empresas con sus trabajadores. Sin embargo, el E1 cuenta con documentos de protección de propiedad intelectual estándares en Estados Unidos, debido a que en este país se protege de una mejor manera lo intangibles. En esta misma línea el E2 menciona que los mecanismos de propiedad intelectual funcionan en determinados países, pero en Perú no.

Se observa que los emprendedores consideran la protección de la propiedad intelectual como un tema importante, sin embargo, reconocen que la protección de intangibles en el Perú está limitada en muchos aspectos. Por esta razón, algunos emprendedores consideran que debes innovar constantemente como es el caso del E5 que considera más valioso un producto escalable y rentable ante los inversionistas.

Los emprendedores 2, 3, 4 y 5 indican que están de acuerdo en ceder participación de sus emprendimientos a cambio de capital por parte de fuentes financieras. El E1 dice que no es

necesario opinar ya que es un estándar para la industria. De esta primera impresión, se observa que los emprendedores tienen claro el beneficio de ceder acciones por capital, en otras palabras, están de acuerdo con el financiamiento de capital.

Algunos emprendedores, sin embargo, indican que cederían propiedad solo ante los inversionistas adecuados. El E4 puntualiza que un buen inversionista, está activo en el proyecto y no solo espera a cobrar un cheque. En esta línea el E2 precisa que es importante tener a más personas involucradas en el emprendimiento y mientras más diversos sean mejor, de ello se infiere que este emprendedor valora el valor no financiero de los inversionistas. Este capital no financiero podría relacionarse con la experiencia en el sector o redes de contacto.

El E5 menciona que está dispuesto a ceder parte de la propiedad ante proveedores de capital, sin embargo, no hace mención del tipo de inversionista, esta decisión podría traer inversionistas que no tengan aporte más allá del dinero. Esta situación podría suceder debido a que la industria de inversión en startups está en una etapa temprana en el país.

Los emprendedores indican que la divulgación de información de sus proyectos puede ser usado como una estrategia de posicionamiento y adquisición de usuarios, ya que demuestran dominio del área de la startup, esto sucede en el caso del E1 y E2. Otros emprendedores indican que divulgar información es una forma de contribuir con el ecosistema, de esta forma se puede motivar o guiar a futuros emprendedores, este el caso del E1 y E4 Algunos emprendedores no suelen divulgar mucha información, pero están interesados.

3.3. Características de los proveedores de capital financiero

Tabla 11: Características de los proveedores de capital financiero

Variable	Características de los proveedores de capital financiero	
Subcategorías	OE3V3S3: red de contactos	OE3V3S4: valor agregado
Amigo Cloud (E1)	“Siempre tienes una red de contactos, pero es la responsabilidad del emprendedor utilizarla correctamente”.	“Siempre hay <i>Smart Money</i> y <i>Dumb Money</i> . También tiene que ver bastante con el emprendedor. Puedes tener una persona súper conectada y no quiere tener una relación con su inversionista, es como que esa plata no existiera”.
Doktuz E2	“Se necesitaba eran personas en el equipo para avanzar a hacer cosas, entonces contactó a José Carlos que estaba en la industria farmacéutica, estaba en Roche, lo convenció en el 2014 para que se salga de la industria y venga a trabajar en Doktuz”.	“Al inicio no buscábamos mucho <i>Smart money</i> ...en una siguiente fase comenzamos a buscar un poco de <i>Smart money</i> de personas que estén metidas en la banca, que nos ayuden con temas que nos faltan”.

Variable	Características de los proveedores de capital financiero	
Subcategorías	OE3V3S3: red de contactos	OE3V3S4: valor agregado
Map Salud E5	“Eso fue lo único que me intereso, no la plata, 50000 dólares no te hacen una gran empresa, la puedes gastar en menos de un año y tal vez sin tener producto validado”.	“El único inversionista que tengo ahora es Telefónica y trabajo con ellos de la mano, estoy llegando a empresa y eso es lo que más me importaba la verdad”.
Manzana Verde E3	“Es súper positivo, porque te ayuda en entender ... es importante entender cómo funciona el ecosistema de inversión no solo en Perú sino Latinoamérica”.	“La red de mentores ... es muy positiva... el ambiente colaborativo, la red de mentores, la exposición y también los contactos con inversionistas”.
Helpers E4	“ <i>Liquid Venture</i> , que es una aceleradora de negocios digitales, ellos nos están ayudando a hacer toda la ronda, ellos nos están consiguiendo personas de interés y todo eso. Entonces hemos tenido que recurrir a otro <i>advisor</i> para poder armar la ronda, porque yo siento que es bien difícil conseguir la ronda si es que no tienes contactos ya por tu cuenta”.	“startup Chile fue la que más nos dio el conocimiento...fue como que más que la universidad...me dieron conocimiento... nos enseñaron como medir, que a tu startup le está yendo bien o le está yendo mal. Por parte de <i>Liquid Venture</i> , están haciendo la ronda...asesoría en temas de tecnología para nosotros y diseño”.

3.3.1.Red de contactos

Al momento en la que hizo la entrevista de este estudio, se observa que los emprendedores valoran las redes de contacto del proveedor del capital; sin embargo, con la información obtenida no es posible determinar si la valoraban durante la búsqueda del financiamiento o antes de la obtención del mismo, por tanto, tampoco es posible determinar si influyó en la decisión de optar por las fuentes financieras de las que han sido beneficiarios.

El E3 menciona la importancia de las redes de contacto para entender el ecosistema de emprendimiento tanto en Perú como en la región. Para el E4 su aceleradora le brinda ayuda y además contactos para su ronda de inversión. El E5 valora más los contactos que el capital entregado por su inversionista. El E2 indica que los contactos iniciales del equipo fundador (en este caso fundadores como inversionistas) permitieron conseguir importantes miembros iniciales en el equipo de trabajo de la startup. Finalmente, el E1 recalca la importancia no solo de tener acceso a la red de contactos, sino también a su correcto uso.

Los E1, E3 y E4 lograron aprovechar la red de contactos de sus proveedores de capital para conseguir inversionistas que concuerda con hallazgos de investigaciones anteriores como el de Lázaro (2016) quien indica que los emprendedores han logrado un ciclo de aprendizaje en el

cual usan sus redes de contactos existentes (mayormente aceleradoras) para conseguir inversionistas. Asimismo, se menciona:

“Los inversionistas de eso [capital] pueden ofrecer su experiencia tal vez en la industria a la que se está metiendo, su red de contactos que es importante para poder agilizar el proceso de validación o de entrada a cierto sector” (A. Echevarría, comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

3.3.2. Valor Agregado

En general, los emprendedores reconocen que el valor agregado a la financiación es relevante para la startup. El E3 considera que sus proveedores de capital financiero brindaron un buen ambiente colaborativo, una red de mentores, exposición mediática y contacto con los inversionistas. El E4 menciona lo siguiente: “startup Chile fue la que más nos dio el conocimiento [...] fue como que más que la universidad [...] me dieron conocimiento [...] nos enseñaron como medir que a tu startup le está yendo bien o le está yendo mal”. Por tanto, es notoria la importancia de la educación como valor agregado en este caso, asimismo la aceleradora en la que se encuentra les brinda ayuda en la ronda de inversión además de asesoría en tecnología y diseño, lo cual es apreciable para ellos debido a que su equipo es pequeño y no cuentan con un *CTO*. El E5 indica que como valor adicional la relación con su proveedor de capital le permitió llegar a la empresa (B2B) y ese era su objetivo. El E1 refiere que el valor agregado depende del emprendedor y su relación con el inversionista, porque a pesar de tener un emprendedor bien conectado puede no llegarse a aprovechar el contacto si el emprendedor no trabaja en esa relación. Finalmente, el E2 menciona que al comienzo no se valoró mucho el *smart money* (inversionistas con valor agregado para el negocio), pero que en etapas posteriores sí se valoró el valor agregado en banca. Ello es congruente con las actividades del E2, ya que lograron financiarse con capital de deuda por medio la banca.

Gwendolyn Sánchez (comunicación personal, 23 de octubre, 2019) menciona que la startup puede avanzar mediante la creación de alianzas, ya que estos aliados podrían ser inversores en un futuro, se hace hincapié en que la inversión no solo es monetaria, sino es posible invertir de otras maneras como recursos, tiempo, asesorías, mentoring y redes de contacto. También menciona que los emprendedores presentan expectativas no solo monetarias de una inversión, indica que ellos, los emprendedores, esperan, del inversionista, una red de contactos donde existan mentores, otros inversionistas, así como mentoring.

En el estudio se sigue el patrón de investigaciones anteriores como es el caso de Fourati y Affes (2013), ya que se encontró que, a pesar del coste del capital externo, los proveedores de

capital pueden añadir habilidades empresariales como sucede en el caso de E4, capital social en forma de contactos comerciales en el caso de E2 y E5, y acceso a redes relevantes en el caso de E1, E3 y E4. En palabras de Olmos (2014) los inversionistas ángeles “esperan obtener en el futuro beneficios de esa inversión, ya que se convierten en socios activos de la startup y ayudan a crear valor en ella” (p. 30). Además de aportar capital y ofrecen asesoría, experiencia y sus contactos, “algo muy valioso para los emprendedores, ya que tardarían años en crear su propia red de contactos” (Olmos, 2014, p. 30).

3.4.Requisitos, condiciones y criterios de elegibilidad por parte de los proveedores de capital

Tabla 12: Características de términos y condiciones de financiamiento

Variable	Características de términos y condiciones de financiamiento		
Subcategorías	OE3V4S1 requisitos	OE3V4S1 condiciones	OE3V4S2 criterios de elegibilidad
AmigoCloud E1	“Tus documentos normales, cómo te vas a gastar el dinero, cómo están los ingresos, el <i>financial model</i> , el <i>pitch</i> , el <i>executive summary</i> y luego la persona que hace el <i>due diligence</i> ”.	“Depende del instrumento de levantamiento de capital. Cuando estás mirando el <i>Equity</i> , estás viendo el <i>Board SID</i> , cuáles son los <i>Blocking Rights</i> , y hay muchos libros que explican esas cosas que son super estándar...”.	“Mirar tus documentos, ver qué has estado haciendo, hablar con las personas antiguas, evaluar tu modelo financiero, haciéndote preguntas, viendo tus planes de salida, como estás pensando acerca a la startup, quiénes están ahí, qué es lo que vas a hacer después de que consigas ciertos tipos de ingresos”.
Doktuz E2	“Antes de los bancos, era el flujo de caja el que nos mantenía. Ya con los bancos te piden estados financieros y ahí se ve todo no. Los ángeles o los <i>Friends, fools and family</i> , hemos levantado plata sin tener empresa. Lo que te piden al principio es tú qué estás haciendo en el proyecto”.	“Tienes nota convertible, tienes equity, tienes préstamos con intereses y convertibles a acciones después, hay plata no reembolsable. En esos términos, lo más favorable podemos decir es el no reembolsable”.	“Lo más importante es la pasión, cuando tú vas a contarle y convencer a esa persona”.

Variable	Características de términos y condiciones de financiamiento		
Subcategorías	OE3V4S1 requisitos	OE3V4S1 condiciones	OE3V4S2 criterios de elegibilidad
MapSalud E5	“Hay documentos que ya es común que se maneja, por ejemplo, uno se llama <i>one pager</i> ”:	“Hay inversionistas que te piden cosas, como un plan de acciones y te piden que ellos si se licuen cuando entre otros más adelante cuando entran otros inversionistas. Algo negativo podía ser en notas convertibles que hemos tenido que querían convertir, pero no habían dado el 100% de lo que habían ofrecido, No había <i>buyouts</i> muy claros al principio”.	“Ya tenía varios clientes, varios usuarios, una proyección clara. Cuando entré a wayra estaba en inicios, validando el producto ellos me ayudaron, por eso mismo se llama una aceleradora”.
Manzana verde E3	“ <i>KPIS</i> ... números claros, tienes que conocer muy bien a tu cliente ... además ...tamaño del mercado y el equipo”.	“Términos y condiciones, hay algunas cláusulas de que, si te vas antes de un tiempo, si no terminas el proyecto, no accedes a todo el capital te ponen plazo límite para que haya una fuente de capitalización, o sea otra ronda de inversión o en su defecto una venta de la empresa, sino hay dentro de ese plazo x eso. Luego también se te pide <i>vesting</i> ”.	“En nuestro caso se valoriza mucho el crecimiento, entonces nosotros valorizamos por el nivel de ventas, porque somos un startup que resuelve un problema, pero no hemos inventado una tecnología. Nuestra valorización la hicimos en un múltiplo de los ingresos anualizados. Personales y de la startup, conocer bien el cliente, conocer bien el problema que queríamos resolver, qué problema estábamos resolviendo y la tracción que teníamos y que ya habíamos probado la solución”.

Variable	Características de términos y condiciones de financiamiento		
Subcategorías	OE3V4S1 requisitos	OE3V4S1 condiciones	OE3V4S2 criterios de elegibilidad
Helpers E4	“Las condiciones. De startup Chile, en verdad, me pareció chévere que tengas que ir y estar ahí”,	“Lo más básico es presentar el <i>deck</i> , que son como 15 slides de qué es helpers, cómo funciona, qué tracción han conseguido, y que vas a hacer con la plata que ganarías, onepage (cuáles son tus ventas, cuándo está regresando)”.	“Entonces algo que nos han hecho destacar es que hemos sido constantes... creo que ser constante y mostrar un buen trabajo es lo que nos ha diferenciado. Simplemente, saber, o sea mostrar que sabes de lo que estás hablando, del negocio, del emprendimiento. Saber cuál es tu fuerte, cuáles son tus debilidades y también transmitirla a cualquier staff de financiamiento”.

3.4.1.Requisitos

El E1 comentó:

“Los requisitos de los proveedores son documentos frecuentes y comenta de forma general que estos documentos deben responder a cómo se va a utilizar el capital, cómo son los ingresos de dinero, el modelo financiero, el pitch y el resumen ejecutivo”.

Adicionalmente menciona que se suele realizar un proceso de *due dilligence*.

El E2 logró autofinanciarse con su flujo de caja. Posteriormente tuvo como requisito presentar sus estados financieros para obtener capital de deuda en la banca tradicional. Indica que para las 3fs no fue necesario tener la empresa en funcionamiento, pero menciona que su rol y el trabajo de su startup fue importante para brindar seguridad ante otros inversionistas.

El E5 comentó que “hay documentos frecuentes que piden los proveedores de capital como requisito, el ejemplo que indica es el *one page*”.

El E3 explicó que “tener información de los *KPIs*, números claros, conocimiento de cliente, tamaño de mercado y equipo fueron requisitos fundamentales para su proveedor de capital”.

El E4 menciona que le pidieron “un *deck* donde se debía resumir cómo funciona el negocio, su tracción y describir cómo se usará el capital. Otro documento es el *one page* donde debían indicar las ventas y retornos de dinero”.

Cesar Coasaca considera que el MVP es una herramienta que ayuda al emprendedor a

justificar el requerimiento de financiamiento hacia los inversionistas. Además, permite al emprendedor transmitir rápidamente la idea de negocio:

“De hecho que sí, porque la intención es comunicar y si tienes que comunicar tu idea, no solo idea, la innovación es llevar ideas al mercado y un producto mínimo viable es la forma más básica de la que tú puedes contar toda tu historia a alguien y transmitírsela. Cuando investigas algo tienes tanto conocimiento que es muy difícil transmitir eso de una forma muy corta y muy clara a alguien que te da pocos minutos de su tiempo para que le puedas contar todo eso que tú sabes. Por eso, un producto mínimo viable es una herramienta más que de validación tecnológica, creo que es una herramienta de comunicación y con esto puedes llegar a transmitir todo eso que tienes rápidamente” (comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

Los expertos consideran que sí es importante contar con un mecanismo de protección intelectual para reforzar el levantamiento de capital. Álvaro Echevarría considera:

“Tener propiedad intelectual pone una barrera de entrada al competidor, pero en temas de software es ambiguo. Por eso los inversionistas para poder invertir en proyectos de alta tecnología evalúan qué tan maduro está el nivel de propiedad intelectual o la estrategia de propiedad intelectual nacional o internacionalmente. Un buen inversionista exige que cuentes con propiedad intelectual, registro de marca porque son cosas que si no se tiene la precaución adecuada al momento de salir a competir con fuerza pueden ser cosas que bloqueen y pongan lento el crecimiento” (comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

Por otro lado, Braggi Bamberger considera:

“Si es una nueva idea y una nueva forma de solucionar las cosas, las ideas no son de las que se le ocurren, sino de quien las lleva a cabo, entonces la mejor manera de protegerla es a partir de un mecanismo de protección intelectual” (comunicación personal, 17 de octubre, 2019)

3.4.2. Condiciones

El E1 indica que

“las condiciones del financiamiento dependen del instrumento de levantamiento de capital, es importante observar la distribución de las acciones, los asientos en el directorio, los *blocking rights* y otros instrumentos que él considera que los emprendedores deberían aprender debido a que son frecuentes y podrían considerarse como un estándar”.

El E2 señala que “las condiciones pueden variar entre una nota convertible, *equity*, préstamos con interés con conversión a acciones y fondos no reembolsables”. Indica que el más favorable en cuanto a condiciones son los fondos no reembolsables.

El E5 indica que “los proveedores de capital suelen solicitar un plan de acciones e instrumentos que los protegen de dilución en futuras rondas de inversión”. También considera que existe un aspecto negativo de las notas convertibles en base a su experiencia, ello debido a que en un contrato no se tenía claro los *buyouts* y se evitó convertir las acciones al 100% de lo acordado.

El E3 apunta que “hay ciertas cláusulas que protegen el capital de los inversionistas si es que la startup no produce ventas, inversión o adquisición en cierto plazo”. Menciona que el *vesting* es una práctica frecuente por parte de los proveedores de capital.

El E4 comenta:

“La condición particular de uno de sus proveedores de capital fue la reubicación a otro país, este es el caso de startup Chile que brinda financiamiento no reembolsable para startups si es que están dispuestas a abrir y operar temporalmente o indefinidamente en Chile”

3.4.3. Criterios de elegibilidad

El E1 acota que “los inversionistas suelen evaluar las últimas actividades de la startups, el modelo financiero, los planes de salida, la visión de la startup, el equipo y los planes después de ciertos hitos de ingreso de dinero”.

El E2 dice que “la pasión por el proyecto es uno de los principales criterios por los cuales un inversionista decide o no invertir en determinada startup”.

El E5 señala que “los clientes, usuarios y proyección fueron valiosos para el proveedor de capital”.

El E3 indica que “el crecimiento del negocio fue importante para el inversionista”. Adicionalmente, menciona que conocer bien del cliente, problema, atracción y *test to market* fueron relevantes.

El E4 considera que “la constancia y buen trabajo los ha diferenciado”. Consideran que demostrar el conocimiento del negocio, fortalezas y debilidades es crucial para captar la preferencia de los proveedores de capital.

Los requisitos que este grupo de emprendedores considera como relevantes han sido

alcanzados y en algunos casos les ha servido para obtener financiamiento, en otros son documentos que están utilizando para su búsqueda de financiamiento actual.

El E1 es un emprendedor serial, por tanto, ha realizado el proceso de levantar capital en repetidas ocasiones. Él considera que “los documentos claves (que se presentan a un inversionista) pueden ser encontrados en libros, de lo que se entiende que los emprendedores deben prepararse en este proceso”.

Se encontró que los requisitos a cumplir, en la percepción de los emprendedores, son diferentes en cada caso, en algunos casos centrados en aspectos cuantificables y en otros poseen alta subjetividad. Con la información obtenida no es posible determinar qué requisitos son más valorados por parte de los proveedores de capital, sin embargo, para los inversionistas en startups, es una práctica común tener una visión y filosofía particular de invertir, altamente ligada a la experiencia personal del emprendedor, esta filosofía suele denominarse tesis de inversión.

El E1 y E2 mencionan que los términos y condiciones del financiamiento dependen del instrumento o documento a emplearse en la transacción.

El E1 alude que “los términos y condiciones son estándar”. A pesar de ellos cada emprendedor estudiado le brinda atención a algún punto específico de los términos. Los emprendedores mencionan diferentes puntos dentro de los términos donde los emprendedores deberían analizar para asegurar el beneficio para sus startups.

El E1, E2 y E5 indican coinciden en mencionar la equidad. El E2 y E4 hacen referencia a los fondos no reembolsables desde distintas perspectivas, el emprendedor 2 indica que es el financiamiento con mejores condiciones para los emprendedores (son fondos que no requieren acciones).

El E1 menciona que “es importante observar la equidad, asientos en el directorio, *blocking rights*”. El E2 menciona “la equidad”. El E5, “el plan de acciones”. El E3, “las cláusulas de protección del proveedor de capital”. El E4 “la reubicación”.

Los criterios de elegibilidad son diferentes para cada proveedor de capital según la información obtenida en esta investigación. Los emprendedores de nuestro estudio indican diferentes razones por las que consideran que un emprendimiento puede lograr financiamiento, lo cual es consecuente con la particularidad de cada startup y cada proveedor de capital.

El E4 consideró importante “la constancia, buen trabajo y conocimiento de negocio”. Lo cual es consecuente con su historia, debido a que ellos tuvieron hitos de crecimiento, expansión, así como cambios en su modelo de negocio en varios años de operaciones lo cual demuestra su constancia. Por otro lado, desarrollaron extenso conocimiento del sector debido a que trabajaron

en el sector B2C como B2B.

El E3 consideró importante “el crecimiento del negocio, conocimiento del cliente, la tracción y el *test to market*”. Lo cual es consecuente con su historia, el crecimiento del negocio es valorado ya que su emprendimiento tiene un crecimiento constante y sostenido por varios meses, también evidencia la tracción del mercado por el producto.

El E2 indicó como importante “la pasión por el proyecto”. Lo cual es consecuente con su historia debido a que el problema que buscan solucionar partió por un problema personal de los fundadores.

El E1 que es un emprendedor serial e inversionista señala más factores como importantes, dentro de ellos “actividades de startups, modelo financiero, planes de salida y equipo”. La experiencia de este emprendedor se relaciona con la respuesta debido a que él consiguió levantar capital de aceleradoras, *angel investors*, *venture capital*, bancos y logró dos *exits*, por lo cual agrupa varios criterios de elegibilidad.

Katherine Huacamayta, menciona que los criterios utilizados por los inversionistas para otorgar financiamiento no son los mismos. Por ejemplo:

“Bueno si es familia o amigos, en realidad no los evalúan, es más un tema de confianza, pero si es un ángel inversionista lo primero es el equipo, que el equipo sea comprometido, que sea constante, eso es lo que siempre dicen, primero el equipo después la idea” (comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

Además, Katherine Huacamayta aclara cuál es la importancia del MVP como criterio de elegibilidad: “Sobre el MVP: Para concursos, sí. Para inversión, no. No se invierte en ideas” (comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

Reforzando lo mencionado, Evelyn Romero considera que el criterio fundamental para recibir financiamiento es el retorno económico:

“El retorno económico. Las startups que tienen claro ese tema económico de arranque, que es un poco mentira o verdad, no lo sabes hasta que salgas al mercado. Te pueden decir mi proyección es tal y te dicen sobre la base de qué, pero a la hora de la hora ves y no venden. Algunas startups ganan en cosas innovadoras, pero muchos de ellos que son investigadores les interesa estar en el mundo de startups, pero no les interesa estar en el mercado de verdad” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

Respecto a las formas de evaluación a las que son sometidas los emprendedores, Gwendolyn Sánchez comenta que ahora son más exigentes con el emprendedor y le pueden pedir

el cien por ciento de su tiempo dedicado a la startup:

“Ahora se evalúa un poco más al emprendedor, obviamente que de generación en generación esto ha ido a evolucionando y se han ido también adaptando. Por ejemplo: pedían que un emprendedor este dedicado al cien por ciento y de qué va a vivir decían. Entonces ellos decían si me voy a dedicar tengo que recibir una fuente de ingresos del emprendimiento. Por eso que, en algún momento, no me acuerdo si fue en la cuarta o en la quinta generación que se empezó a abrir esta partida para que el emprendedor pueda tener cierta remuneración, salario por dedicación” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

Braggi Bamberger considera que el modelo de negocio es clave para la obtención del financiamiento:

Si un negocio funciona, para mí el 50% es producto del modelo. Saber con quién te vas a aliar, cuáles son tus costos, cuáles son las actividades que no debes dejar de hacer, el segmento al que te diriges y qué canal utilizar (comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

4. Oportunidades y barreras de acceso a capital

Las barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes de las startups fueron reconocidas por los emprendedores, quienes expresaron lo siguiente:

Tabla 13: Oportunidades y barreras de acceso a capital

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
Amigo Cloud E1	“La parte especial era que tenía un <i>expertise</i> en esa área. Yo he trabajado en la parte <i>open source</i> y en la parte propietaria. Entonces tenía la parte técnica de entender cómo la gente usa los productos, qué es lo que	“La mayor parte de gente no entiende cuál es la diferencia entre una estructura de un <i>venture capital</i> y un <i>angel investor</i> . El primero, tiene un fondo de inversión, un límite de <i>partners</i> , un tiempo de vida y un portafolio. Por otra parte, un <i>angel</i>	“Dentro de las rondas de inversión, mirando en retrospectiva te das cuenta de que hubieras podido utilizar más dinero, pero al mismo tiempo en el momento de <i>exit</i> , más dinero hubiera significado menos dinero para nosotros ahora. Un ejemplo, si tú	“Evaluaba si podía trabajar con ellos, si tenían paciencia, si eran pasivos o activos, si tenían una red que me iba a servir o no. Tú estás eligiendo a ellos tal como ellos te está eligiendo a ti. Y como no quieres levantar <i>dam money</i> , quieres asegurarte de que estén brindando valor. Los inversionistas	“Es un proceso estándar. Yo te doy los documentos. Vamos a cerrar esto. Tenemos tantos días para cerrar esto. La gente deposita el dinero. Y si da el documento, se acabó”.

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
	necesita y qué es lo que no necesita”.	<i>investor</i> es una persona que le gusta el emprendimiento y quiere invertir de su propio dinero, pero no necesariamente tiene un fondo de inversión. Ellos mismos invierten dinero personal en varios emprendimientos. El <i>venture capital</i> no invierte dinero personal, invierte dinero de todos sus límites de <i>partners</i> ”.	levantas un millón de dólares, entonces, en un evento de dilución de liquidación donde estás vendiendo tienes que devolver un múltiplo de eso. A veces es el triple, a veces el quintuple, a veces décuplo, según como está estructurado”.	mismos tienen que hacerse esa pregunta, ¿cuál es el valor que ellos están aportando?, y no puede ser sólo el dinero, porque si es sólo el dinero, dinero hay por todos lados. Hablando con otras personas te puedes dar cuenta si te puedes llevar con ellas o no, cuál es el tipo de carácter de la otra persona puesto que no todos son compatibles con todos”.	
Doktuz E2	“Los inversionistas en un <i>early stage</i> no creen en el negocio. Ellos invierten plata en las personas. O sea, si hubiesen invertido plata los inversionistas ángeles en un inicio en el negocio inicial que teníamos, ese negocio no existe ahorita ya. Entonces ellos han invertido y lo que hacen los inversionistas es en la	“Startup Perú como tal es una startup dentro del estado. Entonces están aprendiendo. Van sexta generación creo, han mejorado muchas cosas, pero se necesita tiempo. <i>Mentoring</i> al principio te podría decir que fue caso cero, la primera generación fue muy caótica en todo sentido. Yo estaba postulando a la primera generación. Si tú estás postulando una startup para que te den plata, te pueden desembolsar la plata después de	“Siempre te parecerá insuficiente. Como emprendedor siempre quieres hacer más. Hacer más siempre se traduce en plata. Los recursos son limitados y no te dan para mucho. Hasta ahora los recursos son limitados para nosotros. Queríamos hacer muchas cosas más, pero hay que priorizar”.	“Tenemos en el <i>board</i> unos inversionistas, nosotros creemos que mientras más personas seamos, va a ser más diverso el equipo y, por ende, esto va a crecer más y va a ser más enriquecedor”.	“No es tan fácil porque te piden cada vez que tú vas avanzando te piden información granulada. Y a veces si tienes un poco de desorden te es difícil obtenerla no. Préstamos bancarios hemos estado buscando como más de un año no. Y una vez que presentas los documentos tienes que estar ahí dándole. Por ejemplo, para esta

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
	<p>persona. Porque saben de qué tú al final vas a seguir haciendo cualquier otra cosa para seguir avanzando. Ya en una etapa mucho más avanzada como la que estamos ahorita para poder por ejemplo pedir créditos bancarios ya no les importa las personas, ya viene la empresa. Entonces la empresa sí en esta etapa tenemos que hacer notar estas ventajas competitivas y son bien valoradas ya por los clientes que al final es tu mejor inversionista, es el que está comprando. A él no le importa mucho la persona, sí le importa porque está detrás del negocio.</p>	<p>un año y medio. Entonces yo sé que muchas personas se quejan de Startup Perú y de muchas cosas que puede haber, pero la mentalidad de Doktuz es siempre ver lo positivo. Gracias a ellos, muchas personas han invertido en nuestra startup”.</p>			<p>Serie A hemos pasado por un proceso de asesorías con Agora que es un <i>partner</i> de inversión. Primero que todo está en inglés, porque los inversionistas son americanos y hacer eso nos ha demorado otro año más. Tener una buena presentación, un pitch, hacer de que todo converse de una manera adecuada, que tenga coherencia, que los números sean reales”.</p>

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
	Pero sí le importa ver cosas tangibles”.				
Manzana Verde E3	<p>“El crecimiento que hemos tenido, entender muy bien al cliente y el equipo. El equipo y el mercado”.</p>	<p>“Startup Perú que es un fondo básicamente que te ayuda a pasar tu negocio de una idea, una idea que le has puesto un poco de acción con un producto que lo has probado así a muy pequeña escala, hasta tener tus primeras ventas y empezar a agarrar algo. Startup Perú generalmente trabaja a través de incubadoras, un buen paso para iniciar si tienes una idea y si estás bien enfocado”.</p>	<p>“El programa en sí aporta más valor que el monto, porque el monto es 15,000 dólares y lo puedes obtener en el concurso Startup Perú, pero el programa en sí lo recomendaría mucho. 15,000 dólares pude haberlo conseguido en <i>friends and family</i>”.</p>	<p>“Tal vez el inversionista no te va a invertir en ese momento, pero al inversionista le da mucha confianza conocerte desde muy junior y ver cómo has ido creciendo, cómo ha ido evolucionando tu progreso. Es mucho mejor instalar una relación desde el inicio, por ejemplo, ahora los que nos va a invertir, muy probablemente son unas personas que nos han conocido desde que estábamos en Piura. Porque es muy importante esa relación, igual con las aceleradoras, por ejemplo, José también nos conocía desde que estábamos en Piura. Entonces es muy importante eso porque al final juega un papel muy clave en ver el cambio de un punto a otro”.</p>	<p>“Es natural que te rechacen, porque vas a buscar una fuente de financiamiento. O sea, una ronda de inversión es como que tú dices yo necesito tanto dinero para llegar desde donde estoy hasta este punto donde voy a valer tanto y donde voy a tener tantos clientes y voy a valer tanto. Ahora, entonces, una vez que has puesto tu meta y has puesto cuánto dinero necesitas para llegar hacia la meta, entonces empiezas a buscar recolectar ese dinero entre varios inversionistas. Es muy complicado que uno solo te dé todo ese dinero. Entonces</p>

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
					una vez que ya tienes a varias personas que se han comprometido a darte pequeñas fracciones de ese monto hasta sumar ese monto. Tú lo que haces es, en el caso de emisión de acciones, un documento que a todos los haces firmar, luego te depositan el dinero y se emiten las acciones, entonces es como que haces un pozo”.
Helpers E4	“La gente va a seguir necesitando, así haya robots la gente va a seguir necesitando servicios de mantenimiento e instalaciones de hogar, no es algo que la gente puede dejar de hacer”.	“En Startup Perú hay gente que ni siquiera reclama la plata. Otras startups que simplemente no lo reclaman porque como no lo van a trabajar a tiempo completo, simplemente no se lo dan. Y lo otro que también dices, no hay ningún tipo de seguimiento. Es como que te la dan y gástala y preséntame de acá a seis meses cómo te fue. Pero eso no es escalable y no	“Yo creo que es lo suficiente, no diría ni mucho ni poco, sino que es lo suficiente, creo que lo de Startup Perú no es suficiente para que la empresa se pueda validar por dos cosas, uno por el tema del seguimiento y dos, 50000 soles si lo pones en un Excel, en 12 meses en 3 cuentas se va todo”.	“startup Chile fue suficiente como para no caer en la burbuja de los concursos y poder ser una empresa rentable, porque si soy 100% sincero, esos 7 meses de startup Chile, probamos un montón de cosas que no funcionaron, pero un montón. O sea, tuvimos un equipo grande, campañas de marketing, etc. Y no funcionaron, pero por lo menos tuvimos financiamiento para probar y para ver que	“Startup Perú en verdad no fue tan engorroso, tienes que enviar una carta y te lo dan ahí, a los 6 meses, o sea demora un poco en llegar la primera tanda, pero de ahí son ordenados, te dan la plata dependiendo de tus hitos. Startup Chile igual, hasta más rápido. Y en lo que

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
		<p>apoya para nada el emprendedor. En cambio, startup Chile te financia y a la vez te educa. Hay workshops todas las semanas, hay un seguimiento que te hacen, todas las semanas también tienes una reunión con tu mentor, a nosotros nos tocó un mentor de Uber. Esa misma mentora me ponía metas. Las teníamos que cumplir”.</p>		<p>funcionaba y que no funcionaba”.</p>	<p>respecta a fondos privados, si yo diría que es, va a ser engorroso, está haciendo engorroso, es muy burocrático porque tienes que firmar varios acuerdos, tienes que firmar la parte de las acciones, tienes que ordenar tu <i>cap table</i> si no lo tienes ordenado”.</p>
MapSalud E5		<p>“Mejor en qué sentido, Wayra te da plata, pero te pide participación y Startup Perú no te pide nada. Por ese lado es claro quién es más conveniente. Pero Wayra para el sector privado tiene mucha influencia, en cambio Startup Perú no. Startup Perú no se va a preocupar porque no consigas reuniones”.</p>	<p>“Creo que sí están bien los fondos. Para el que recién inicia, si no puede administrar ese tipo de fondos, no va a poder hacerlo con el triple. Las incubadoras son para proyectos que inician y están validado su idea. La aceleradora es para alguien que ya tiene un producto validado y los ayudan a crecer. Las incubadoras, creo que normalmente no te dan dinero. En cambio, las aceleradoras te dan entre USD</p>	<p>“Uno cuando recién inicia tiene que buscar siempre primero financiación de amigos y familiares, eso es lo más directo sino lo consigues ahí tienes que buscar en entidades como Startup Perú o Wayra, son concursos a los cuales tú puedes postular y si tienes un buen proyecto, te van a dar la plata, no necesitas probar nada más que tu experiencia y que puedes hacer un buen líder en ese proyecto porque los inversionistas invierten en las personas no en el proyecto”.</p>	<p>“Con Wayra fue fácil, más rápido. Con Startup Perú hemos demorado. Tienes que aperturar una cuenta corriente, con la razón social de la empresa y te lo transfiere el Ministerio de la Producción, luego de haber firmado 1000 contratos”.</p>

Variables	Oportunidades y barreras de acceso a capital				
Sub categorías	OE4V1S2: requisitos	OE4V1S4: ventajas	OE4V1S5: suficiencia de montos	OE4V1S9: confianza de la fuente financiera	OE4V1S10: facilidad de trámites
			10,000, USD 20,000 y hasta USD 50,000”.		

4.1.1. Requisitos

Los cinco emprendedores entrevistados consideran que hay dos criterios primordiales evaluados por los inversionistas para otorgar financiamiento: el conocimiento de las startups sobre sus clientes y su capacidad para entender el mercado donde estos se desarrollan. El E1 comentó lo siguiente:

“La parte especial era que tenía un *expertise* en esa área. Yo he trabajado en la parte *open source* y en la parte propietaria. Entonces tenía la parte técnica de entender cómo la gente usa los productos, qué es lo que necesita y qué es lo que no necesita”.

Para el grupo de emprendedores estudiados la formación técnica que recibieron tanto de sus proyectos personales como de las empresas en las que trabajaron, tuvo un impacto positivo en la decisión del inversionista de financiarlos. Además, dado que tienen amplia experiencia en sus rubros, conocen bien a sus clientes; es decir, saben lo que deben ofrecerles, lo que no deben ofrecerles y cómo ofrecerles su producto o servicio. También consideran que uno de los requisitos son las personas, es decir la calidad del equipo que está detrás del negocio, confiar en sus capacidades. “Los inversionistas en un *early stage* no creen en el negocio. Ellos invierten plata en las personas” (Inicial del nombre. Apellido, comunicación personal, día de mes de año). Para Ries (2010) el valor de las startups no son sus productos, sus avances tecnológicos o incluso sus datos, el valor que crea una startups se encuentra en las personas y su organización que la construyeron y lo que hacen estas personas es desarrollo institucional: contratar empleados creativos, coordinar sus actividades y crear una cultura de empresa que ofrezca resultados y recalca que una startup es mayor que la suma de sus partes. Es una empresa sumamente humana.

Sobre las características que los inversores evalúan de los emprendedores, los expertos consideran que

En la misma línea, los expertos consideran que los inversionistas revisan la formación técnica y profesional del emprendedor, puesto que buscan un perfil de una persona con experiencia, tanto de éxitos como fracasos. Álvaro Echevarría nos comenta lo siguiente:

“Definitivamente qué han hecho antes, qué experiencia tienen, qué dedicación tienen, qué complementariedad hay en el equipo. En Perú y Latinoamérica valoran a alguien que ha

sido exitoso, pero viéndolo más allá mucho valoran el fracaso también. Casi nadie podría decir que a la primera le ha ido bien y con eso ha salido adelante. Hay una estadística que dice que los emprendimientos exitosos están entre 35 y 40 años y en su vez número 2.6. Esa experiencia se gana haciendo las cosas” (comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

Braggi Bamberger, también menciona que los inversionistas valoran que el equipo emprendedor no solo tenga experiencia, sino que venga con nuevas ideas. “Así van viendo los miembros de los equipos. Si tu presentas al financiador gente con experiencia en el rubro que tenga una nueva idea, profesión, te van a otorgar financiamiento” (comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

Como se ha mencionado, los expertos valoran la formación técnica y profesional de los emprendedores. Sin embargo, la ausencia de la misma es barrera en el acceso al financiamiento. El Experto 5 comenta sobre el acceso al financiamiento para aquellos emprendedores que no han recibido una formación universitaria: “Hay una barrera en el financiamiento que es que los inversionistas no ven a las personas que no han estudiado en una universidad” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

4.1.2. Ventajas

Sobre las ventajas de las diversas fuentes de financiamiento para startups, Evelyn Romero considera que “en términos monetarios, es más ventajosa una fuente *equity free* frente a un inversionista que te pide participación. Sin embargo, este último puede asumir el compromiso de conseguir rondas de inversión: “Wayra te brinda dinero, pero te pide participación, en cambio, Startup Perú no. Por ese lado es claro quién es más conveniente. Sin embargo, Wayra tiene mucha influencia en el sector privado; en cambio, Startup Perú no” (comunicación personal, 23 de octubre de año).

El E1, por el contrario, considera que no se puede afirmar que una fuente de financiamiento es más ventajosa que otra, puesto que cada una tiene una estructura y objetivos distintos. Algunas están compuestas por un solo inversor, con un excedente de dinero, y otras por un grupo de personas que invierten dinero de sus *partners*:

“La mayor parte de gente no entiende cuál es la diferencia entre una estructura de un venture capital y un angel investor. El primero, tiene un fondo de inversión, un límite de *partners* un tiempo de vida y un portafolio. Por otra parte, un angel investor es una persona que le gusta el emprendimiento y quiere invertir de su propio dinero, pero no necesariamente tiene un fondo de inversión. Ellos mismos invierten dinero personal en

varios emprendimientos. El venture capital no invierte dinero personal, invierte dinero de todos sus límites de partners”.

Los expertos consideran que la fuente de financiamiento más conveniente va a depender de las condiciones en las que inicie o se encuentre la startup. Por ejemplo, los emprendedores que buscan insertarse en el mundo del emprendimiento y tener mayor visibilidad, recurren con frecuencia a fondos del estado. Evelyn Romero nos comentó lo siguiente:

“Todo el mundo como primera opción de financiamiento va a las del estado. Startup Perú, Concytec que tiene fondos de investigación, pero te sirve. Estos emprendimientos que ganan cosas afuera con netamente de investigación, son para hacer cosas nuevas. Pero la pregunta va a hacer cuando termines de hacer todo esto, cómo lograr un precio competitivo para el mercado” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

La opinión de Daniel McBride coincide en que también existe una preferencia de los emprendedores por las fuentes del gobierno: “O sea, no cuáles deberían ser, sino a las que acuden, son los concursos, diferentes tipos de concursos en general porque siempre hay premios” (comunicación personal, 17 de octubre, 2019).

Sobre esta preferencia, Gwendolyn Sánchez nos menciona que lo que se debería rescatar de la participación en un concurso del estado es la resiliencia y perseverancia del equipo emprendedor:

“Su foco es ese, Startup Perú. Lamentablemente cuando no ganan el fondo se deprimen y piensan que se acabó la vida emprendedora porque lo ven como un fin y no como un medio. Dicen tengo que ganar porque sin ese dinero yo no puedo y se concentran tanto en ese fondo que cuando no lo logran, se deprimen y ya no vuelven a intentar. Entra ahí el factor emocional de resiliencia y perseverancia” (comunicación personal, 23 de octubre, 2019).

El Programa Startup Perú si bien otorga fondos no reembolsables, debe mejorar en dos aspectos fundamentales: el *mentoring* y el contacto con los potenciales clientes.

4.1.3. Suficiencia de montos

Los emprendedores consideran que los montos que han recibido de los concursos u otras fuentes han sido importantes para sus negocios y suficientes, en el sentido de que además les han permitido aprender. Plantean distintos puntos por los cuales consideran que los montos recibidos han sido importantes para sus startups y los dividimos en tres categorías: capacidad de administración de los fondos, análisis en retrospectiva y apoyo de los inversionistas.

Los emprendedores tienen como objetivo hacer crecer su negocio exponencialmente. Por ello, comentan que se debe aprender a administrar bien los fondos con los que cuentan, primero con los pequeños y luego ir escalando en montos, realizando cada vez un mejor manejo del dinero. El E5 comenta lo siguiente:

“Creo que sí están bien los fondos. Para el que recién inicia, si no puede administrar ese tipo de fondos, no va a poder hacerlo con el triple. Las incubadoras son para proyectos que inician y está validada su idea. La aceleradora es para alguien que ya tiene un producto validado y los ayudan a crecer. Las incubadoras creo que normalmente no te dan dinero. En cambio, las aceleradoras te dan entre USD 10,000, USD 20,000 y hasta USD 50,000”.

Por otra parte, el E1 comenta que los fondos que recibieron a lo largo de la vida de su startup fueron los correctos y si hubieran aceptado más fondos, esto hubiera significado menos dinero para ellos en el proceso de venta de su startup. Así, el E1 realiza el siguiente análisis:

“Dentro de las rondas de inversión, mirando en retrospectiva te das cuenta de que hubieras podido utilizar más dinero, pero al mismo tiempo en el momento de *exit*, más dinero hubiera significado menos dinero para nosotros ahora. Un ejemplo, si tú levantas un millón de dólares, entonces, en un evento de dilución de liquidación donde estás vendiendo tienes que devolver un múltiplo de eso. A veces es el triple, a veces el quintuplo, a veces décuplo, según como está estructurado”.

El programa del cual forman parte los emprendedores puede aportar mayor valor agregado que el dinero en sí mismo. El E3 comenta lo siguiente:

“El programa en sí aporta más valor que el monto, porque el monto es 15,000 dólares y lo puedes obtener en el concurso Startup Perú, pero el programa en sí lo recomendaría mucho. 15,000 dólares pude haberlo conseguido en *friends and family*”.

En las etapas iniciales de una startup es muy valorado el acompañamiento que puede brindar el inversionista a los emprendedores, incluso llegando a ser más importante que el dinero. En una etapa más avanzada de una startup, levantar más financiamiento implica mayor responsabilidad para los emprendedores, pues tienen que devolver un múltiplo del monto recibido a los inversionistas.

Los inversionistas están de acuerdo en que también existen beneficios no monetarios al acceder a una fuente de financiamiento. Estos son la red de contactos y la mentoría que te pueden ofrecer. Cesar Coasaca comenta acerca del acceso a personas que te puede proporcionar el inversionista: "El valor, el dinero no es todo. Contactos, redes de acceso a diferentes personas, mi experiencia qué más ofreces como profesional"(comunicación personal, 21 de octubre, 2019). En

la misma línea el Katherine Huacamayta opina que ahora los emprendedores ya no solo buscan un inversionista que les de dinero, sino que su valor agregado sea relevante para el crecimiento de la startup: "Siempre se espera mentoría y contactos, ya no solo dinero basta. Se busca a alguien que se remangue la camisa y este ahí" (comunicación personal, 21 de octubre, 2019).

Sequeda (2015) menciona dos criterios utilizados por los inversionistas para financiar una startup: aspectos financieros y capital intelectual (el capital humano y el capital relacional): "Los factores vinculados al capital intelectual del promotor –su capital humano y experiencia empresarial- se alzan como los más determinantes en la decisión de inversión" (p. 119). Respecto al capital humano, los emprendedores mencionaron que los inversionistas valoran el entendimiento del mercado que puede llegar a tener el emprendedor producto de su experiencia en un determinado rubro o sector. Los emprendedores entrevistados consideran que son poseedores de esas características, que les ha permitido conseguir el financiamiento. Respecto al capital relacional, los emprendedores mencionaron que los inversionistas también valoran el conocimiento que los emprendedores tienen de sus clientes. Lograr el conocimiento de los clientes demuestra un buen manejo de herramientas.

4.1.4. Confianza de la fuente financiera

Consideran que la confianza de los inversionistas se obtiene de la percepción que él tiene acerca de la calidad del equipo:

El E5 señala:

“Y si tienes un buen proyecto, te van a dar la plata, no necesitas este probar nada más que tu experiencia y que puedes hacer un buen líder en ese proyecto porque los inversionistas invierten en las personas no en el proyecto”.

Asimismo, el E4 señala:

“Al inversionista le da mucha confianza conocerte desde muy junior y ver cómo has ido creciendo, cómo ha ido evolucionando tu progreso. Es mucho mejor instalar una relación desde el inicio, por ejemplo, ahora los que nos va a invertir, muy probablemente son unas personas que nos han conocido desde que estábamos en Piura. Entonces es muy importante eso porque al final juega un papel muy clave en ver el cambio de un punto a otro”

Por su parte, el E2 indica lo siguiente: “Tenemos en el *board* unos inversionistas, nosotros creemos que mientras más personas seamos, va a ser más diverso el equipo y, por ende, esto va a crecer más y va a ser más enriquecedor”.

Los emprendedores mencionaron que es muy importante aprender a administrar fondos pequeños e ir realizando cada vez una mejor gestión del mismo. Esto concuerda con el estudio de Lázaro (2016) quien nos dice que el proceso de financiamiento de los emprendedores se desarrolla acorde a las circunstancias. Algunos empiezan con un fondo público y luego reciben financiamiento de inversionistas privados. Los fondos de concursos públicos en Perú bordean los S/50,000, capital con el cual los emprendedores pueden continuar validando su idea. Los inversionistas privados, pueden aportar mucho más dinero que los fondos públicos, pero para cuando llegue ese momento, el emprendedor ya debe tener experiencia manejando dinero.

Stam y Spigel (2016) señala que un aspecto importante del ecosistema del financiamiento es el conocimiento empresarial que pueden aportar los inversionistas. Sobre este aspecto, los emprendedores que formaron parte de un programa de aceleración comentaron que el programa en sí aporta mayor valor agregado que el dinero. Incluso, los primeros fondos para financiarse los pueden conseguir recurriendo a *Family, Fools and Friends*, pero no sucede lo mismo con el asesoramiento, ya que esto sólo lo brindan especialistas o empresarios con conocimientos.

Olmos (2014) menciona una definición de la Asociación Española de *Business Angels* la cual comenta que los Inversionistas Ángeles además de aportar capital, ofrecen asesoramiento en la gestión de las startups, transmiten su experiencia y tienen una red de contactos. Por ello, los emprendedores revelan que, al elegir a un inversionista, también evalúan su red de contactos y experiencia, puesto que sobre todo el primer aspecto, les podría tomar mucho tiempo en desarrollarlo.

Álvaro Echevarría considera que los contactos a los que pueda acceder una startup, a través de su inversionista, son vitales para su crecimiento. Además, también resalta que los emprendedores valoran la experiencia con la que cuenta su inversionista para poder guiarlos en el rubro donde se desarrolla la startup:

“Los contactos y ventas van a hacer que crezca la startup. La startup definitivamente está buscando Cash. Muchos inversores además de eso pueden ofrecer su experiencia tal vez en la industria a la que se está metiendo, su red de contactos que es importante para poder agilizar el proceso de validación o de entrada a cierto sector. Pero hay otros que se van al extremo. Te ofrecen los contactos y la experiencia y pone poco cash. Eso no debería ser tan interesante para el emprendedor. Porque al final el emprendimiento si necesita participación necesita el cash” (comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

Los emprendedores comentan que realizaron el mayor número de interacciones posibles con los inversionistas para evaluar si podían trabajar juntos. En estas reuniones evaluaron sobre todo el carácter de los inversionistas, así como el tipo de valor agregado que les estaban

ofreciendo. Álvaro Echevarría comenta:

“Evaluaba si podía trabajar con ellos, si tenían paciencia, si eran pasivos o activos, si tenían una red que me iba a servir o no. Tú estás eligiendo a ellos tal como ellos te están eligiendo a ti. Y como no quieres levantar *dumb money*, quieres asegurarte de que estén brindando valor. Los inversionistas mismos tienen que hacerse esa pregunta, ¿cuál es el valor que ellos están aportando? y no puede ser sólo el dinero, porque si es solo el dinero, dinero hay por todos lados. Hablando con otras personas te puedes dar cuenta si te puedes llevar con ellas o no, cuál es el tipo de carácter de la otra persona puesto que no todos son compatibles con todos” (comunicación personal, 18 de octubre, 2019).

4.1.5. Facilidad de trámites

Según E4 los trámites de Startup Perú no fueron engorrosos y el proceso es ordenado, no obstante, obtener el dinero demora, con ello concuerda E5. E4 menciona que startup Chile es más rápido que Startup Perú, sin embargo, E4 menciona que el financiamiento de fondos privados es engorroso y que requiere de varias fases, E3 indica también que es un proceso complicado en razón de que implica recolectar dinero de diferentes inversionistas, los cuáles pueden tener acuerdos diferentes. E2 comenta que pasaron por una asesoría para prepararse para la Serie A. Por el lado de las aceleradoras, E5 menciona que el proceso en Wayra fue fácil y rápido.

CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES

Las conclusiones a las que se han arribado a partir de la recolección de datos de las cinco startups: Amigo Cloud, Doktuz, Map Salud, Manzana verde y Helpers y de la opinión de los expertos, en correspondencia con los objetivos de la investigación y el marco teórico revisado, se exponen en seis partes: las fuentes de financiamiento utilizadas en las startups, el conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes y productos de financiación, los elementos de decisión de uso de fuentes de financiamiento en cuanto a características del emprendedor, empresa y proveedores y de las oportunidades y barreras de acceso a capital.

- Las fuentes más utilizadas en las startups son las provenientes del grupo emprendedor, de las aceleradoras, del fondo estatal y de la banca. Y las menos utilizadas son las 3Fs, las incubadoras, inversor ángel y *Venture capital*. Al inicio de la actividad emprendedora se utilizan los recursos propios, 3Fs, incubadoras, aceleradora e inversor ángel, correspondiéndoles el primer orden de uso; seguidas del fondo estatal, las aceleradoras y el *Venture capital*, el segundo orden; y, de la banca, el tercer y cuarto lugar. En algunos casos las aceleradoras ocupan también el tercer lugar en la secuencia. Resultados que coinciden con la opinión experta y los hallazgos en estudios previos que las aportaciones del grupo emprendedor junto con los 3Fs y las instituciones públicas son los principales aportantes de fondos.
- Desde el punto de vista de la modalidad del financiamiento predomina el uso de fuentes de capital sobre la deuda y otras fuentes, principalmente del estado. La financiación en capital constituye más de la mitad de las fuentes utilizadas por las startups, los fondos del estado aproximadamente la cuarta parte y la deuda una sexta parte. Lo que significa que optaron, para empezar su ciclo de financiamiento con capital a bajo costo, en algunos casos con capital no reembolsable (como el obtenido de Startup Perú y startup Chile) o las 3 Fs, luego con aceleradoras que brindaban valor agregado y capital, continuando con inversionistas privados, *angel investors o venture capital*. Este orden de financiamiento coincide con los estudios de Sau (2007) y Fourati, y Affes (2013) donde las empresas innovadoras también siguen un orden jerárquico, pero a diferencia de las empresas tradicionales, el capital riesgo precede en la jerarquía al capital de la deuda; lo que sugiere un orden jerárquico inverso al de las empresas tradicionales.

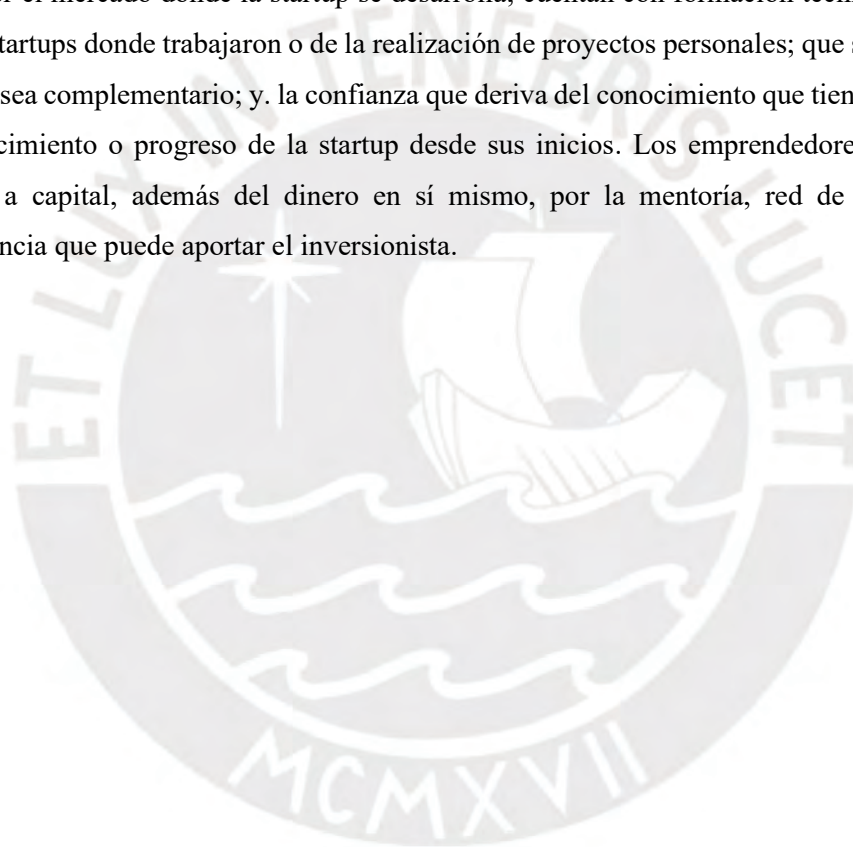
- Se ha identificado que todos los emprendedores han fracasado en solicitudes de financiamiento en alguna oportunidad. Entre las causas, a juicio experto, se mencionan aspectos de la propuesta de negocio, como la necesidad de buen estudio (del cliente, del mercado), basado en la innovación y la escalabilidad, y aspectos de los proveedores de capital. En general, el fracaso a solicitudes de financiamiento es normal en este tipo de empresas y beneficioso en cuanto promueve su perfeccionamiento porque les brindan feedback.
- Casi todos los emprendedores quedan sin capital para financiar sus operaciones en algún momento o pueden funcionar en pérdidas, lo que acontece en la fase de inicio y hasta la generación de ingresos sostenibles; es decir, hasta la etapa de escalamiento. Por otro lado, se sugiere que la necesidad de capital depende del giro, por ejemplo, las startups de alta tecnología (Hard tech) necesitan mucho más dinero en la etapa inicial.
- Los emprendedores tienen conocimiento sobre la disponibilidad de las fuentes de financiamiento, principalmente del nivel nacional y en algunos casos también del exterior, sobre todo los que de verdad están comprometidos porque todos están buscando no morir. El conocimiento es sobre todo de su entorno inmediato y se propone que no es lo suficiente como para poder mover este emprendimiento, debido a la variedad, cantidad y dinamismo de las fuentes de financiamiento.
- Los emprendedores reconocen como fuente principal de financiamiento en el Perú el programa de Startup Perú, además de algunas incubadoras o aceleradoras y son conscientes de las pocas opciones de financiamiento para emprendedores y del nivel básico de *Angel Investor* y *Venture Capital*. La oferta financiera en el Perú para las startups tiende a incrementarse e incluso a flexibilizarse. Comparada con otros ecosistemas más maduros es insuficiente, como Colombia que otorga directamente fondos, sin mediar competencia entre emprendedores, amparados en la Ley de emprendimiento.
- En otro sentido, se advierte que la oferta existe por parte del estado y en el ámbito internacional, que se dinamizará en la medida que haya demanda. Su acceso está supeditado a la claridad que tenga el emprendedor del proceso de emprendimiento basado en la innovación, la información actualizada de la oferta, a la adecuada preparación de las startups.
- El conocimiento de la oferta de financiamiento para las startups en otros ecosistemas del contexto mundial es un elemento que ha intervenido en la decisión de los emprendedores de dos startups en el uso de fuentes financieras de Chile y Estados Unidos y de una startup la solicitud, sin éxito, en más de un país del entorno internacional. Entre las facilidades se reconocen el gran volumen de inversionistas en *Silicon Valley* y la apertura, el mayor número de cupos que incrementa el chance de ganar si la propuesta responde a una buena idea en Statup Chile. El conocimiento que tienen otros emprendedores sobre las fuentes de

financiamiento universitarias, aceleradoras e incubadoras en Perú y al compararlas con el ecosistema de otros países, apunta como elemento de selección de las fuentes a utilizar al advertir que en el Perú hay tipos de inversionistas. Los que invierten en la persona o los que invierten en el negocio, tal es el caso de Chile, Colombia, -sin ir a EE.UU.- que invierten en personas más que en startups que son más riesgosas y consideran que eso es lo más importante, debido a ello, sienten la necesidad de buscar acceso a otras fuentes del exterior.

- Las características de las startups que han favorecido el uso de las diferentes fuentes de financiación, en opinión de los emprendedores son: el desarrollo de habilidades tecnológicas y la innovación que les ha ayudado a ser uno de los mejores en su mercado, donde el procesamiento de data masiva, es el intangible más importante y el modelo de negocio, un equipo de trabajo conformado por miembros con diferentes habilidades que se complementan en las distintas áreas del negocio, la búsqueda de un modelo de negocio B2C, una visión de expansión tanto nacional como internacional está presente en todas las startups y la existencia de ventaja competitiva en la medida que se esfuerzan por ser los únicos o los primeros, en el mercado en el que se encuentran, con una nueva idea de negocio: el vender comida personalizada, una excelente tracción de mercado, implementación de una ISO, procesamiento de data, priorizar la satisfacción de clientes.
- Las características de los emprendedores que han intervenido en la decisión de uso de diversas fuentes de financiamiento para sus startup son: el alto grado de experiencia en el sector de algunos emprendedores así como su perseverancia, capacidad de ejecución y aprendizaje acelerado de los que no cuentan con experiencia previa, la protección de la propiedad intelectual por INDECOPI en cuanto a protección de marca en donde el NDA es el contrato más usado para proteger información confidencial, sin embargo, no se reconoce algún mecanismo de protección sólido en Perú, pero sí en otros países, el estar de acuerdo con ceder acciones a cambio de capital y divulgar información de sus proyectos.
- Se ha identificado que las características de los proveedores de capital tomados en cuenta por los emprendedores al momento de decidir la fuente de financiamiento a optar incluyen no solo el aspecto monetario, sino también valor agregado siendo el más importante la red de contactos que el inversionista pueda proveer. En general se busca obtener Smart money, para lo cual el proveedor de capital debe tener experiencia en la industria o brindar un apoyo que les permita diferenciarse de otras startups similares.
- Respecto a los requisitos exigidos por los inversionistas para otorgar financiamiento y que ha repercutido en el uso del mismo por los emprendedores es a través de información contenida en diferentes documentos: pitch, modelo financiero, descripción de la utilidad que le darán al

capital solicitado, one page y protección intelectual. Por otra parte, el haber aceptado las condiciones exigidas por los inversionistas para la obtención financiamiento como: la distribución y plan de acciones, protección contra la dilución, derechos de bloqueo, notas convertibles y reubicación del emprendedor. Intervinieron también en el uso de fuentes financieras el ajuste de los emprendimientos a los criterios de elegibilidad usados por los inversionistas como la complementariedad y competencias del equipo emprendedor, el conocimiento del cliente, la tracción y plan de exit.

- Respecto a las oportunidades de acceso a capital, se ha encontrado que los inversores otorgan financiamiento a aquellos emprendedores que conocen a sus clientes; tienen capacidad de entender el mercado donde la startup se desarrolla; cuentan con formación técnica producto de las startups donde trabajaron o de la realización de proyectos personales; que su equipo de trabajo sea complementario; y. la confianza que deriva del conocimiento que tiene el inversor del crecimiento o progreso de la startup desde sus inicios. Los emprendedores valoran el acceso a capital, además del dinero en sí mismo, por la mentoría, red de contactos y experiencia que puede aportar el inversionista.



CAPÍTULO 7: RECOMENDACIONES

Del análisis de los hallazgos y conclusiones y de las recomendaciones obtenidas por los propios emprendedores de las startups del estudio, se formulan las siguientes recomendaciones, para los emprendedores, al Programa startups Perú, a las empresas en general y a las autoridades.

1. A los emprendedores

1. Profundizar el conocimiento de las fuentes financieras para startups no solo a nivel local sino a nivel internacional, para acceder a mayores opciones de financiamiento y lograr levantar mayores montos de capital.
2. Concebir que el fracaso a solicitudes es frecuente por lo cual no debería afectar a la moral del equipo del emprendimiento.
3. Averiguar el valor que les pueden ofrecer los proveedores de capital antes de decidir por cuál optar y fortalecer relaciones con los mismos ya que a largo plazo puedan beneficiarse del valor agregado que puedan ofrecer.
4. En la búsqueda de financiamiento entender la particularidad que tienen y que los diferencia de los demás competidores no solo a nivel de negocio, sino personal. Esta particularidad puede ser usada como una ventaja competitiva al momento de levantar una ronda de inversión.
5. Armar un equipo que complemente sus habilidades y experiencias en distintas áreas para obtener mejores resultados de eficiencia y rentabilidad.
6. Estar informados y atentos a las tendencias del mercado para actualizar sus procesos y aplicar prácticas innovadoras en su negocio. La identificación de una ventaja competitiva es importante para ser realmente los únicos en aplicar un nuevo proceso que ayudará a mejorar sus operaciones como startup.
7. Formarse en los documentos necesarios para levantar inversión, a través de mentoría o auto estudio. Las condiciones del financiamiento deben estar bien claras y el emprendedor debe tener suficiente entendimiento para ver cómo se ve afectado de acuerdo a diferentes escenarios de su startup en algunos años.
8. Contar con experiencias previas en un determinado rubro o sector antes de realizar un emprendimiento, les va a proporcionar conocimientos de los clientes, proveedores y otros, para una mayor validación frente a los inversionistas.

9. Para los emprendedores que han trabajado en entorno corporativo explorar oportunidades de especializarse en un rubro de su interés y utilizarlo como background para iniciar su emprendimiento, conformar equipos de trabajo o aporte de financiamiento de sus colegas en razón a que el financiamiento de Family, Fools and Friends es una importante fuente de bajo costo.
10. Aunque en el ecosistema peruano no existe una oferta abundante de fuentes de financiamiento para startups, es relevante informarse sobre los beneficios de cada una de ellas para evaluar cuál es la que se adecúa mejor a sus necesidades según la etapa del ciclo de vida en la que se encuentren.
11. Realizar una planificación financiera que incluya el flujo de caja y capital de trabajo, en especial si se cuenta con un fondo fijo como concursos del estado, incubadoras o aceleradoras. Es importante tener claro conocer cuánto por cuánto tiempo se puede sobrevivir con estos fondos de capital, ello ayuda a encontrar un buen timing para la primera ronda de inversión.
12. Evaluar la red de contactos, la afinidad, la experiencia y el compromiso de los posibles inversionistas, puesto que esto también influye en el éxito del startup. Es más importante analizar factores intrínsecos del inversionista antes que el dinero que pueda otorgar. Considerar aportes no monetarios al momento de buscar financiamiento.
13. Definir concretamente a los clientes y aún más importante, contar con ventas antes de solicitar financiamiento. Para definir a los clientes realizar estudios sobre intenciones de compra, disposición a pagar, demanda potencial.
14. Divulgar información de forma estratégica sobre el proyecto para contribuir con sus emprendimientos, puede ser usado como una estrategia de adquisición de clientes o de posicionamiento. Viceversa, informarse de otros emprendimientos para un aprendizaje continuo.

2. Al Programa Startup Perú

15. Establecer mecanismos que favorezcan dos aspectos fundamentales: el contacto con los potenciales clientes y el *mentoring* o acompañamiento en la etapa posterior al concurso dado que se enfocan en evaluar el cumplimiento de hitos que en ayudar a mejorar su propuesta de valor o su red de contactos.
16. Fortalecer la red de contactos entre los ganadores del fondo, que será útil para compartir experiencias en el desarrollo de los emprendimientos, así como para generar alianzas.

3. A las autoridades

17. Dinamizar mecanismos que promuevan redes de inversionistas *Ángeles* y *venture capital* en el país.
18. Establecer políticas y normas que faciliten y regulen la diversificación de instrumentos financieros para startups y/o incluir nuevos como el *crowdfunding*.
19. Brindar un mejor marco de protección para la propiedad intelectual debido a que ello podría fomentar el desarrollo de tecnología y reduciría la sensación de riesgo de los emprendedores que desarrollan productos innovadores.



CAPÍTULO 8: LIMITACIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Las limitaciones de este estudio pueden superarse en futuras investigaciones, en siguientes aspectos:

El objetivo de la investigación está enfocado en la perspectiva de los emprendedores, en las experiencias que ellos han vivido respecto a la búsqueda y acceso a las fuentes financieras. La perspectiva de los proveedores de capital no ha sido considerada. Si los emprendedores han hecho uso de las fuentes financieras es posible que la elección haya surgido de los proveedores de capital, al haber accedido a la solicitud de financiamiento del emprendedor; ellos pueden ver este tema desde otra óptica. No fueron incluidos en este estudio por la dificultad de acceso a todos los proveedores de capital de las startups; sin embargo, se ha logrado entrevistar a otros proveedores en calidad de expertos; información que ha servido para validar los hallazgos. Se recomienda realizar un estudio en el que se incluyan a ambos, tal vez como contrastación o comparación o sólo desde la perspectiva de los proveedores de capital, dependiendo del propósito. Respecto a fuentes de información no se ha recurrido a revisión documental de las startups para corroborar la información acerca de las características de los emprendedores o de la empresa o de cumplimiento de requisitos y condiciones impuestas por los proveedores que han facilitado el uso de las fuentes financieras, en razón que constituye información sensible y la necesidad de garantizar la aceptación para conformar la muestra de estudio. Por otro lado, la entrevista se dirigió a un solo fundador de la startup; por tanto, la información obtenida se refiere a ellos ya que la opinión de diversos miembros del equipo podría haber enriquecido la información y los hallazgos. Razones de tiempo y dificultad de obtener citas no lo permitieron, por su recargada labor.

En futuras investigaciones sobre uso de fuentes de financiamiento de startups, a partir de los hallazgos de este estudio, se sugiere profundizar en los algunos tópicos que se detallan a modo de ejemplo:

- Las oportunidades y barreras de acceso de las startups a cada tipo de fuentes de financiamiento disponibles en el mercado.
- La influencia de la etapa de vida de las startups en las decisiones de uso de fuentes financieras. Lo que implicaría un estudio por etapas de vida, con otro tipo de metodología: diseño longitudinal, estudio de casos con muestras homogéneas u otra.
- Nivel de acceso a financiamiento entre emprendedores seriales (con más de un emprendimiento) y emprendedores nuevos.

- Finalmente, estudios que esclarezcan los factores que condiciona la estructura de capital de las startups para validar la teoría de la jerarquía financiera tradicional y la inversa, mediante enfoques cuantitativos.



REFERENCIAS

- Aaltonen, A. (2016). Factors Shaping Entrepreneurial Ecosystems and the Rise of Entrepreneurship: A View from Top Management Journals. *Demos*, Documento de trabajo. Recuperado de <https://www.demoshelsinki.fi/wp-content/uploads/2016/05/Aaltonen-Factors-shaping-entrepreneurial-ecosystems-1.pdf>
- Alianza para la Inclusión Financiera. (2010). *Documento sobre políticas. La medición de la inclusión financiera para entes reguladores: Diseño e implementación de encuestas*. Recuperado de [https://www.afiglobal.org/sites/default/files/pdfimages/afi%20policy%20paper-SP%20\(2\).pdf](https://www.afiglobal.org/sites/default/files/pdfimages/afi%20policy%20paper-SP%20(2).pdf)
- Aleu, M. (2018). *Una mirada al Crowdfunding como método de financiación*. Tesis para optar el Grado de Magister en Abogacía En: Repositorio Re-UNIR. Recuperado de <https://reunir.unir.net/bitstream/handle/123456789/7686/ALEU%20BARNADAS%20MIREIA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Arenal, A., Armuña, C., Ramos, S. y Feijóo, C. (2018). *Ecosistemas emprendedores y startups, el nuevo protagonismo de las pequeñas organizaciones*. Recuperado de <https://www.mincotur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/407/ARENAL,%20ARMU%C3%91A,%20RAMOS%20Y%20FEIJOO.pdf>
- Asobancaria. (2017). Crowdfunding: nueva herramienta para la inclusión financiera. *Semana Económica*, Recuperado de <https://saberamas.s3.amazonaws.com/asobancaria/1104.pdf>
- Baeck, P., Collins, L., y Zhang, B. *Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014*. UK: Nesta. Recuperado de <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf>
- Banco Mundial. (2009) *¿Finanzas para todos? Políticas y trampas en la expansión del acceso*. Recuperado de <http://documentos.bancomundial.org/curated/es/298851468177537604/Finanzas-para-todos-pol-237-ticas-y-trampas-en-la-expansion-del-acceso>
- Bartesaghi, A., De Souza, S., Lasio, M., Varela, R., Veiga, L., Kew, P. y Herrington, M. (2016) *GEM América Latina y el Caribe 2015/16*. Recuperado de <http://www.ieem.edu.uy/pdf/noticias/154/resultados-del-global-entrepreneurship-monitor-2015-2016.pdf>
- Berger, A. y Udell, G. (1998). The Economics of Small Business Finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 1- 69. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=137991
- Bernstein, R. (2017, enero 06). Etapas de la financiación de inicio. Recuperado de <https://online.pointpark.edu/business/startup-funding-stages/>
- Blank, S. y Dorf, B. (2013). *El manual del emprendedor: la guía paso a paso para crear una gran empresa*. Barcelona: Editorial Gestión 2000.
- Buiza, J. (2017). *Caracterización y desarrollo de indicadores de las incubadoras universitarias peruanas* [Tesis de maestría]. Recuperado de

http://repositorio.upch.edu.pe/bitstream/handle/upch/707/Caracterizacion_BuizaFerreiros_Julio.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Bullard, A. (2016). *La asimetría de la información en la contratación a propósito del dolo omisivo*. Recuperado de <http://absta.info/la-asimetra-de-informacin-en-la-contratacin-a-proposito-del-dol.html>
- Castro, E. (2010) El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de Administración*, 1(2), 31-54.
- Claessens, S. (2006). Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives. *The World Bank Research Observer*, 21 (2), 207-240. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/16428/767600JRN0WBRO00Box374387B00PUBLIC0.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Connelly, B., Trevis, S., Duane, R. y Reutzel, C. (2011). Teoría de la señalización: una revisión y evaluación. *Journal of Management*, 37 (1), 39-67. Recuperado de <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Córdoba, C., Higuera, J. y Peña, L. (s/f). Venture capital y Private Equity como promotores de crecimiento económico en Colombia. *Boletín*, 8, 1-6. Recuperado de <http://www.fce.unal.edu.co/boletines/uamf/boletin8/006.pdf>
- Cotei, C. y Farhat, J. (2017). The Evolution of Financing Structure in U.S. Startups. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 19(1), 1-32- Recuperado de <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol19/iss1/4>
- Cressy, R. (2006). Venture Capital. En M. Casson (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurship* (pp. 353-383). Oxford: Oxford University Press. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/286116568_Venture_Capital
- Cruz C. y Matiz F. (2004). *Sistema Nacional de Creación e Incubación de Empresas Colombia*, Editorial Servicio Nacional de Aprendizaje Nacional – SENA. Recuperado de https://cmapspublic3.ihmc.us/rid=1177390614187_874055500_1270/Cruz_MatizSNCIEMayo2004.pdf
- Chipeta, Ch. (2012). *Financial liberalisation and the capital structure of firms listed on the johannesburg stock Exchange* [Tesis doctoral]. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Chimwemwe_Chipeta/publication/320246273_financial_liberalisation_and_the_capital_structure_of_firms_listed_on_the_johannesburg_stock_exchange/links/59d778c90f7e9b42a6b0a19b/financial-liberalisation-and-the-capital-structure-of-firms-listed-on-the-johannesburg-stock-exchange.pdf
- Denis, D. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326. Recuperado de https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/36733431/Entrepreneurial_Finance.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1538278911&Signature=7t%2F*4ockSAG26gLkyvI%2BnWJBjPxE%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DEntrepreneurial_finance_an_overview_of_t.pdf
- Díaz, S., Mendoza, V. y Porras, C. (2011). Una guía para la elaboración de estudios de caso. *Razón y Palabra*, 75, 1-25.

- European Business Angels Network (EBAN). (2009). *Tool Kit. Introduction to business angels and business angels network activities in Europe*. Recuperado de https://ec.europa.eu/research/industrial_technologies/pdf/eban-tool-kit_en.pdf
- European Commission. (2017). *Addressing Information Barriers in the SME Funding Market in the Context of the Capital Markets Union* Brussels: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Recuperado de https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170606-sme-access-to-funding_en.pdf
- EBAN. (2013). *Glossary - European Business Angels Network*. Recuperado de <http://www.eban.org/glossary/business-angel-ba>
- Eisenhardt, K. y Graebner, M. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25-32.
- Escobedo, L. (2014). Evolución de la teoría sobre la estructura financiera óptima en las empresas. *Revista Caribeña de Ciencias Sociales*, 12. Recuperado de <http://caribeña.eumed.net/estructura-financiera/>
- Falconi, G. (2016, junio 29). Ecosistema startup en Perú. Recuperado de <https://www.slideshare.net/gfalconic/ecosistema-startup-en-peru?trk=v-feed>
- Falconi, G. (2018, setiembre 21). Etapas de una startup y Fuentes de Financiamiento en Perú. Recuperado de <https://es.linkedin.com/pulse/etapas-de-una-startup-y-fuentes-financiamiento-en-falconi-canepa>
- Fierro, E. (2015). *Las startups. Problemática y fuentes de financiación externa no bancaria en España* [Tesis de licenciatura]. Recuperado de <https://riull.ull.es/xmlui/bitstream/handle/915/1516/Las%20startups.%20Problematica%20y%20fuentes%20de%20financiacion%20externa%20no%20bancaria%20en%20Espana..pdf?sequence=1>
- Finecta. (s/f). *Guía para invertir en startups y entender el modelo Crowdfunding*. Recuperado de <http://www.finecta.com/assets/pdf-finecta2.pdf>
- Fino, D.M. (2013). *Innovación en modelos de negocio: metodología Lean Canvas en una startup de base tecnológica* [Ensayo para optar el título de especialista en alta gerencia]. Recuperado de <http://eprints.rclis.org/22429/1/UMNGAGG48FS-Diego%20Mauricio%20Fino%20Garz%C3%B3n-Ensayo%20v.5.pdf>
- Flórez, L. (2018). *Ecosistema de Emprendimiento*. Caldas, Colombia: Centro Editorial UCM. Recuperado de www.ucm.edu.co/wp-content/uploads/docs/.../Ecosistema_Emprendimiento.pdf
- Fong Chun Cheong, S. (2015). Equity financing and debt financing. *Hong Fourati Kong Institute of Accredited Accounting Technicians*, Paper N° 2. Recuperado de http://www.hkiaat.org/e-newsletter/Apr-15/technical_article/PBEII.pdf
- Fourati, H y Affes, H. (2013). La estructura de capital de la creación de empresas: ¿existe una teoría de orden jerárquico o una orden jerárquica invertida? Evidencia del estudio de panel sobre dinámicas empresariales. *Tecnología e inversión*, 4(4), 244-254. Recuperado de <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:5qn5TX9->

mUwJ:<https://www.scirp.org/journal/PaperInformation.aspx%3FPaperID%3D38920+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=p>

- Fracica, G. (2009). La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: Estructura y conceptos. *Revista Escuela de Administración de Negocios EAN*, (66), 31-66. Recuperado de <https://journal.universidadean.edu.co/index.php/Revista/article/download/472/459/+&cd=2&hl=es&ct=clnk&gl=pe>
- Fracica, G., Matíz, F., Hernández, G. y Mogollón, Y. (2011). Capital semilla para la financiación de Start Ups con alto potencial de crecimiento en Colombia. *Revista EAN*, (71), 126-146. Recuperado de http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0120-81602011000200009&lng=en&tlng=es
- Fusté, N. (2017). *Estudio de las empresas incubadoras y aceleradoras españolas* [Tesis de Maestría]. Recuperado de <https://riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/89252/FUST%20C3%89%20-%20ESTUDIO%20DE%20LAS%20EMPRESAS%20INCUBADORAS%20Y%20ACELERADORAS%20ESPA%20C3%91OLAS.pdf?sequence=1>
- Gallardo, E. (2017). *Metodología de la investigación: Manual autoformativo interactivo*. Huancayo: Universidad Continental.
- Gestión Financiera Internacional. (2018). *Mercado internacional: lucrativo, pero también desafiante*. Recuperado de https://efinancemanagement.com/yhttps://www.google.com.pe/search?q=traducir+del+ingles+al+espa%C3%B1ol&rlz=1C1CHBF_esPE801PE801&oq=traducir+del+ingles+al+espa%C3%B1ol&aqs=chrome.1.69i57j0l5.17046j0j7
- Gómez, L. (2008). Información asimétrica: selección adversa y riesgo moral. *Actualidad Empresarial*, (170), 1-4. Recuperado de https://www.academia.edu/7011224/Informaci%C3%B3n_asim%C3%A9trica_riesgo_moral_y_selecci%C3%B3n_adversa
- Henriksen, A. (2015). *Análisis de las fuentes de financiación accesibles a Start-Ups en el mercado español Las etapas del ciclo de vida como factor influyente*. Universidad Pontificia de Comillas, Madrid. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/4427/TFG000667.pdf?sequence=1>
- Hernández, C. y González, D. (2016). Estudio del ecosistema de startup en Lima, Perú: Estudio de caso colectivo. *Latin American Business Review*, 17(2), 115-137. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/10978526.2016.1171678>
- Hernández, R., Fernández, C. y Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación*. México D.F.: Editorial McGraw-Hill/Interamericana.
- Hoyos, J. (2013). Financiación del proceso emprendedor en España. Retos y desafíos. En *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM* (pp. 1- 150). España: Editorial Universidad de Cantabria. Recuperado de <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%202013/GEM2013.pdf>

- Hoyos, J. y Saiz, M. (2010). *Financiación del proceso emprendedor: particularidades en las nuevas iniciativas de base innovadora*. Universidad del País Vasco, España. Recuperado de <http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/51666/1/375-386.pdf>
- Inclusión financiera en el Perú y en países de la región. (2018). *Asbanc Semanal* (276), pp. 1-5. Recuperado de <https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/Asbanc%20Semanal%20276.pdf>
- Innovate Perú. (s/f). *Historia*. Recuperado de <https://www.innovateperu.gob.pe/quienes-somos/historia>.
- Isenberg, D. (2011). Domains of the Entrepreneurship Ecosystem [Publicación en blog]. Recuperado de <https://blogs-images.forbes.com/danisenberg/files/2011/05/EES-Domains-and-Pillars-only1.jpg>
- Jara, M., Montoro, A. y Rivera, D. (2017). *Caracterización de los elementos clave del crecimiento en las startups: estudio de casos múltiples de startups limeñas ganadoras del concurso StartUp Perú* [Tesis de licenciatura]. Recuperado de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/11881>
- Korityak, A., y Fichtel, T. (2012). *Growth-oriented start-ups – factors influencing financing decisions* (Tesis de maestría). Recuperada de <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:533410/FULLTEXT01.pdf>
- Lázaro, M. (2016). *Análisis del proceso de financiamiento de las startups en el Perú desde la perspectiva de los emprendedores* (Tesis de maestría). Recuperada de http://repositorio.concytec.gob.pe/bitstream/20.500.12390/237/3/2016_Lazaro_An%C3%A1lisis-del-proceso-de-financiamiento-de-las-startups.pdf
- León, M. (2004). *Diccionario de Informática, telecomunicaciones y ciencias afines*. Madrid: Díaz de Santos.
- Mapsalud (2019). Mapsalud, seguro de salud Perú. Recuperado de <https://www.mapsalud.com/>
- Martínez, P. (2006). El método de estudio de caso: estrategia metodológica de la investigación científica. *Pensamiento & Gestión*, (20), 165-193. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/646/64602005.pdf>
- Mascareñas, J. (2007). *Contratos Financieros Principal-Agente*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2314564
- Mascareñas, J. (2008). *La estructura de capital óptima*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312640
- Mason, C., y Harrison R. (2010). *Annual report on the business angel market in the United Kingdom: 2008/09*. Recuperado de https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/32214/10-994-annual-report-business-angel-market-2008-2009.pdf
- Mason, C., y Brown, R. (2014). *Entrepreneurial Ecosystems and Growth Oriented Entrepreneurship*. La Haya: OECD. Recuperado de <https://www.oecd.org/cfe/leed/Entrepreneurial-ecosystems.pdf>

- Merladet, M. (2017). *Análisis del capital riesgo en España* (Tesis de maestría). Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/25465/1/TFM000913.pdf>
- Ministerio de la Producción. (2016). *Evidentia: Evaluaciones Ejecutivas 2016*. Lima: PRODUCE. Recuperado de <https://docplayer.es/85920106-Ministerio-de-la-produccion-vid-ntia-evaluaciones-ejecutivas-fortalecimiento-de-capacidades-impacto-productividad-0-inicio-programa.html>
- Ministerio de la Producción. Perú. (s.f.). *Alternativas de Financiamiento para las MIPYME: Cuaderno de Trabajo*. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/295806183/Cuaderno-de-Trabajo-Alternativas-de-Financiamiento>
- Montoya, D. (2015). Startups: tendencias en América Latina y su potencialidad para el crecimiento empresarial. *Contexto*, 4, 7-20. Recuperado de <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/416/733>
- Montoya, D. (2016). Startup y Spinoff: definiciones, diferencias y potencialidades en el marco de la economía del comportamiento. *Contexto*, 5, 141-152. Recuperado de <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/657/961>
- Motoyama, Y., y Watkins, K. (2014). *Examining the Connections within the startup Ecosystem: A Case Study of St. Louis*. Kansas City: Ewing Marion Kauffman Foundation. Recuperado de https://www.kauffman.org/-/media/kauffman_org/research-reports-and-covers/2014/09/examining_the_connections_within_the_startup_ecosystem.pdf
- Musso, R., y Ehecopar, G. (2012). *El Valle de la Muerte*. Santiago de Chile: Catalina Romero. Recuperado de http://altair.elo.utfsm.cl/uploads/pdf/Musso2012_cortesias_para_ELO_USM.pdf
- Myers, S., y Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221. Recuperado de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.334.7154&rep=rep1&type=pdf>
- Neck, H., Meyer, G., Cohen, B., y Corbett, A. (2004). An entrepreneurial system view of new venture creation. *Journal of Small Business Management*, 42(2), 190-208. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/229539933_An_Entrepreneurial_System_View_of_New_Venture_Creation
- OCDE. (2015). *Estudios del Centro de Desarrollo startup América Latina Construyendo un futuro innovador*. Monterrey: OCDE. Recuperado de <http://www.oecd.org/dev/americas/ProgressReport.pdf>
- OCDE, CEPAL y CAF. (2016). *Perspectivas económicas de América Latina 2017: Juventud, competencias y emprendimiento*. París: OCDE. Recuperado de https://www.oecd.org/dev/americas/E-book_LEO2017_SP.pdf
- Olmos, M. (2014). *Startups: Vías de financiación alternativa* (Tesis de licenciatura). Recuperada de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/50/1/TFG000204.pdf>

- Pandey, N. (2018). An Analysis of startup Ecosystem in Metropolitan City in India. *International Journal of Engineering and Management Research*, 8(2), 237-244. Recuperado de <http://www.ijemr.net/DOC/AnAnalysisOfstartupEcosystemInMetropolitanCityInIndia.pdf>
- Pérez, J., Sattler, S., Bertoni, M., y Terreno, D. (2015). *Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pyme latinoamericanas. Cuadernos de Contabilidad*, 16(40), 179-204. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5430441>
- Pichihua, S. (27 de setiembre de 2017). Startups en el Perú se incrementarán en 60% en el 2018. *Andina*. Recuperado de <https://andina.pe/agencia/noticia-startups-el-peru-se-incrementaran-60-el-2018-684507.aspx>
- Pichihua, S. (2017). Perú está en el puesto 7 de 24 países a nivel de América Latina y El Caribe en promoción de la innovación. 27 de set. Día 1 del diario El Comercio, Lima.
- Ponce, M., y Pasco, M. (2018). *Guía de investigación en Gestión*. Lima: PUCP. Recuperado http://cdn02.pucp.edu.pe/investigacion/2015/11/23144937/GUI%C3%ACA-DE-INVESTIGACIO%C3%ACN-EN-GESTIO%C3%ACN_LISTO_2X2_16nov_f2.pdf
- Rai University (RU). (s.f.). *Management of Financial Services*. Dindigul: RU. Recuperado de <http://www.psnacet.edu.in/courses/MBA/Financiamiento%20services/8.pdf>
- Ridder, H. (2017). The theory contribution of case study research designs. *Business Research*, 10(2), 281-305. Recuperado de <https://link.springer.com/article/10.1007%2Fs40685-017-0045-z>
- Ries, E. (2012). *El método de Lean startup. Cómo crear empresas de éxito utilizando la innovación continua*. Barcelona: Deusto S.A.
- Roa, M. (2013). Inclusión financiera en América Latina y el Caribe: acceso, uso y calidad. *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, 0(2), 121-148. Recuperado de https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LIX03-01.pdf
- Roa, M. (2014). La inclusión y la estabilidad financieras. *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, 1-25. Recuperado de <https://www.cemla.org/PDF/investigacion/inv-2013-12-15.pdf>
- Rojas, L. (2017). *Situación del financiamiento a pymes y empresas nuevas en América Latina*. Santiago de Chile: CIEPLAN. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1076/FINANCIAMIENTO%20A%20PYMES%20y%20EMPRESAS%20NUEVAS%20EN%20AL-300617.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Ruiz, N. (2017). *La Innovación Empresarial y el Emprendimiento; el Fenómeno de las startups* (Tesis de licenciatura). Recuperada de <http://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/28453/TFG-O%201116.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Ruiz, P. (25 de mayo de 2017). Las redes de inversionistas Ángeles crean la Asociación Peruana de Capital Emprendedor y Semilla (Pecap). *Udep*. Recuperado de <http://udep.edu.pe/hoy/2017/las-redes-de-inversionistas-angeles-crean-la-asociacion-peruana-de-capital-emprendedor-y-semilla-pecap/>

- Sales, X., y Careny, J. (2008). La investigación con estudios de caso en contabilidad de gestión, una ciencia social. *Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión*, 6(12), 1-15. Recuperado de http://www.observatorio-iberoamericano.org/ricg/n%C2%BA_13/xavier_salas_y_jordy_carenys.pdf
- Sandoval, C. (1996). *Investigación cualitativa*. Bogotá: ICFES. Recuperado de <http://biblioteca.udgvirtual.udg.mx/jspui/bitstream/123456789/2815/1/Investigaci%c3%b3n%20cualitativa.pdf>
- Sau, L. (2007). New Pecking Order Financing for Innovative Firms: An Overview. *MPRA*, 22(3659), 1-28. Recuperado de https://pdfs.semanticscholar.org/a80a/c476de2f2289017d79b2be2928dc6a582f45.pdf?_ga=2.106602945.316591759.1572674185-719600880.1570211235
- Schwartz, A. (2015). The Digital Shareholder. *Minnesota Law Review*, 100(2), 609-85. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2707266
- Sequeda, J. (2015). *Criterios de decisión para la financiación alternativa en la creación de empresas start-up* (Tesis doctoral). Recuperado de http://dehesa.unex.es/xmlui/bitstream/handle/10662/3813/TDUEX_2016_Sequeda_Ten a.pdf?seq%20uence=1&isAllowed=y
- Serida, J., Alzamora, J., Guerrero, C., Borda, A., y Morales, O. (2016). *Global Entrepreneurship Monitor: Perú 2015-2016*. Lima: ESAN. Recuperado de https://www.esan.edu.pe/publicaciones/2016/12/15/reporte_GEM%202015-2016%20final.pdf
- Serida, J., Alzamora, J., Guerrero, C., Borda, A., y Morales, O. (2017). *Global Entrepreneurship Monitor: Perú 2016-2017*. Lima: ESAN. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/publicaciones/2017/10/12/GEM%202016-2017%20VF.pdf>
- Söderblom, A., y Samuelsson, M. (2014). *Sources of capital for innovative startup firms: An empirical study of the Swedish situation*. Örebro: Näringspolitiskt Forum. Recuperado de https://entreprenorskapsforum.se/wp-content/uploads/2014/05/NaPo_Sourcesofcapital_webb.pdf
- Stam, E., y Spigel, B. (2016). Entrepreneurial Ecosystems. *U.S.E Discussion Paper Series*, 16(13), 1-15. Recuperado de <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/347982>
- StartUp Perú. (2015). *Acerca de StartUp Perú*. Recuperado de <http://www.start-up.pe/acerca.html>
- Stiglitz, J. (2002). La información y el cambio en el paradigma de la ciencia económica. *Revista Asturiana de Economía*, (25), 95-164. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2305220>
- Streletski, J., y Schulte, R. (2013). Which venture capital selection criteria distinguish high-flyer investments? *Venture Capital*, 15(1), 29-52. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/citedby/10.1080/13691066.2012.724232?scroll=top&needAccess=true>
- USIL Miami Business School. (2017, diciembre 11). Emprendimiento y startup: Aprende la diferencia [Publicación de blog]. Recuperado de <https://blog.usilmiami.com/emprendimiento-startup-diferencia>

- Villarreal, O. (2017). Is it desirable, necessary and possible to perform research using case studies? *Cuadernos de Gestión*, 1(17), 147-172.
- Villarreal, O., y Landeta, J. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación científica en dirección y economía de la empresa. Una aplicación a la internacionalización. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(3), 31-52. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1135252312600331>
- Yin, R. (1994). *Investigación sobre Estudio de Casos: Diseño y Métodos*. London: Sage Publications. Recuperado de <https://panel.inkuba.com/sites/2/archivos/YIN%20ROBERT%20.pdf>



ANEXOS

ANEXO A: Matriz de consistencia detallada

Tabla A1: Matriz de consistencia General

Pregunta general	Objetivo general	Variables	Sub variables	Método de recolección de información	Instrumentos de investigación	Fuentes de información
<p>¿Cuáles son los elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de financiación de startups, en la perspectiva de los emprendedores de un grupo de startups que operan en la ciudad de Lima?</p>	<p>Identificar los elementos que intervienen en las decisiones del uso de fuentes de financiación de startups en la perspectiva de los emprendedores de un grupo de startups que operan en la ciudad de Lima.</p>	<p>Elementos de la decisión de uso de fuentes de financiamiento</p>		<ul style="list-style-type: none"> - Entrevista en profundidad - Análisis documental de fuentes oficiales y públicas 	<ul style="list-style-type: none"> - Guía de entrevista en profundidad para expertos y CEOs de startups. - Ficha de registro de análisis documental. 	<ul style="list-style-type: none"> - CEOs - Expertos - Sitio web - Bibliografía - Noticias

Tabla A1: Matriz de consistencia General (continuación)

Preguntas específicas	Objetivos específicos	VARIABLES	Sub variables	Método de recolección de información	Instrumentos de investigación	Fuentes de información
¿Cuáles son las fuentes de financiamiento utilizadas por las startups ?	Identificar las fuentes de financiamiento utilizadas por las startups.	Fuentes de financiamiento	Utilizadas Por utilizar	- Entrevista en profundidad - Análisis documental de fuentes oficiales y públicas	- Guía de entrevista en profundidad para expertos y CEOs de startups. - Ficha de registro de análisis documental.	- CEOs - Expertos - Sitio web - Bibliografía - Noticias
¿Cuál es el conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups y de los servicios que ofrecen?	Identificar el conocimiento de los emprendedores acerca de la disponibilidad de fuentes de financiamiento para startups y de los servicios que ofrecen.	Conocimiento de la disponibilidad de fuentes de financiamiento	Fuentes financieras disponibles Productos o servicios de las fuentes financieras Información			
¿Cuáles son las características de las startups, que contribuyen en la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento?	Identificar las características de las startups, que contribuyen en la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.	Características de la empresa	Etapa de vida y tiempo de permanencia en el mercado. Sector o rama de actividad Intangibilidad, equipo, mercado y ventaja competitiva.			
			Factor x			

Tabla A1: Matriz de consistencia General (continuación)

Preguntas específicas	Objetivos específicos	Variables	Sub variables	Método de recolección de información	Instrumentos de investigación	Fuentes de información
¿Cuáles son las características de los emprendedores que respaldan la decisión del uso de diferentes fuentes de financiamiento?	Reconocer las características de los emprendedores que respaldan la decisión del uso de diferentes fuentes de financiamiento.	Características de los emprendedores	Derechos de propiedad intelectual			
			Desconfianza a compartir propiedad			
			Divulgación de información del proyecto			
¿Qué características de los proveedores de capital financiero y de sus servicios alientan la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento?	Reconocer las características de los proveedores de capital financiero y de sus servicios que alientan la decisión de los emprendedores de hacer uso de diferentes fuentes de financiamiento.	Características de los proveedores de capital financiero	Garantías requeridas			
			Experiencia/ <i>expertise</i>			
			Red de contactos			
			Valor agregado			
		Requisitos, condiciones, criterios de elegibilidad de los proveedores	Requisitos/condiciones			
Criterios de elegibilidad para el servicio						

Tabla A1: Matriz de consistencia General (continuación)

Preguntas específicas	Objetivos específicos	Variables	Sub variables	Método de recolección de información	Instrumentos de investigación	Fuentes de información
¿Qué barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes financieras para el desarrollo de las startups identifican los emprendedores?	Identificar las barreras y oportunidades de acceso a capital de fuentes financieras para el desarrollo de las startups.	Oportunidades y barreras de acceso a capital.	Requisitos			
			Ventajas			
			Suficiencia de montos			
			Confianza de las fuentes financieras			
			Facilidad de trámites			

ANEXO B: Guía de entrevistas a profundidad

Fecha: _____ Hora de inicio: _____ Hora de culminación: _____

Lugar (ciudad: _____ y sitio específico: _____

Entrevistador: _____

Entrevistado (nombre _____, edad _____

Género: _____ cargo: _____, dirección: _____

Departamento: _____

Características de la entrevista: Confidencialidad, duración aproximada.

Instrucciones:

El Entrevistador utilizará esta guía como referente. Es importante conducir la entrevista con la mayor espontaneidad posible a fin de obtener la mayor información que el entrevistado pueda otorgar. Si el entrevistado desea ampliar información acerca de la pregunta formulada, hay que incentivarlo a que lo haga utilizando el tiempo que desee o formular alguna repregunta o ampliación que la circunstancia lo exija.

Presentación del entrevistador:

Buenos días/tardes... Soy (identificarse dando nombres y apellidos completos) ... miembro del equipo de investigación que estamos realizando un estudio sobre el uso de las fuentes de financiamiento para startups en el ecosistema de emprendimiento del país. Agradezco su colaboración otorgándonos su valioso tiempo al permitirnos conversar sobre este tema.

Preguntas:

- ¿Cuáles son las fuentes financieras disponibles por las startups según su *expertise*?, y ¿las principales?
- ¿Qué servicios financieros otorgan?
- ¿Cómo descubrió las fuentes de financiamiento que mencionó?
- ¿Actualmente cómo se está financiando su startup?
- ¿Anteriormente cómo se ha financiado su startup desde sus primeras etapas?
- ¿En qué etapas del desarrollo de su startup sus solicitudes de financiamiento no fueron aceptadas? ¿Cuáles fueron las razones?
- ¿En qué momentos no obtuvo el capital necesario para las cubrir necesidades de su startup? ¿Cuáles fueron las razones?
- ¿Ha considerado la posibilidad de usar otras fuentes de financiación a las ya utilizadas?

- ¿Qué le llevó a la decisión de utilizar las fuentes: ¿a, b...en lugar de otras fuentes disponibles?
- ¿Cuáles son las características de innovación y tecnología de la empresa?
- Cuéntenos sobre su equipo de trabajo (composición, formación...)
- Tiempo (antigüedad) y etapa de vida
- Sector o rama de actividad
- Relátenos un poco sobre el mercado de su startup, ¿Cómo empezó... cuál es la tendencia... y las metas de crecimiento?
- ¿Qué ventajas competitivas tiene su startup, en relación con las de sus rivales? (tecnología, innovación, recursos...) y ¿En qué medida cree han influido en el financiamiento?
- Comparta su historia, cómo entró al mundo de las Startups
- ¿Cuáles han sido sus experiencias de negocio previas a esta startup? ¿De qué manera estás han podido influir en el acceso a las fuentes de financiamiento?
- ¿Desde cuándo posee patente y qué importancia ha tenido en el acceso a fuentes de financiamiento?
- ¿Cómo logró contactarse con los inversores o fuentes de financiación?
- ¿Cuáles son los objetivos sobre el potencial de crecimiento de su negocio?
- ¿Qué opinas de tener que compartir la propiedad y ceder parte de la autonomía del proyecto para obtener financiamiento?
- ¿En qué medida se ha sentido dispuesto o presionado a brindar información sobre su proyecto? ¿Esto le generaba alguna preocupación?
- ¿De qué manera la captación previa de financiación por parte de inversores ha actuado como efecto señalizador (o ventaja) para tener acceso a otras fuentes de financiación?
- ¿En qué medida la percepción de la experiencia, talento y conocimiento (Capital humano) de los inversores ha influido en la decisión de solicitar financiamiento de las fuentes disponibles? ¿Por qué?
- ¿De qué manera la red de contactos (parte del Capital relacional) que posee el inversor ha influido en la decisión de su empresa de ser financiada por estos inversores?
- ¿Con qué frecuencia ha utilizado redes sociales para captar información acerca del Capital humano o/y Capital relacional de los inversores para solicitar financiamiento?
- ¿Qué información solicitaron los inversionistas (plan de negocio, equipo, patente...)? ¿Y cuál es su opinión al respecto?
- ¿Qué aspectos de su startup y/o de su equipo fueron vistos como positivos y negativos por los potenciales inversores? ¿Cuáles cree usted, fueron determinantes para ellos?
- ¿Qué términos y condiciones para el acceso a financiamiento asignaron las diferentes fuentes de financiación? ¿Cuáles le parecieron más importantes en términos positivos y negativos?
- ¿Qué aspectos o características de la startup y personales considera han permitido ser elegido para otorgamiento de financiación por las diferentes fuentes?
- ¿Cómo estimaron la valoración de su startup? ¿Cuál cree que ha sido el factor más importante o determinante para la valoración obtenida?
- En su opinión cuáles han sido los criterios primordiales que los inversores han considerado para acceder a financiamiento de su startup
- ¿Cuáles fuentes de financiamiento cree que han sido las más adecuadas o convenientes para su startup? ¿Por qué?
- ¿Cuáles fuentes de financiamiento han sido más ventajosas o han proveído mayores beneficios?

- ¿Qué opina sobre los montos obtenidos, ¿qué tan importantes han sido para su startup?
- ¿Qué opinión tiene acerca de los costos de la financiación?
- ¿Cuáles considera son las desventajas o inconvenientes de las fuentes financieras utilizadas?
- ¿Cuáles considera son los defectos o carencias de las fuentes financieras utilizadas?
- De acuerdo a su experiencia, ¿qué aspectos de la oferta financiera desearía se mejoren, de manera que se adecue a las necesidades sentidas en su startup (del contacto con inversores, de las condiciones, requisitos...)?
- ¿Podría dar cinco sugerencias esenciales para superar barreras de financiamiento de manera eficaz en las primeras fases de un negocio?

MUCHAS GRACIAS



ANEXO C: Guía de entrevista a expertos

Financiamiento en el ecosistema de startups

1. ¿Considera usted que existe un déficit de financiación para cubrir las necesidades de los emprendimientos innovadores en el país?
2. En su opinión, cuáles son las etapas más críticas de necesidad de financiación dentro del ciclo de vida de las startups (capital semilla, expansión, ...detallar)
3. En el país ¿Cuál es el nivel de desarrollo de la inserción de las startups a las fuentes de financiamiento del nivel nacional e internacional? (Alto, Medio, bajo) ¿Por qué?
4. ¿Qué opina sobre las formas de selección que utiliza el sistema de apoyo a la financiación de startups? (Bueno, correcto, deficiente, inicial, faltan expertos para evaluación)
5. La bibliografía señala que la poca oferta de servicios financieros adecuados a las necesidades de las startups deriva esencialmente de los fallos de Mercado. ¿Qué opina al respecto? ¿Existen otras causas?

Conocimiento de las fuentes de financiamiento

1. Los emprendedores (startups) consideran que conocen las fuentes disponibles en el mercado para obtener financiamiento. ¿Considera que es así o les falta explorar nuevas fuentes de financiamiento?

Disponibilidad de las fuentes de financiamiento

1. ¿Considera que existe suficiente oferta de fuentes de financiamiento para las startups en el Perú? ¿Cómo es el panorama del financiamiento peruano versus el global?

Uso de fuentes de financiamiento

1. ¿Cuáles son las fuentes de financiamiento más recurrentes a las cuáles acuden los emprendedores? (familia, personal, amigos, angel investor, inversionista, Venture capital, sistema financiero)
2. Los que invierten en startups (familia, amigos, ángeles inversionistas...) ¿qué características del emprendedor evalúan? ¿Qué esperan del emprendedor?
3. Los que invierten en startups (familia, amigos, ángeles inversionistas...) ¿qué esperan de la startup como equipo?
4. El equipo de startup ¿qué espera del financiamiento a obtener (contactos, oficina, etc)?
5. ¿Existe alguna etapa donde las startups tienen déficit de financiamiento?
6. ¿Considera que el producto mínimo viable es un determinante para la obtención de financiamiento de las startups?
7. ¿Cuál es la relevancia de la innovación y el uso de la tecnología en las startups para la obtención de financiamiento (alta, media, baja)?
8. ¿Cuál es la relevancia de las ventajas competitivas de una startup en el otorgamiento de financiamiento?
9. ¿Les beneficia a las startups contar con un mecanismo de protección intelectual al momento de obtener financiamiento? (si, no, depende)
10. ¿Cuál es la relevancia del modelo de negocio de la startup en el otorgamiento de financiamiento?

Oportunidades y barreras de uso de fuentes de financiamiento

1. ¿Cuáles son las oportunidades más importantes de acceso a fuentes de financiación para startups en el ecosistema de emprendimiento peruano? (interés bajo, acompañamiento, ventas (expertise), red de contactos,) ¿Y cómo aprovecharlas?
2. ¿Qué barreras de acceso a capital de fuentes de financiamiento considera enfrentan con mayor frecuencia las startups en el ecosistema de emprendimiento peruano? ¿Y Cómo superarlas?

Resultados de las startups estudiadas

1. Se ha encontrado que la decisión del uso de determinadas fuentes de financiación de las startups estudiadas ha sido influenciada, según los emprendedores, por las características de la startup, de los emprendedores, de los proveedores de financiación y del plan de negocios. ¿Qué opina de estos resultados? ¿Algunos influyen más que otros?

