



---

# Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA  
COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas.

TRABAJO DE FIN DE GRADO

## LAS DECISIONES FINANCIERAS EN LAS STARTUPS

Presentado por: Álvaro Yanguas Pérez.

Tutelado por: Susana Alonso Bonis.

Segovia, 16 de junio de 2020

---

---

# ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN.</b> .....	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO 1. LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS..</b>	<b>7</b>
1.1. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN.....	8
1.1.1. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EN LA PRÁCTICA EMPRESARIAL. ....	10
1.2. LA DECISIÓN DE INVERSIÓN.....	13
1.2.1. LA DECISIÓN DE INVERSIÓN EN LA PRÁCTICA EMPRESARIAL...	16
<b>CAPITULO 2. PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS.....</b>	<b>19</b>
2.1. HIPOTESIS SOBRE LA FINANCIACIÓN EN <i>STARTUPS</i> .....	19
2.2. HIPÓTESIS SOBRE LA INVERSIÓN EN <i>STARTUPS</i> .....	22
<b>CAPITULO 3. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA. ....</b>	<b>23</b>
3.1. LA MUESTRA. MARINA DE EMPRESAS.....	23
3.2. EL CUESTIONARIO.....	27
3.2.1. DISEÑO DEL CUESTIONARIO. ....	27
3.2.2. PARTES.....	28
3.2.3. TIPOS DE PREGUNTAS. ....	29
3.2.4. FASES FINALES Y REVISIÓN .....	33
3.2.5. ENVÍO DE LA ENCUESTA.....	34
<b>CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES FINALES. ....</b>	<b>37</b>
<b>AGRADECIMIENTOS.....</b>	<b>39</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS. ....</b>	<b>41</b>



---

## INTRODUCCIÓN.

Más del 60% de las empresas fracasan en sus primeros años de vida. Así ha concluido un estudio realizado por la compañía *Cambridge Associates* (CA) entre los años 1990-2010, después de analizar un total de más de 27.000 *startups*.

Es un dato más que sorprendente el hecho que ni tan siquiera la mitad de ellas logren asentarse en el mercado.

Teniendo en mente esta realidad, en este trabajo se intenta realizar un análisis de las principales decisiones financieras, a las que tienen que hacer frente las empresas en sus etapas iniciales y sus directores financieros.

Un objetivo que se une al planteado en muchas investigaciones precedentes. Y es que, han sido varios los autores que, a lo largo de la historia, han centrado su investigación en una exploración de las principales técnicas de las Finanzas Corporativas aplicadas en la práctica por las empresas. En su mayoría, poniendo su foco en empresas de un gran tamaño o, cuya variable de unión, era el sector de actividad de las empresas.

Sin embargo, en este trabajo, el objetivo se centra en un tipo concreto de empresa, las *startups*, y se plantea a realización de un análisis empírico de las técnicas, tanto de selección de financiación, como de inversión.

Es necesario entonces, establecer una definición del modelo de empresa a la que se refiere este trabajo. Una *startup* es una empresa emergente que, por lo general, respalda una idea innovadora, con un fuerte potencial de crecimiento y, en su mayoría, ligada a un alto componente tecnológico.

Se busca analizar en qué medida existe en estas empresas una relación entre la práctica empresarial y los postulados teóricos y modelos empíricos que se estudian en las universidades y centros de formación especializados. Se intentará establecer una radiográfica de los principales rasgos de las compañías, así como de sus Directores Financieros o CEOs y su relación con las técnicas financieras utilizadas.

La técnica de investigación empírica utilizada en este trabajo se basa en la realización de un cuestionario con el objetivo de ser puesto en valor, extendiéndolo a una muestra de *startups* establecidas en Lanzadera. Como más adelante se detalla, Lanzadera es una aceleradora de empresas situada en el puerto de Valencia desde el año 2013 y dirigida por el empresario Juan Roig.

En consecuencia, cabe añadir también en este momento, la imposibilidad para concluir la última parte del trabajo, porque, a pesar de la formulación del cuestionario y la adaptación a los plazos predeterminados, su posterior envío a los emprendedores estuvo marcado por la pandemia del COVID-19 sufrida durante los últimos meses, obligando a la paralización de la economía a nivel nacional y con ello al cierre temporal de las instalaciones de Marina de Empresas.

---

En lo que a la organización del trabajo respecta, se estructura del siguiente modo. En el capítulo segundo, se realiza una breve revisión de las finanzas corporativas, con especial hincapié en las principales técnicas de selección de inversiones y medios de financiación empresarial. En el capítulo tercero se presentan explícitamente las hipótesis a contrastar a partir de la investigación empírica. A continuación, en el capítulo cuarto se exponen la técnica de investigación basada en el empleo de cuestionarios, una técnica no muy frecuente en el ámbito de las investigaciones de finanzas pero que nos permite calibrar en qué medida la realidad empresarial sigue los preceptos de esa rama de conocimiento. Y, finalmente, en el último capítulo se presentan unas consideraciones finales a modo de conclusión.

---

# CAPÍTULO 1. LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS.

Las personas tendemos a poner en valor a todos los elementos que nos rodean. Con ese mismo objetivo, surgió la necesidad de una disciplina como las finanzas, para valorar todo lo correspondiente a las empresas.

Apenas hay que remontarse a principios del siglo pasado para empezar a hablar de Finanzas Corporativas como un campo de estudio independiente de la Economía. Desde sus inicios han sido varios los enfoques en los que se ha centrado el análisis de esta ciencia, “*Pasado y presente de las finanzas corporativas*” (Azofra, 2012).

De manera sintética, se puede decir que las Finanzas Corporativas (*Corporate Finance*), son las responsables del estudio de las decisiones tomadas en el gobierno de las empresas y su efecto en el valor de las mismas. Se pueden agrupar estas decisiones en tres pilares básicos:

- La decisión de inversión, se encarga de la asignación de los recursos financieros, que están a disposición de la compañía, entre los distintos proyectos asumibles. Examinando para ello, los resultados operativos futuros y el nivel de riesgo económico.
- La decisión de financiación, hace referencia a la captación de los recursos necesarios para poner en marcha sus proyectos más convenientes previa evaluación.
- La decisión de política de dividendos que, se encarga de determinar la parte del beneficio económico a distribuir entre los accionistas, o bien, su reinversión en la empresa. Va a suponer para muchos una señal del estado de la compañía, por lo tanto, es todo un reto para los directivos encontrar la fórmula óptima de este reparto, satisfaciendo al accionariado, a la vez que permite la maximización del valor de la empresa.

Dado que este trabajo se dirige expresamente a las *startups*, esta última decisión apenas va a ser objeto de análisis, al tratarse de empresas con una trayectoria muy corta y, en su gran mayoría, sin los beneficios suficientes para plantearse ese reparto de dividendos.

Estas decisiones no se consideran como partes aisladas, sino todo lo contrario. Los tres pilares mantienen una gran correlación entre sí, de forma que, la dirección evalúe las distintas sinergias convenientes para lograr maximizar el valor de la empresa acorde a su política.

En cuanto al concepto de valor de la empresa, se suele tratar este término como algo muy obvio, pero, como más adelante abordaremos, son muchas las confrontaciones que se van

---

a dar entre los distintos «*stakeholders*<sup>1</sup>» de la empresa en torno a este valor. En línea con Peter Drucker (2004), la maximización del valor de la acción debería ser una consecuencia y no un objetivo.

La efectiva gestión económico-financiera en una empresa no se trata, ni mucho menos, de un proceso simple. Problema que se agrava aún más en las *startups*, al no tener apenas experiencia en el mundo empresarial y no disponer de la capacidad financiera suficiente para contratar a expertos necesarios en esta materia.

El fuerte desarrollo de la tecnología en los últimos años, y con ello las nuevas necesidades del mercado, han impulsado un cambio en las reglas del juego, dando cabida en el tablero a estas empresas emergentes. La mayoría de las *startups* nacen de una propuesta de valor para atender un nicho de mercado actualmente desabastecido, o bien, han surgido a raíz de estos nuevos modelos de negocio. Estas empresas nacen en un entorno de innovación y muy marcado por la gran cantidad de información operativa gracias al *Big Data*. Pero son pocas las que tienen un amplio conocimiento previo del sector, por no mencionar la carencia en el ámbito de la gestión del capital, como así ha señalado un estudio realizado por la consultora CB Insights “*The Top 20 Reasons Startups Fail*” (2019), en el que analiza las principales causas de fracaso en las *startups*.

Con todo lo anterior, se puede decir que las *startups* surgen en un entorno marcado, principalmente, por la incertidumbre y la innovación.

En lo que sigue en este capítulo, vamos a hacer un breve repaso de las decisiones empresariales básicas de las Finanzas Corporativas.

## **1.1. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN.**

La visión de teoría financiera no ha sido concebida siempre tal y como lo hacemos en la actualidad. Muchos han sido los trabajos que han aportado nuevos matices y perspectivas, hasta llegar a la visión que tenemos en estos días. Principalmente, desde un punto de vista más académico, los postulados a lo largo de la historia en este campo, se han centrado en dar una explicación acerca de la relevancia de una estructura de capital óptima para las empresas.

Las fuentes de financiación para las empresas ha sido un tema puesto encima de la mesa desde casi los inicios de la Economía Financiera. Muchos han sido los enfoques, incluso se podría decir casi opuestos entre ellos.

A comienzos de la década de 1950 se asentó la teoría tradicional apoyada en la idea de relevancia para una estructura entre la financiación propia y la deuda externa que permitiera maximizar el valor de la empresa y minimizar el coste de capital para los

---

<sup>1</sup> «*Stakeholder*»: término de procedencia inglesa, acuñado por primera vez en 1708 y que, posteriormente, fue popularizado por R.E. Freeman “*Strategic Management: A stakeholder approach*” (1984), para referirse a todos los agentes que influyen en el comportamiento de la empresa.



---

proyectos de inversión. “*Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*”, (Duran, 1952).

Esta estuvo presente hasta la revolucionaria tesis presentada en 1958 por Modigliani y Miller (M&M), quienes dotaron una idea de perfección en los mercados suponiendo así irrelevancia en la forma de financiación “El valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital” (“*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, M&M (1958)).

En 1963 esos mismos autores, publicaron un nuevo artículo donde matizaban sus anteriores teorías dando valor a un factor muy determinante como fueron los impuestos de sociedades. Se desechó la idea de mercados perfectos, asumiendo la idea de estructura relevante, cuya pretensión hacía referencia a la idea de un máximo endeudamiento para aprovechar así la ventaja fiscal. Tampoco faltaron críticas a esta nueva versión al dejar de lado los impuestos personales y aludiendo a la idea de maximización de la deuda, traería acarreado unos altos cotes de quiebra.

En 1977, Miller introduce en la ecuación el impuesto personal, para conformar la estructura financiera que maximice la renta de inversores una vez deducidas las obligaciones fiscales.

A raíz de la generalización de la existencia de una estructura de capital, que permita a través de ciertos mecanismos como la deuda, aumentar la cantidad de dinero a invertir “apalancamiento financiero”, han surgido diferentes discusiones:

La conformación de la estructura de capital de una empresa establece una serie de contratos entre los diferentes grupos de interés, lo que se conoce como *Costes de Agencia*. Según Jensen y Meckling (1976), determinan la relación de agencia como un acuerdo gracias al cual, uno o varias personas, contratan a un agente para adquirir un servicio, delegándoles de esta manera, cierta autoridad en la toma de decisiones. Se pueden resumir en conflicto de intereses entre accionistas-directivos y accionistas-acreedores.

De acuerdo a esa división de agentes en una misma compañía, aparecen posiciones ventajosas entre los distintos «*stakeholders*». En la práctica, y desechando la idea de M&M (1958) acerca de información perfecta en los mercados, no van a tener la misma capacidad de acceso a la información todas las partes implicadas en la propiedad de la empresa, lo que va a desembocar en una *Asimetría de la Información*.

Durante toda la historia de las Finanzas Corporativas, los académicos han centrado su enfrentamiento en torno a dos teorías acerca de la estructura de financiación de las empresas:

- ***Teoría Trade Off.***

Considerando la relevancia en la estructura de capital, se resumen todos los modelos que sostienen la existencia de una combinación *deuda-capital* óptima. Myers (1984) fue el encargado de acuñar esta teoría que maximiza la diferencia entre los beneficios fiscales del endeudamiento y los costes del mismo.

---

Por su parte, Bradley, Harrell y Kim (1984), quienes ya habían cuestionado las teorías de M&M concluyeron un estudio teórico-empírico sustentando la idea de una estructura de capital óptima.

- ***Pecking Order.***

En contra, son muchos los que establecen que no existe una estructura de capital óptima, sino que buscan una jerarquía en cuanto a las fuentes de financiación. Esta teoría también debe su nombre a Myers (1984), pero su origen recae en Donaldson (1961).

Acorde con Myers y Majluf (1984), los directivos de las empresas recurren en un primer lugar a la financiación de los proyectos a través de fondos propios, al suponer unos menores costes, después, y solo si es necesario, acuden a la emisión de deuda y por último la emisión de acciones.

### 1.1.1. LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EN LA PRÁCTICA EMPRESARIAL.

Una de las grandes dificultades para los investigadores en cuanto a las Finanzas Corporativas, es la búsqueda de un punto de unión entre las diferentes teorías desarrolladas y su comprobación empírica.

Durante los últimos años, han sido numerosos, los estudios dedicados a la investigación de los distintos factores, que llevan a determinar, la estructura financiera de una empresa por parte de sus gestores. Así, por citar un ejemplo, Frank y Goyal (2009) diferencian entre casi treinta factores diferentes, claves para la elección de endeudamiento.

Las investigaciones empíricas han tomado variables de referencia muy diversas, como puede ser el país de origen de las empresas Lindblom (2011) o el tamaño de la empresa Chazi (2010).

Analizando los resultados de dichas observaciones, no se consigue extraer unas resoluciones firmes. En este sentido, Rajan y Zingales (1996), concluyen que no existe suficiente evidencia empírica que permita escoger una teoría aplicable para determinar el grado de endeudamiento empresarial.

Para algunas encuestas, hay una orientación clara en los comportamientos de los directivos, autores como Donaldson (1961) y Pinegar y Wilbricht (1989), sostienen la teoría del *pecking order*. Por otro lado, Scott y Johnson (1982), verifican, por contra, la existencia de una cantidad de deuda apropiada y costes de quiebra.

No son pocos tampoco, los estudios que proponen una visión a caballo entre ambos modelos, (Beattie, 2006; Graham y Harvey, 2001), apoyando aspectos pertenecientes al *Trade off*, como la existencia de deducciones fiscales; complementadas con una importante flexibilidad financiera, más propia de la teoría del *pecking order*.

Por su parte, Stiglitz (1974), planteó un nuevo enfoque basado en el plazo de endeudamiento, quien le atribuyó una total irrelevancia. Pronto fue rebatido, pudiendo

---

mitigar los costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976) a través del uso de la financiación a corto plazo. Sumado también, a la eliminación de los problemas de infrainversión (Myers 1977)

En consideración de lo anterior, Kale y Noe (1990) aportan que, compañías con firmes proyectos de inversión, van a emitir deuda a corto plazo para transmitir al mercado señales de progreso. Serán estas, las empresas mejor calificadas, las que gozarán de unas condiciones más favorables de financiación.

La principal característica bajo la que va a recaer la decisión en cuanto al plazo de devolución de la deuda será la fortaleza financiera que dispone la compañía. Varios autores establecieron cierta dependencia con otras variables que consideraron determinantes, como Brick y Ravid (1991) prediciendo una relación entre el plazo de endeudamiento y la estructura temporal de interés (ETTI). Pero, únicamente serán las empresas a disposición de fuerte capacidad de solvencia, las que podrán aprovecharse de las ventajas, como pueden ser unos intereses más bajos y una refinanciación ventajosa, asociadas a la deuda a corto plazo.

Va a tener un papel importante a la hora de decidir el plazo para de la deuda, el sector, o más bien, la liquidez de los activos de la actividad económica y su capacidad para generar recursos a corto plazo, siendo aquellos sectores cuyos activos sean más líquidos, más tendenciosos al uso de deuda a corto plazo, aprovechándose así de sus inferiores costes.

De la misma forma que ocurría a la hora de determinar el nivel de endeudamiento, cualquier extremo nunca es bueno, y el exceso de deuda a corto plazo puede conllevar unos riesgos como son el riesgo de refinanciación y el riesgo de interés. Va a depender también de la fortaleza y flexibilidad económica que presente cada compañía para conseguir hacer frente al pago en un corto periodo de tiempo.

Desde un punto de vista relacionado con el tamaño de las empresas, variable clave en este trabajo, estos problemas de financiación se acentúan aún más cuando se trata pequeñas y medianas empresas. Son estas empresas las que se encuentran con mayores impedimentos y unas condiciones más abusivas a la hora de conseguir financiación (Whited, 1992, Fazzari y Petersen, 1993). La evidencia empírica para este tipo de compañías determina la supremacía de factores como probabilidad de quiebra y fuentes disponibles a la hora de valorar financiación, en lugar de la fiscalidad o los costes de agencia. Muchas veces, estas pequeñas empresas, no van a tener acceso a una financiación a corto plazo que, como determinan Jun y Jen (2003), goza de ciertas ventajas como pueden ser tipos de interés nominales más bajos, o incluso, ausencia de ellos en algunos contratos, y cláusulas de pago anticipado menos duras.

En consecuencia con lo anterior, podemos incluir, en la mayoría de los casos, dentro de esas compañías con un menor tamaño, nuestras empresas objeto de estudio, las *startups*. En el marco de la innovación e incertidumbre, comentado al principio de este capítulo, donde se desarrollan estas empresas emergentes y para dar respuesta a uno de los principales problemas de las *startups* como es su necesidad de financiación surge lo que se conoce como el sector *FinTech*, se trata de un modelo que hace referencia a la adhesión

---

de “Finanzas” y “Tecnología”, puede verse como un claro ejemplo de adaptación al mercado actual y sus necesidades, a fin de ofrecer nuevos servicios y productos financieros, impulsado por una tecnología financiera ágil y flexible, que les permite ser competitivos. Redefiniendo así, el sector financiero tradicional acomodado por los grandes bancos (Pollari, 2016).

Las *FinTechs* unen los conceptos de *Smart Data*, *Inteligencia Artificial* y *Blockchain*, con el fin de dar soluciones a clientes desatendidos por la banca tradicional, dando apertura a nuevas vías de crecimiento y ofreciendo mayor eficiencia operativa y productividad (Heggestuen, 2015).

Gracias a estos nuevos modelos financieros, se ha cambiado la manera de sufragar los proyectos económicos, un campo que, en muchos países al igual que en España, se encontraba muy bancarizado por las grandes compañías tradicionales.

Una de estas nuevas alternativas de financiación, que ha visto experimentado un enorme crecimiento en los últimos años, es el *crowdfunding*. Se trata de una financiación colectiva, a través de la aportación de pequeñas cantidades económicas por parte de un número elevado de personas. Estas prestaciones pueden tener diferentes formas como son: de donaciones (sin esperar nada a cambio), recompensas (se obtienen recompensas a cambio de los fondos aportados, es un modelo muy utilizado en productos o servicios artísticos y culturales), de inversión (obteniendo una acción o participación de la empresa; plataformas de préstamo “*crowlending*”, o incluso, modelos de *royalties*, esperando obtener un parte, aunque sea simbólica, de los beneficios.

Estos métodos de financiación están cada vez más en auge en nuestro país, siendo el *crowlending* el modelo con más aceptación en España. Según un estudio de la Universidad Complutense de Madrid junto con Universo Crowdfunding, durante el año 2018 se recaudaron un total de 159.691.767 € en España, un 57% más que en 2017. De los cuales 70 millones, en torno al 43% del importe total pertenecían a las plataformas de préstamo.

Otro de los modelos establecidos, es lo que se conoce como Capital Riesgo, referido a la adquisición de compañías, normalmente de forma temporal, por parte de entidades especializadas. Dependiendo del destino de sus fondos hablamos de *Private Equity*, dirigidas a empresas más maduras y todo tipo de sector, y por otro, *Venture capital* el cual se ha consolidado como fuerte vía de financiación para las *startups*. En este modelo consiste en la aportación de fondos por parte de una gran sociedad en un proyecto empresarial innovador, convirtiéndose en socio-accionista, de una forma minoritaria, de esa compañía emergente.

Otra vía de financiación importante son los *Business Angels*, que, a diferencia de las compañías de riesgo, son individuos que invierten su propio dinero apoyando a emprendedores en sus etapas iniciales. Aparte de su interés en unas mayores rentabilidades de dinero, buscan también implementar sus redes de influencia. Aunque este modelo que no se queda únicamente en la aportación económica, sino que actúa además como mentor de la empresa, poniendo a disposición del emprendedor su red de contactos y experiencia. Como más adelante se aborda, Marina de Empresas cuenta con

---

una sección específica en cuanto a este tipo de financiación llamada “*Angels*”, para impulsar empresas que han podido pasar anteriormente por otras fases de Lanzadera.

## 1.2. LA DECISIÓN DE INVERSIÓN.

Para muchos autores, esta es la decisión que va a permitir la verdadera creación de valor para la compañía. De su buena gestión por parte de los directivos, va a depender su éxito futuro.

Para determinar una correcta administración de los fondos disponibles en la empresa, se van a emplear diferentes técnicas de selección que nos van a permitir, por una parte, determinar la viabilidad de la inversión, además de determinar un orden de aceptación entre las diferentes oportunidades de inversión.

En lo referido a estas técnicas, existen diferentes clasificaciones, según autores y criterios. Una de las clasificaciones más aceptadas divide las técnicas en dos grupos: los métodos estáticos, tienen en cuenta el valor de los desembolsos y los flujos de caja. Y los métodos dinámicos, otorgando un menor valor al dinero a medida que pasa el tiempo, en relación con el primer principio financiero de Brealey, Myers y Allen (2010), “Una unidad monetaria de hoy vale más que una unidad monetaria mañana”.

A continuación, se repasan las técnicas incluidas en el cuestionario. Para el desarrollo de este trabajo nos hemos centrado especialmente en los métodos dinámicos, incluyendo únicamente el *payback* (en su versión no descontado) como técnica de carácter estático:

### Valor Actual Neto (VAN).

Es un instrumento financiero que nos permite conocer la viabilidad de un proyecto en términos absolutos. Se podría definir como la diferencia entre el valor de todos los flujos de caja de ese proyecto menos el desembolso requerido.

$$VAN = -A + \frac{Q_1}{(1+k)} + \frac{Q_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+k)^n}$$

A = Desembolso

$Q_i$  = Flujos de caja del periodo  $i$   $i = 1, 2, 3, \dots, n$

k = Tasa de descuento

n = número de periodos de vida útil del proyecto.

Según este modelo se acometerán los proyectos cuyo  $VAN > 0$ . Concediendo prioridad a los proyectos cuyo VAN sea más elevado.

El VAN cuenta con ciertas ventajas como son la facilidad de cálculo y la capacidad para considerar distintos niveles de riesgo o tasa de inflación (asociados a la tasa de actualización empleada). Pero también cuenta con ciertos inconvenientes como son la dificultad para obtener el valor real de esa tasa de descuento.

---

Para determinar esa tasa de descuento, a la que se van a actualizar todos los flujos, se tiene en cuenta el coste de oportunidad. Para algunos autores esta tasa va a venir dada por el coste de las fuentes de financiación, mientras que para otros dependerá de otros valores como el coste de capital medio ponderado (en inglés, *Weight Average Cost of Capital* – WACC–).

El hecho que el VAN, únicamente, tenga en cuenta los flujos monetarios de un proyecto para su viabilidad, ha alentado a muchos detractores quienes defienden que hay otro tipo de factores que van a depender en la aceptación o rechazo. Para ellos un proyecto no va a permanecer estático durante toda su vida, va a poder adaptarse a las nuevas situaciones de la vida real que se vayan presentando.

Ante estas nuevas consideraciones, surge la idea de comparar los proyectos de inversión reales con las opciones financieras (de compra –*Call*– y de venta –*Put*–), incluyendo esa idea de incertidumbre y margen de maniobra, lo que se conoce como Opciones Reales (OR), (Myers, 1977). Algunos ejemplos de estas opciones son: la capacidad de expandir o contraer la producción, abandono anticipado o la opción de esperar.

Para incluir ese nuevo componente de flexibilidad a las técnicas tradicionales se desarrolla el nuevo concepto de VAN Ampliado. Otorgando valor a esos activos intangibles, como puede ser investigación y desarrollo, que aportan a la empresa unos resultados cruciales para su supervivencia.

$$\text{VAN Ampliado} = \text{VAN} + \text{Opciones reales.}$$

Esas opciones reales van poder ser valoradas a través de los métodos de réplica y arbitraje fundamentados en la ecuación Black-Scholes (1973) y el modelo binomial (Cox, Ross y Rubinstein, 1979).

### **Tasa interna de retorno (TIR).**

Se denomina TIR a la tasa de interés o rentabilidad que ofrece una inversión. Se trata de una medida de rentabilidad relativa sobre el capital invertido, expresada en porcentaje.

Es un instrumento muy relacionado con el VAN, se define como la tasa de descuento que iguala el VAN a cero.

$$0 = -A + \frac{Q_1}{(1+TIR)} + \dots + \frac{Q_n}{(1+TIR)^n}$$

Los criterios de selección según esta tasa, van a aceptar los proyectos cuando la TIR supera el coste de oportunidad o, por el contrario, si la TIR es inferior al coste el proyecto deberá rechazarse.

Su complejidad en el cálculo va a ser uno de sus grandes inconvenientes, al igual que en algunas ocasiones las conclusiones van a carecer de sentido económico (inconsistencia de la TIR).

---

VAN y TIR van a coincidir siempre a la hora de aceptar o rechazar un proyecto, pero no va a ser así cuando se trate de jerarquizar las distintas inversiones.

### **Índice de Rentabilidad (IR).**

Es la ganancia o pérdida, en comparación del costo inicial de una inversión.

Se va a caracterizar por su facilidad de cálculo. Este índice es el cociente entre el valor actualizado de la corriente de los flujos de caja y el desembolso inicial.

$$IR = \frac{\sum \frac{Q_j}{(1+k)^j}}{A} = \frac{VAN}{A} + 1 \quad \text{donde } j = 1, 2, 3, \dots, n$$

De acuerdo con este criterio, serán efectuables aquellas inversiones con un  $IR > 1$ , y se otorga prioridad a los proyectos con un IR mayor. Así, si  $IR_1 > IR_2$ , el proyecto uno será preferible al segundo.

Al igual que pasaba con el caso de la TIR, VAN e IR van a coincidir en el criterio de aceptación, pero no en la jerarquización de las inversiones.

### **Plazo de recuperación (payback).**

El *payback* va a medir el periodo de tiempo requerido para recuperar el desembolso inicial de una inversión.

Para su cálculo se van a ir sumando los respectivos flujos de caja de los siguientes años al desembolso inicial, hasta el momento de recuperación total de la inversión.

$$Payback = -A + \sum Q_j = 0$$

Es una técnica muy cuestionada por los expertos al no tener en cuenta los flujos de caja posteriores al plazo de recuperación de la inversión.

Para completar el anterior modelo, se utiliza lo que se conoce como **payback descontado**, que, a diferencia del plazo de recuperación simple, va a tener en cuenta el efecto del paso del tiempo sobre los flujos de tesorería, adquiriendo así un carácter dinámico en cuanto a técnica de selección.

$$\sum \frac{Q_j}{(1+i)^j} = A$$

De esta forma, los proyectos con un menor plazo de recuperación serán los mejor valorados.

---

### **Análisis de sensibilidad.**

Aparte del uso simple de las principales técnicas presentadas anteriormente para la decisión de inversión, las empresas utilizan lo que se conoce como el análisis de sensibilidad financiero.

Este método determina la influencia de las distintas variables de la inversión a la hora de su aceptación y jerarquía. Nos va a proporcionar un intervalo de cada una de las magnitudes, dejando el resto de variables constantes «*certeteris paribus*», para dar una mayor confianza a los directivos a la hora de tomar de decisiones.

Consecuencia de esta dinámica de sistemas van a surgir una serie de limitaciones, tomando como más relevante su consideración de las variables de forma totalmente independiente. Con el fin de mejorar la planificación económica y verificar los análisis de sensibilidad, nacen los **modelos de simulación**. Es un medio que permite tener una proyección de cómo se desarrollaría un proceso, para mejorar su calidad y optimizar sus recursos.

### **1.2.1. LA DECISIÓN DE INVERSIÓN EN LA PRÁCTICA EMPRESARIAL.**

De la misma forma que se detectó una disparidad en la decisión financiera entre las teorías y su validación en la realidad, con la cuestión de la inversión va a suceder algo similar.

Las primeras controversias las vamos a encontrar, como se ha citado en el anterior apartado, sin tener que salirnos de las propias interpretaciones teóricas. Por un lado, va a haber una postura a favorable al uso de la TIR por su facilidad para comprar resultados, Walker (1997) y asemejarlos a otras variables financieras también expresadas en porcentajes, como pueden ser el cote de capital o el tipo de interés. En el polo contrario, habrá quien cuestione el uso de esta técnica en favor de un dominio del VAN (Ross, 1995; y Brearley, Myers y Allen 2015). Desde una visión empírica, Apap y Masson (2005) detectan una preminencia del VAN sobre el resto de técnicas a la hora de su empleo en las empresas.

Por su parte, el caso del *payback*, continuamente criticado en el marco teórico por ser un método escaso en cuanto a la información que aporta “la miopía por la preferencia por proyectos con flujos de caja rápido” Lozano (1998). Desde el terreno de la práctica empresarial va a ser ampliamente aceptado debido en gran parte a su sencillez de cálculo y fácil percepción (Brounen, 2004 y Graham y Harvey, 2001). Sin embargo, se debe matizar su uso en la mayoría de los casos como una técnica complementaria, sirviendo de refuerzo a otras técnicas (Klamer, 1972 y Kim, 1986).

A medida que los estudios de selección se fueron sofisticando, aumentaba también el distanciamiento entre teoría y práctica en cuanto a las técnicas de selección empleadas Mao (1970). Con la inclusión de las opciones se dieron respuesta a muchas desavenencias que planteaban las técnicas de descuento de flujos DCF (*Discounted Cash Flow*), pero estas técnicas de opciones no han tenido la misma acogida en la práctica como muestran



---

las evidencias empíricas Triantis y Borison (2001), donde, a pesar de su idealización teórica, a la hora de su aplicación van a resultar técnicas muy complejas para los directivos.

Pese a la aparición de las opciones como un camino alternativo para la valoración, aunque hay que señalar que no son una herramienta separada, sino que sirven de complemento a los modelos tradicionales, se ha continuado percibiendo una mayor inclinación hacia el VAN, TIR y *payback*. Pero, como apunta Kemma (1991), esto no tiene por qué corresponderse al olvido de estas técnicas, más bien se debe a un tratamiento desde la intuición de los posibles escenarios, sin su correspondencia en la estructura formal de las opciones.

Y es que como se puede ver en la práctica, no son pocas las empresas que acometen proyectos que presentan descuentos de flujos negativos, considerando un valor estratégico ante la posibilidad de generar oportunidades futuras, pero para su aprobación se usan criterios más subjetivos y no apoyados en evaluaciones financieras complejas.

Este problema se ha abordado desde diferentes aproximaciones, desde una perspectiva más próxima a la estructura de capital, siguiendo el argumento de Myers (1977) y la teoría del *free cash flow* (Jensen 1986), se van a llevar a cabo proyectos que arrojan un VAN negativo en situaciones de sobreinversión, con flujos de caja excedentes y pocas oportunidades de inversión, en donde los directivos -siguiendo con unos objetivos personales- decidan invertir en esos proyectos en lugar de distribuirlos los beneficios a los accionistas (Stulz, 1990; Shleifer y Vishny, 1989). Desde el prisma opuesto, pero siguiendo en la línea con los costes de agencia accionista-acreedor (Jensen y Meckling 1976), en situaciones de altos niveles de endeudamiento, y teniendo en cuenta la prioridad de cobro de los obligacionistas, se dejarán de acometer proyectos rentables (VAN positivo) si su valor va a ser dirigido íntegramente a saldar las deudas, lo que se conoce como infrainversión.

En consonancia de lo anterior, para Morgado y Pindado (2004) va a existir un nivel óptimo de inversión.

Según estudios recientes, a pesar de encontrar diferencias en cuanto a las técnicas utilizadas dependiendo del país de estudio (Brounen (2004) para países de Europa, Hermes (2007) para el caso de Holanda y China, o Chazi (2010) poniendo el foco en los Estados Árabes), las principales divergencias van a recaer en variables como el tamaño de la empresa y el perfil de los managers de las empresas. Esta última va a tener principal relevancia (Graham y Harvey, 2001), siendo las técnicas más complejas hasta desconocidas para muchos responsables, como pueden ser el análisis de sensibilidad y opciones. Otro de los principales obstáculos acerca de la negligencia de técnicas más sofisticadas son los problemas asociados al cálculo y aplicación de adecuadas tasas de descuento Bennouna (2010). A raíz de estas dificultades los directivos van a optar muchas veces por el uso de la intuición u otros métodos conocidos como «*rules of thumb*».

Para concluir, Bierman (1993) puntualiza que los directivos no van a apoyarse únicamente en un solo modelo de estudio, como más tarde apoyo Truong (2008) analizando que las empresas pueden llegar a incluir hasta el uso de nueve técnicas diferentes.

---

---

La tendencia de los directivos va a consistir en ir acumulando nuevas técnicas de selección, pero sin abandonar las que ya empleaban ya que, dominan su manejo y han podido comprobar la fiabilidad de sus resultados. Acorde a esta tendencia se encuentra el principio de “cuantas más, mejor” (Pike, 1996).

---

## CAPITULO 2. PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS.

Una vez analizadas las principales técnicas e interpretaciones extraídas de los diferentes trabajos empíricos, en el presente capítulo se establecen unas hipótesis esenciales en el comportamiento de nuestra muestra de empresas objeto de estudio, las *startups*, adaptándolas a sus propiedades.

En cuanto a las características generales de las *startups*, se presupone que van a estar muy presentes en el mundo *online* y de las nuevas tecnologías. Una práctica que, ya en 2020, es casi imprescindible para cualquier empresa y más al tratarse de emprendedores. De manera que, de una forma o de otra, estos negocios no van a estar exclusivamente orientados a una única región geográfica, sino a todo el territorio nacional y, en muchos casos, incluso a escala internacional.

La presencia *online* también se pone de manifiesto en el diseño de sus políticas de Marketing, que cobran cada vez más importancia en el desarrollo estratégico de estas empresas. La presencia en las redes sociales (RRSS) y el empleo de las TICs, permite a las *startups* llevar a cabo multitud de campañas de marketing a un coste reducido.

Como ya se ha mencionado, otro de los rasgos inherentes de estas compañías, en su mayoría de un pequeño tamaño, es que van a contar con una débil estructura de organización jerárquica. Muchas de ellas ni siquiera van a tener departamentos diferenciados, sino que se va a generalizar lo que se conoce como “trabajador orquesta” cuando la empresa apenas tenga trabajadores y el propio emprendedor tenga que ocuparse de las diferentes secciones.

Estas consideraciones constituyen particularidades que van a afectar tanto al planteamiento de las hipótesis a contestar en el presente trabajo como al diseño de la investigación empírica.

### 2.1. HIPOTESIS SOBRE LA FINANCIACIÓN EN *STARTUPS*.

Trasladando a nuestro ámbito de estudio, las empresas emergentes, el análisis de los métodos de financiación, cabe destacar la limitación de estas compañías a la hora de acceder a las fuentes de financiación habituales en otro tipo de empresas -cuáles son la financiación mediante préstamos bancarios, empréstitos, ...-, en parte originado por la falta de un recorrido histórico financiero que las acredite y también por su opacidad de la información. Tomando como ejemplo los préstamos bancarios, normalmente las *startups* van a estar sujetas a unos tipos de interés más elevados y unas condiciones de devolución menos favorables.

Ante estos precedentes y de acuerdo con Sorgorb (2002), estas empresas van a recurrir a una mayor diversidad de sistemas de financiación, como puede ser el aplazamiento de pago a proveedores o el pago a la Seguridad Social y los vanguardistas métodos que se vieron en la teoría financiera, entre los que se encuentran el *crowdfunding* o el *Venture*

---

*Capital.* También, se debe hacer una pequeña alusión, como fuente de financiación alternativa, a las líneas de financiación que promueven las administraciones públicas, destacando en el caso español la financiación concedida por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). Se trata de un banco público que actúa como agente financiero del Estado, realizando operaciones de mediación entre un Banco y particulares. Para empresas y emprendedores van a estar disponibles tanto la línea ICO Emprendedores, con un máximo de hasta 12,5 millones de euros y líneas de préstamo ICO avaladas por las SGR (Sociedades de Garantía Recíproca). Estos préstamos van a ser menos abusivos para facilitar la financiación de los emprendedores.

En el caso particular de las *startups* ubicadas en Lanzadera, estas fuentes de capital van a enfocarse principalmente en: i) las 3F's (*Family, Friends & Fools*), que ni siquiera van a tener que soportar unos intereses y su devolución va a depender de la capacidad y el desarrollo del negocio, pudiendo en algunos casos incluso quedar impagados; y en ii) el préstamo de Lanzadera, que es uno de los principales atractivos de acceder a la aceleradora. Y es que, las empresas van a tener posibilidad de recibir un préstamo de hasta 500.000 euros, dependiendo de la fase que estén, con unos intereses flexibles eligiendo entre interés fijo o variable que en ninguno de los casos superara el 6% y con un periodo de repago de hasta 5 años.

Otro de los rasgos habituales de los emprendedores, el hecho de que recaiga en la misma persona la función de director de la empresa y el dueño de la misma, va a suponer unos menores costes de agencia al tener los mismos intereses accionistas y directores. Estos van a estar principalmente centrados en el largo plazo, de tal manera que durante los primeros años se reinvierta la mayoría del beneficio otra vez en la empresa. Mientras, el grado de información asimétrica en estas empresas será más acusado, provocado tanto por el hecho de no estar presentes en los mercados financieros (Rajan y Zingales, 1995) y por un menor grado de exigencia a la hora de presentar sus registros contables, lo que incurrirá en unas mayores restricciones a la hora de acceder a su información.

En cuanto al tamaño, como señalan Harris y Raviv (1991), las empresas van a seguir unas directrices diferentes. Las empresas con un mayor tamaño se van a mostrar más dispuestas a un seguimiento del endeudamiento y la búsqueda de una estructura de capital óptima, siguiendo una línea cercana a la teoría del "*trade off*", así pues, se va a llevar a cabo una maximización de la diferencia coste-beneficio entre las diferentes fuentes de financiación. En consideración con esto, las grandes empresas van a realizar un estudio más exhaustivo para poder explotar al máximo las ventajas fiscales de la deuda (Brounen et al., 2004; Beattie et al., 2006).

Por el contrario, las empresas más reducidas van a verse muy influidas por un encarecimiento al acceso de las fuentes de financiación (Pettit y Singer, 1985). Por este motivo se presupone que apliquen una política de financiación en línea con la teoría del "*pecking order*", Limdblom et al. (2011) y Nor et al. (2012). De manera análoga, la mayoría de estas empresas no va a desempeñar una planificación exhaustiva de su estructura de financiación óptima, en muchos casos se servirán de las únicas fuentes a su

---

disposición sin reparar en los costes medios del sector o en los condicionantes del mercado.

En el caso de estas empresas, maximizar las ventajas fiscales con una posible deuda no va a ser tan conveniente, más bien van a primar los altos riesgos de quiebra ligados a un alto ratio de endeudamiento. Además, los gerentes de estas empresas van a querer evitar la pérdida del control, por lo que recurrirán en primer lugar a los recursos propios y como última opción a la ampliación de capital.

Para el caso particular de las *startups* su principal fuente de valor va a recaer en el activo intangible de las oportunidades de crecimiento (*Growth options*). A diferencia de los activos tangibles que van a ser entendidos por los prestamistas como garantías de crédito, los intangibles vendrán acompañados de una fuerte asimetría de información. Myers (1977) afirmó una relación negativa entre estas *Growth options* y la tasa de endeudamiento óptima para una empresa, considerando los efectos negativos de agencia y mayores niveles de asimetría informativa. En el mismo sentido, Frank y Goyal (2009) analizaron la evidencia empírica entre endeudamiento y tangibilidad, esta última más ligada a empresas de gran tamaño.

Atendiendo a estas consideraciones, las empresas emergentes relacionadas con unos mayores activos intangibles y, similarmente, con una mayor incertidumbre, van a tener un elevado coste de recursos externos por lo que optaran, siguiendo con la óptica de la teoría de la jerarquía financiera, por autofinanciarse antes de recurrir a cualquier tipo de deuda externa.

En cuanto al periodo de endeudamiento hay que tener en cuenta varias consideraciones. En primer lugar, como se veía en las líneas superiores, la deuda bancaria de estas empresas al tener peores condiciones de crédito y apenas garantías, va a estar representada por un mayor peso de la deuda a corto plazo en comparación con las empresas de mayor tamaño (Sogorb, 2002). En el caso de empresas que se encuentren en una etapa más inicial sin haber lanzado aún sus productos al mercado, la falta de ingresos hará que tengan que endeudarse a más largo plazo, asumiendo los costes adicionales. A medida que vayan obteniendo ingresos y logren superar el «*break even*<sup>2</sup>» no necesitaran precisar de un apalancamiento tan elevado.

En última instancia, considerando el perfil del Director Financiero o, en su ausencia, del CEO, la unión con Marina de Empresas va a conllevar sinergias positivas en el sentido de que en muchas ocasiones estos CEOs han realizado anteriormente estudios en EDEM, esto nos va a presuponer que los directivos tengan una base de especialización financiera superior a la media de los directivos de la mayoría de *startups*, o en su caso recibirán instrucción de la mano de los expertos de Lanzadera. De la mano de este planteamiento, Colemann y Robb (2012) analizan una relación directa entre los perfiles con una menor cualificación atraídos por fondos generados internamente, a la vez que se produce una mayor consideración de la emisión de capital por parte de perfiles académicos superiores.

---

<sup>2</sup> El «*break even*» o punto muerto económico se denomina al momento en el que una empresa alcanza el umbral de rentabilidad, es decir, los ingresos se igualan a los gastos.

---

## 2.2. HIPÓTESIS SOBRE LA INVERSIÓN EN *STARTUPS*.

Igual que existen ciertos factores determinantes en cuanto a los rasgos de las *startups* a la hora de decidir las formas para captar recursos, en lo que se refiere a los métodos para valorar proyectos va a ocurrir una cosa similar, incluso con una mayor influencia. Como ya se citó en el capítulo anterior, las principales variables que determinan qué técnicas de inversión se utilizan en la empresa son el tamaño de la empresa y el perfil del CFO (*Chief Financial Officer*).

Las *startups* van a ser, en su mayoría, empresas pequeñas y con pocos recursos económicos, por lo tanto, no van a disponer de capital suficiente para contratar personal cualificado con una larga trayectoria en el mundo de las finanzas.

Ante tales premisas y de acuerdo con Graham y Harvey (2001), las empresas de un menor tamaño van a emplear unas técnicas menos sofisticadas, al contrario que ocurrirá en las grandes compañías. Teniendo en cuenta que serán pocas las *startups* que conozcan y lleven a cabo los cálculos necesarios para obtener una tasa de actualización ajustada al riesgo, cabe esperar un sesgo en contra de las técnicas de descuentos de flujos de caja.

Va a haber una mayor tendencia hacia el criterio del *payback*, motivado por su fácil obtención, además de ofrecer una idea muy intuitiva sobre el grado de liquidez, un concepto que va a estar muy presente en la cabeza de los emprendedores debido a sus elevadas restricciones financieras. En nexos con la idea tratada en el apartado de financiación, donde se asumió un orden de preferencia a favor de los fondos propios en aquellas empresas más reducidas y con limitaciones de capital, el plazo de recuperación de los proyectos va a ser realmente valioso para compararlo con las futuras necesidades de fondos y así minimizar su deuda externa.

Por otra parte, como apuntaron Danielson y Scott (2006), las empresas pequeñas van a basar sus decisiones en factores menos precisos como pueden ser la intuición y la experiencia de técnicas pasadas. Aunque para el caso particular de las empresas emergentes, esta última no va a ser muy aplicable al no tener, en la mayoría de los casos, una larga trayectoria en el mercado.

Otra de las características que podíamos destacar como inherente en cualquier *startup* es su capacidad de adaptación ante los cambios que se puedan producir en el mercado, que las va a permitir, en muchos casos, convertirlos en oportunidades de negocio. Todo esto, ligado al perfil joven e innovador que se deriva de la imagen de un emprendedor, va a favorecer un dominio sobre las nuevas tecnologías adelantándose así a la demanda de los consumidores.

Al igual que ocurría con los aspectos de financiación, el *mentoring* proporcionado por Lanzadera va a envolver ciertos sesgos, ya sea en cuanto a la preferencia de determinadas técnicas de evaluación financiera formal o respecto a otros indicios relevantes para predeterminar la validez de un proyecto.

---

## CAPITULO 3. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA.

Aunque el cuestionario es un instrumento muy empleado en ramas como la Estadística o el Marketing, la encuesta no ha tenido la misma transcendencia en el ámbito de las Finanzas Corporativas, donde incluso ha llegado a ser una técnica muy cuestionada al tratarse de un método de estudio carente de toda base matemática más propias de esta rama.

Merece la pena recordar que, la finalidad de este trabajo no es otra que hacer un estudio acerca del comportamiento empresarial de las *startups* y la gestión de sus recursos, bajo unos patrones de preguntas y respuestas predeterminados. De este modo, el trabajo pretende analizar el grado de acercamiento a la realidad empresarial de este tipo particular de empresas en comparación con estudios similares propuestos en la literatura para empresas cotizadas. Con el determinante añadido de tratarse de compañías inexpertas y, muchas veces, sin conocimiento de las técnicas financieras.

El cuestionario es una herramienta muy útil para la recogida de datos a gran escala. Va a permitir obtener información específica, a través de preguntas concretas, a un número elevado de personas y con un coste muy reducido.

Trasladándolo a nuestra investigación, se trata de un instrumento muy acorde a nuestros intereses, ya que es posible dirigirse a un gran abanico de empresas de determinadas características, siendo una muestra significativamente grande para poder obtener unos datos lo más asemejados posibles a la realidad.

Pero también es preciso hacer referencia a debilidades de esta herramienta de investigación debidas, principalmente, a su carácter indirecto. Entre los principales inconvenientes podemos citar los siguientes: i) la confusión a la hora de comprender la pregunta, ii) no responder con sinceridad a las cuestiones o iii) hacerlo al azar. Habrá que tenerlas en cuenta a la hora de la formulación del cuestionario para que, en la medida de lo posible, poder evitarlos.

### 3.1. LA MUESTRA. MARINA DE EMPRESAS.

Antes de abordar el desarrollo de la encuesta, es necesario conocer las características de los elementos de la muestra a los que va dirigida el estudio, para así poder adecuar mejor el estilo de las preguntas a realizar.

Como ha comentado en diferentes apartados anteriores, este trabajo va a dirigirse a las empresas emergentes y, en particular, por su concentración y facilidad de llegar a ellas, la encuesta se dirigirá a los proyectos acogidos en Lanzadera (Valencia), uno de los tres pilares que conforman Marina de Empresas, <https://marinadeempresas.es/>.

Marina de Empresas es un ecosistema empresarial creado para dar apoyo al ciclo del emprendimiento en todas sus fases, apoyándose en los valores de esfuerzo y liderazgo. Como se ha mencionado, se en tres pilares siendo el primero de ellos la escuela de

---

negocios EDEM que, como centro universitario, tiene como objetivo la formación de futuros directivos y emprendedores, aportándoles una visión y cultura muy ligadas al mundo real de la empresa. El segundo de los pilares, nombrada anteriormente y donde nos vamos a centrar, es la aceleradora e incubadora de *startups* conocida como Lanzadera, destinada a proporcionar diferentes recursos para impulsar el desarrollo de proyectos empresariales. Y, por último, cuenta con la sección *Angels* como vehículo de inversión, es una sociedad de inversión con la misión de desarrollar empresas sostenibles en línea con los valores de Marina de Empresas.

Lanzadera nace como un proyecto de apoyo a líderes emprendedores, con el objetivo de crear un entorno de cooperación para la creación de empresas eficientes y aportando un valor añadido a través de la implantación de un modelo empresarial sólido. Esta iniciativa nació en 2013 de la mano de Juan Roig, director de Mercadona desde el año 1981, cuando asumió la dirección de una empresa familiar hasta convertirla a día de hoy en la compañía líder de distribución en España.

Hasta hace apenas un par de meses, Lanzadera se dividía en tres programas diferentes, que han sido los que se han utilizado en el diseño del cuestionario. Estos programas eran: i) Garaje, para empresas en una fase inicial, a las que ayudaba a validar su propuesta de negocio; ii) Lanzadera, dirigido a negocios ya consolidados, con una duración de 9 meses, donde se exigía que el producto ya hubiese sido lanzado al mercado y que se presentaran métricas que demostraran su aptitud; y, por último, iii) el programa *Corporate*, con el objetivo de apoyar a emprendedores que puedan aportar desarrollos a grandes multinacionales.

En la última convocaría en este año 2020, Lanzadera ha sufrido algunas modificaciones en cuanto a la estructura de los programas ofertados, dando lugar a una organización a partir de cuatro secciones diferentes, dependiendo del nivel de desarrollo de los proyectos, para conseguir cubrir las necesidades de cada uno: i) *Start*, para proyectos en papel o emprendedores aún sin la idea consolidada; ii) *Traction*, en la fase inicial de su trayectoria; iii) *Growth*, cuando se trata de negocios consolidados pero que necesitan un impulso; y iv) *Scale up*, dirigida a compañías en aumento y que busquen nuevos mercados o realizar una ronda de financiación. Los emprendedores van a poder aprovechar las instalaciones de Lanzadera durante un periodo mínimo de 4 meses en cualquiera de las fases, que podrá ser prorrogable si así lo desean los emprendedores y se ajustan a las condiciones implantadas desde Marina de Empresas, entre las que se exige la dedicación exclusiva en el proyecto y la permanencia del líder del negocio y todo su equipo en Valencia. Además, ahora en todas y cada una de las etapas se da la posibilidad a los emprendedores de cooperar con alguna de las grandes multinacionales que trabajan con Lanzadera.

A pesar de este pequeño cambio en la organización de los programas ofertados por Lanzadera, la esencia de su finalidad no ha sufrido ninguna alteración. Es por ello que, a pesar de que la encuesta diseñada hacía referencia a la organización anterior, es posible su fácil adaptación al esquema actual. Y es que, el desarrollo del cuestionario se inició en noviembre 2019, utilizando las bases de los programas existentes en ese momento, y



---

siendo preciso ajustar únicamente una pregunta del cuestionario que es la referida a los diferentes programas de Lanzadera.

Desde su inicio en 2013, Lanzadera ha dado apoyo a más de 300 *startups* aportando una financiación que supera los 15 millones de euros en forma de préstamos para el impulso de las compañías, como así afirmó el director general de Lanzadera Javier Jiménez durante la presentación del nuevo proyecto, [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/05/13/companias/1589360984\\_333267.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/05/13/companias/1589360984_333267.html)

En relación a estas ayudas económicas que Lanzadera pone a disposición de los emprendedores, van a depender de las necesidades individuales de cada proyecto, así como del nivel de maduración y fase en la que se encuentran dentro de Lanzadera, pudiendo ir desde los 4.000 € en su fase más inicial, hasta los 500.000 € en la fase *Scale Up*. Esta financiación se lleva a cabo a través de un préstamo participativo convertible con unas condiciones de intereses y garantías muy ventajosas para los emprendedores.

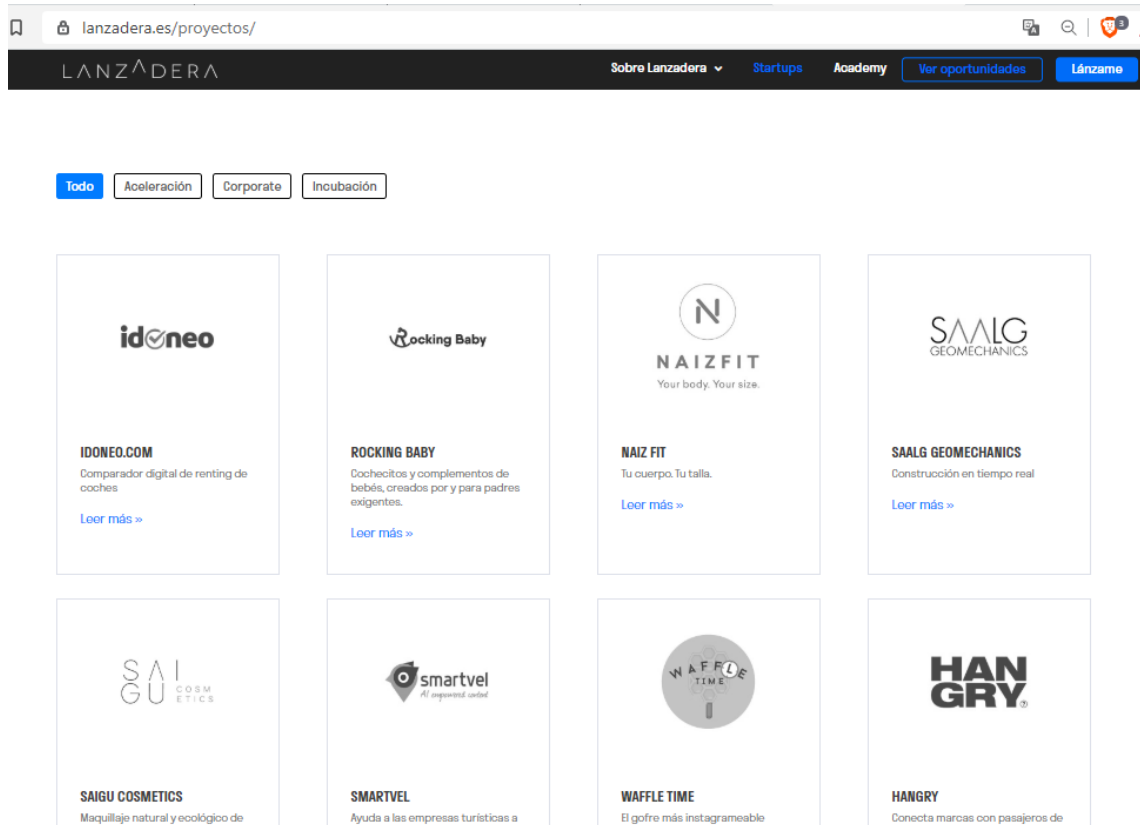
Además, en este último año, el presupuesto destinado por Juan Roig para impulsar estas *startups* se ha visto notablemente multiplicado, pasando de los 2 millones que se venía destinado en años anteriores a los 10 millones invertidos el presente ejercicio,

Pero Lanzadera es mucho más que la financiación económica. En sus modernas instalaciones las empresas tienen acceso a una amplia red de servicios y contactos tanto internos como externos, creando un valioso ambiente de *networking* entre todos los emprendedores y expertos bajo el Modelo de Calidad Total, basado en la experiencia y profesionalidad de su fundador Juan Roig, para satisfacer a todos los componentes de las empresas. Además, se pone a disposición de las *startups* un servicio de *mentoring*, a través del cual se da apoyo a las empresas en los distintos departamentos identificando las necesidades de cada uno. Por su parte, se da la posibilidad de colaborar con grandes «*Corporates*» de la talla de Play Station o Acciona, entre otras, quienes podrán apostar por un proyecto emergente y colaborar conjuntamente, creando sinergias positivas para ambas compañías, lo que se conoce como una relación «*win-win*».

Para poder acceder al entorno de Lanzadera los candidatos deben pasar un exigente proceso de selección, aceptando unas condiciones generales impuestas y mediante la presentación formal de su proyecto, el cual será evaluado posteriormente por un equipo de expertos. Para comprender el grado de exigencia de estas convocatorias basta con decir que en cada ronda de selección se supera el millar de candidatos, de los que, finalmente, solo acceden alrededor de 30.

Desde una visión orientada al tipo de negocio al que dedican su actividad las *startups* que han pasado por Lanzadera desde que iniciara su primera edición en 2013, hay que señalar un mayor peso en el sector servicios, aunque, sorprende el gran número de empresas dedicadas a mercados tan comunes como pueden ser las cadenas de comida, o productos comerciales tales como cosméticos, gafas de sol o zapatillas. Pero siempre añadiendo un punto innovador, muy en relación con las nuevas tecnologías y todas ellas presentes en el mundo de las redes sociales.

Desde la web de Lanzadera, <https://lanzadera.es/proyectos/#> se muestran las diferentes *startups* que han pasado en las distintas promociones por Marina de Empresas, diferenciando en tres apartados según el programa que desarrollaron: Incubación, Aceleración y *Corporate*.



The screenshot shows the Lanzadera website interface. At the top, there is a navigation bar with the Lanzadera logo and links for 'Sobre Lanzadera', 'Startups', 'Academy', 'Ver oportunidades', and 'Lánzame'. Below the navigation bar, there are three filter buttons: 'Todo' (selected), 'Aceleración', and 'Corporate'. The main content area displays a grid of eight startup profiles, each with a logo, name, brief description, and a 'Leer más »' link.

Startup Name	Description	Link
idoneo	Comparador digital de renting de coches	Leer más »
Rocking Baby	Cochecitos y complementos de bebés, creados por y para padres exigentes.	Leer más »
NAIZFIT	Tu cuerpo. Tu talla.	Leer más »
SAALG GEOMECHANICS	Construcción en tiempo real	Leer más »
SAIGU COSMETICS	Maquillaje natural y ecológico de	
SMARTVEL	Ayuda a las empresas turísticas a	
WAFFLE TIME	El gofre más Instagramable	
HANGRY	Conecta marcas con pasajeros de	

Además, proporciona una ficha técnica de cada compañía, incluyendo el número de edición en el que accedieron, un resumen de la actividad empresarial de cada proyecto, los nombres de los emprendedores y también se adjunta el link de acceso a su página web y a las distintas redes sociales en las que están presentes.

---

**Proyecto**  
idoneo.com permite encontrar, comparar y contratar el renting más adecuado. Tanto si el usuario es una empresa, como un autónomo o un particular, ahorrará tiempo y esfuerzo comparando en un único portal las diferentes ofertas de renting de coches existentes en el mercado.  
Vehículos en renting, con precios transparentes, sin sorpresas ni letra pequeña, sin entrada, con contratación 100% online, y con todo incluido para que el conductor se preocupe únicamente del combustible.

**Emprendedores**  
Eduardo Clavijo y David Eguizábal.

**Ficha técnica**  
Programa Lanzadera  
Promoción 12ª Edición  
Web <https://idoneo.es/>

---

## 3.2. EL CUESTIONARIO.

### 3.2.1. DISEÑO DEL CUESTIONARIO.

Los trabajos empíricos precedentes sobre el comportamiento financiero de las empresas, normalmente han centrado su atención en compañías de gran tamaño, en su mayoría cotizadas. Otros puntos de vista considerados en este tipo de análisis sobre las decisiones corporativas se han apoyado en el país de origen de las empresas, comparándolas e intentando encontrar algún patrón de comportamiento.

En este trabajo las empresas objeto de estudio son las *startups* y se persigue proporcionar una visión de su realidad, poniendo en valor las destrezas de los emprendedores ante las numerosas adversidades, propias de las etapas iniciales de un negocio, y aprovechando al máximo sus oportunidades. Es decir, no se busca evaluar o establecer las técnicas más adecuadas para este tipo de empresas a la hora de tomar sus decisiones, ni se va a proponer un modelo que explique el *gap* entre la teoría y la realidad empresarial.

El hecho que tuviéramos perfectamente delimitada y definida, desde el comienzo de la investigación, la muestra de empresas a la que se dirigía el cuestionario (*startups* que han pasado por Lanzadera), nos va a permitir realizar preguntas más focalizadas. Sin embargo, el marco muestral de nuestra investigación está formado por compañías con unos rasgos muy diferenciados unas de otras, como puede ser la edad o el nivel de facturación, lo que hace aún más complicado el análisis de las mismas y la elaboración de unas preguntas comunes para todas.

Para conocer más de cerca el complejo proceso al que se enfrenta una *startup* a la hora de tomar decisiones para su puesta en marcha y asentamiento en el mercado, se elaboró un cuestionario dirigido a los directores financieros o, en su lugar, los CEOs de las empresas que se encontraban actualmente en Lanzadera, así como las que habían pasado años atrás

---

por sus instalaciones. Y de esta forma, conocer los principales problemas que tienen que gestionar a nivel económico-financiero, además de conocer los rasgos principales de esas empresas y el perfil de sus directores financieros.

Con la puesta en contacto con Lanzadera y su posterior aceptación, nos dispusimos a comenzar a realizar los bocetos iniciales del cuestionario.

### 3.2.2. PARTES.

El punto de partida para el diseño del cuestionario fue la organización de las preguntas en tres ramas en tres ramas principales: Características generales de la empresa, Decisión de financiación y Decisión de Inversión.

Una vez hecho este esquema principal, se desglosó cada apartado en las en las cuestiones que nos iban a permitir desarrollar nuestro estudio, teniendo en cuenta el binomio “utilidad para el trabajo - tasa de respuesta”. Hubo que hacer un ejercicio de sensatez, evitando cuestiones que, aunque nos hubiera gustado incluir, asumíamos que la tasa de respuesta iba a ser prácticamente nula, perdiendo todo tipo de utilidad esa pregunta.

A propósito de una mayor tasa de respuesta, sobre todo en ciertas preguntas, decidimos darle un carácter anónimo a la muestra pensando que este matiz jugaría un papel a nuestro favor, alentando a un mayor número de directivos a ofrecer dicha información.

No obstante, se incluye, al final del cuestionario, la posibilidad de que el director financiero se identifique, a objeto de hacerle llegar los resultados de la investigación, si así lo desea.

Además de las tres ramas principales del cuestionario, comentadas anteriormente, se incorporaron dos secciones de preguntas más que permiten caracterizar y tratar mejor las respuestas de los emprendedores. De resultas de esta estructura, consideramos 5 secciones que se detallan a continuación:

- La primera, referente a las Características Principales de la Empresa, configura unos rasgos generales de las empresas objeto de estudio, es el apartado más extenso en cuanto al número de preguntas, estas servirán como base para situar el análisis de los apartados posteriores. En ella se trata el sector al que dedican su actividad, el número de socios y trabajadores, y algunas cifras como el nivel de facturación o el crecimiento, claves para contextualizar su desarrollo. Con esto se buscó dar respuesta a las hipótesis referidas a una elevada presencia del mundo online en las *startups*, así como estudiar la presencia del “trabajador orquesta” en estas empresas relacionándolo a la vez con el tamaño de cada una, en cuanto a que se presupone que a menor tamaño y número de trabajadores una menor especialización. También, en este mismo apartado, se introduce la cuestión acerca del destino de los posibles beneficios generados para contrastar la hipótesis de en relación a la preferencia por la reinversión en la compañía, sobre todo en los primeros años.

- 
- El segundo de los apartados, más enfocado al tema financiero, va a observar el modelo de organización de las empresas que vamos a examinar. Aporta una idea general acerca de la distribución por departamentos de la *startup*, asumiendo que muchas de ellas ni siquiera contarán con un departamento financiero especializado. Y, además, servirá para conocer el perfil y la experiencia del encargado de tomar las decisiones a nivel económico-financiero. En este sentido, se tratará de cotejar la hipótesis de una posible relación directa entre el nivel educativo del director financiero y las decisiones y técnicas empleadas por la empresa, así como la influencia positiva de EDEM en la educación de los gestores.
  - En cuanto al tercer y cuarto grupo de preguntas, estas se centran ya más a fondo en las Finanzas Corporativas de las *startups*. En primer lugar se trata la decisión de financiación, la manera en que cada empresa consigue captar fondos para sus proyectos. En la encuesta se va a poner principal foco en los métodos más vanguardistas propios de estas *startups* como los vistos en el capítulo anterior de financiación, tales como el *crowdfunding* y el capital riesgo. Con esta serie de preguntas se busca dar soporte a la hipótesis acerca de la preferencia por las fuentes de financiación basadas en FFF y Lanzadera, debido principalmente a sus menores costes, además, se pregunta acerca de los motivos de esta elección para, a su vez, obtener conclusiones que apoyen la hipótesis del “*pecking order*” como teoría predominante en las *startups*. Posteriormente, en lo que respecta a los métodos de inversión, se cuestiona acerca de las técnicas, elementos y consideraciones empleados a la hora de aprobar un proyecto futuro, con el objetivo de dar respuesta a la hipótesis de rechazo en el empleo de tasas de descuento por parte de la mayoría de *startups*, en favor del uso de otras técnicas menos formales como la intuición y adaptación.
  - Y, como último punto, se recogen una serie de consideraciones finales a modo resumen general de la empresa, valorando sus puntos fuertes y sus proyecciones de futuro a corto-medio plazo. En este apartado se trata de confirmar el fuerte potencial de crecimiento propio de estas *startups* y las principales ventajas competitivas que poseen.

Finalmente, y de forma opcional, se da la posibilidad de adjuntar los datos y el nombre de la empresa para recibir un *feedback* de los resultados extraídos del análisis.

### 3.2.3. TIPOS DE PREGUNTAS.

La encuesta descriptiva es el método de investigación que hemos adoptado para recabar y examinar la muestra elegida. Los datos que se pretenden obtener con este cuestionario pertenecen, en su mayoría, a la categoría de hechos referidos al ambiente económico de la empresa. No obstante, en la segunda sección se recogen datos de dominio personal, como es el caso del apartado referido al perfil del director financiero y, en la última parte, aunque no se tratan de opiniones como tal, se alude a proyecciones esperadas en un futuro.

---

Son muchos los datos que se intentan obtener con esta encuesta, lo que lleva a que su extensión sea amplia. A fin de que el tiempo necesario para su ejecución no sea excesivo, se han utilizado, en términos generales, preguntas de carácter cerrado. Estas preguntas cerradas se caracterizan porque se restringe la respuesta bajo unos patrones determinados. El empleo de este tipo de preguntas tiene como ventaja que se facilita el análisis de los resultados. Y como inconveniente la dificultad a la hora de delimitar las respuestas prefijadas que, además en nuestro caso, se agrava el hecho de que sean empresas muy divergentes en algunos aspectos, como puede ser el caso de la facturación anual de las compañías, variando desde cero para aquellas que se encuentran aún en su fase prematura hasta cifras que superan el millón de euros.

Las preguntas empleadas en el cuestionario pueden clasificarse según distintos criterios:

- A partir de la **función** que tiene cada pregunta en la estructura general de la encuesta se puede hablar de:
  - a) Cuestiones de introducción o “rompehielo”, tienen un carácter más general, sirven para ganarse en parte la confianza del encuestado y no ser tan directos antes de abordar cuestiones más privadas o acerca de cifras económicas, un ejemplo serían las referidas al sector que se dedican o la fase en la que se encuentran al actualmente en Lanzadera.
  - b) “Preguntas filtro”, las cuales van a determinar la respuesta de la siguiente pregunta. En nuestro caso particular, este modelo fue útil a la hora de conocer los métodos de inversiones o de financiación en las empresas, a partir de la pregunta inicial sobre el empleo de tasas de descuento, si se contesta negativamente esta cuestión entonces las siguientes preguntas tendrán que ser eludidas.
  - c) “Preguntas de control” que se incluyen a fin de comprobar la fiabilidad y consistencia de las respuestas. Para ello en muchos casos se formulan preguntas de diferente manera en apartados separados.
  - d) “Preguntas batería”, que constituyen un conjunto de preguntas complementarias entre sí, proporcionando diferentes matices en torno a un mismo asunto. Su disposición suele hacerse empezando por las cuestiones más generales hasta acercarse a datos más precisos. En alusión a nuestra plantilla, cabe destacar como ejemplo las preguntas referidas a las técnicas de selección de inversiones, recabando desde el empleo, o no, de esas técnicas hasta el grado de confianza que aportan.
  
- En cuanto al modelo de preguntas según las **opciones de respuesta** ofrecidas, se han empleado distintos tipos teniendo en cuenta tanto su posterior análisis de datos, así como intentar incluir todo el abanico de respuestas en cada caso. Podemos dividir las en dos grandes grupos:
  - a) Preguntas de opción múltiple de una única respuesta. Son preguntas que proporcionan un conjunto de opciones de respuesta entre las cuales los encuestados solo pueden seleccionar la que más se ajuste.

Dentro de este apartado han sido realmente útiles las escalas de *Likert* como escala de valoración para algunos datos más confidenciales los cuales seguramente no iban a estar dispuestos a ofrecer como, por ejemplo, cuando hablamos de beneficio obtenido por la empresa, a través de este método podemos obtener una idea general de la situación sin hacer falta el dato exacto.

**1.11 La situación de la empresa en relación con la obtención de beneficios es:**

Gastos superiores a los ingresos      1      2      3      4      5      Ingresos superiores a los gastos

También, dentro de este mismo grupo, han sido muy recurrentes las escalas *Likert* en un formato de preguntas tipo matriz para medir múltiples parámetros de un mismo elemento, un ejemplo podría ser los distintos factores que hacen decantarse a las empresas por un método de financiación u otro.

**3.3 En caso de que exista financiación mediante Préstamo bancario, ¿qué factores han sido determinantes a la hora de elegir este método de financiación?**

1 = "Nada relevante" → 5 = "Muy relevante"

La tramitación es más cómoda y sencilla	1	2	3	4	5
Ahorro de impuestos	1	2	3	4	5
Coste más bajo	1	2	3	4	5
Búsqueda de una estructura de capital óptima	1	2	3	4	5
Inaccessibilidad a otras vías de financiación	1	2	3	4	5
Otros. Indique cuál:					
.....	1	2	3	4	5

Continuando con las preguntas de una única respuesta, se encuentran las preguntas doble elección, cuyo ejemplo más habitual es el binomio "Sí" o "No".

**4.7 Indique si disfruta de alguna ventaja fiscal (gravamen reducido, bonificaciones o deducciones) asociada a su condición de *startup* (no considere la obtención de subvenciones o ayudas):**

No       Sí

Señalar también, debido a su carácter más subjetivo, en el apartado de consideraciones finales de la encuesta se emplean preguntas de clasificación o evaluación, utilizadas para representar una retroalimentación comparativa o conocer el nivel de acuerdo/desacuerdo respecto a alguna variable.

## 5.5 ¿Cuál es su grado de acuerdo / desacuerdo con las siguientes afirmaciones?

1="Muy en desacuerdo" → 5="Muy de acuerdo"

La participación en Lanzadera contribuye / ha contribuido al aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento	1	2	3	4	5
La participación en Lanzadera influye / ha influido positivamente sobre el valor de su <i>startup</i>	1	2	3	4	5

- b) Preguntas de opción múltiple con la posibilidad de elegir varias respuestas. Su empleo en la encuesta es mucho menos frecuente, pero en determinados aspectos como, por ejemplo, cuando se pregunta acerca del negocio al que se dedican las empresas, son enormemente efectivas al no limitar la respuesta y dejándola incompleta.

### 1.1 Marque las casillas que sirvan para caracterizar su actividad:

- |                                       |   |                                     |  |
|---------------------------------------|---|-------------------------------------|--|
| <input type="checkbox"/> Agropecuario | <input type="checkbox"/> Pesquero       | <input type="checkbox"/> Minería    | <input type="checkbox"/> Forestal        |
| <input type="checkbox"/> Industrial   | <input type="checkbox"/> Construcciones | <input type="checkbox"/> Energía    | <input type="checkbox"/> Transportes     |
| <input type="checkbox"/> Comunicación | <input type="checkbox"/> Comercio       | <input type="checkbox"/> Servicios  | <input type="checkbox"/> I+D+i           |
| <input type="checkbox"/> Sanitario    | <input type="checkbox"/> Financiero     | <input type="checkbox"/> Turismo    | <input type="checkbox"/> Restauración    |
| <input type="checkbox"/> Alimentación | <input type="checkbox"/> Consultoría    | <input type="checkbox"/> Mobiliario | <input type="checkbox"/> Moda/Complement |

Sobre esta base, podemos incluir en este apartado las preguntas de distribución a través de porcentajes, las cuales van a suponer una información más exacta, además de aportar una estructura en cuanto a diferentes variables para una misma cuestión. Es importante puntualizar en estas preguntas el hecho de adjuntar el sumatorio del 100% de los porcentajes, obligando a los encuestados a responder de una forma coherente y con la máxima veracidad en sus datos.

### 1.5 En relación con la propiedad de la empresa, distribuya el 100% entre los siguientes agentes:

<i>Socio 1</i>	<input type="text"/>	%
<i>Socio 2</i>	<input type="text"/>	%
<i>Socio 3</i>	<input type="text"/>	%
<i>Resto socios:</i>	<input type="text"/>	%
<i>Lanzadera</i>	<input type="text"/>	%
<i>Otros (especificar cuáles):</i>	<input type="text"/>	%
<b>TOTAL</b>	<input type="text" value="100"/>	%

Como se ha citado anteriormente, este tipo de preguntas cerradas con múltiples opciones, acotan al máximo el abanico de respuestas. Esto va a suponer que, en algunos casos, ninguna de las opciones brindadas al encuestado se ajusten a su realidad y se vea en la obligación de elegir una al



---

azar, sesgando así los resultados del estudio. Con el fin de solventar estos problemas, en algunos casos se añade la opción de respuesta “Otra” dejando un espacio para añadir una alternativa diferente, como se puede ver en el ejemplo anterior. Respectivamente, esto traerá como consecuencia una mayor complicación a la hora de analizar los resultados.

A modo de síntesis con respecto al proceso de formalización del cuestionario, destacar la importancia de la hora de redactar cada enunciado de forma precisa y clara para maximizar la validez de los datos obtenidos y que sea comprensible por todos, evitando de este modo conducir a ambigüedad o mala interpretación. En el caso de algunos tecnicismos o términos que pueden llevar a duda se adjunta su debida aclaración seguidamente.

Cabe mencionar de una manera semejante el proceso de autoevaluación a medida que se va constituyendo la encuesta, sometiendo a juicio la necesidad de cada pregunta y su relevancia para el análisis de los resultados.

### 3.2.4. FASES FINALES Y REVISIÓN

El diseño final del cuestionario contó con diversas fases de revisión. En una primera instancia, esta revisión fue realizada por dos profesores de la Universidad de Valladolid, uno del departamento de Organización de Empresas e Investigación y Comercialización de Mercados y otro del departamento de Economía Financiera y Contabilidad, ambos familiarizados con este tipo de cuestionarios en sus diferentes perspectivas: la profesora de Marketing por utilizar esta metodología frecuentemente en sus investigaciones, y el profesor de Finanzas por la temática que trata el cuestionario. La colaboración de ambos, permitió mejorar la formulación de ciertas preguntas a fin de elevar su tasa de respuesta o, eliminar, si así lo vieran conveniente, aquellas que no aportaran nada a la investigación.

Adicionalmente a esta revisión, cuando se consideró que el cuestionario estaba preparado se realizó un *pretest* para comprobar la validez del cuestionario. Con la intención de replicar una muestra semejante de población objeto de estudio, se contactó con un grupo de emprendedores de un marco más cercano para someter a prueba la conveniencia y comprensión de las preguntas. Como se esperaba, las cuestiones con un carácter más sofisticado a la hora del uso de técnicas de inversión o tasa de descuento, no entraban dentro del entorno habitual de los emprendedores pero, en este caso, decidimos mantener estas cuestiones teniendo en cuenta el factor determinante de la participación de los emprendedores de la muestra en Marina de Empresas lo que les permite gozar del asesoramiento de su departamento de *mentoring* además de la imposición a las empresas instaladas de un cierto seguimiento en cuanto a sus métricas, lo que puede contribuir a que ellos sí estén más familiarizados con estas técnicas.

Tras estas revisiones, se procedió a maquetar el cuestionario. Se organizaron las preguntas de tal manera que no excedieran las dos caras de un DIN A3, teniendo en cuenta que, a efectos visuales, una mayor extensión va a ser percibida por el encuestado como requisito de una mayor dedicación y tiempo para su ejecución, lo que va a tener efectos negativos.

---

### 3.2.5. ENVÍO DE LA ENCUESTA.

Realizadas las pertinentes modificaciones, que no fueron pocas, logramos obtener el boceto final de encuesta.

Era momento de ponerse otra vez en contacto con Marina de Empresas para ver cuál era el método óptimo de envío de la encuesta. En un principio se plantearon varias opciones, como el correo postal, considerando el hecho de que los emprendedores pudieran tener una copia física del modelo y así tener una imagen general de la extensión del mismo que, a fin de cuentas, sería más cómodo para ellos, pero a la postre se descartó esta opción al haber otras alternativas más eficaces, basadas en mecanismos *online*, que suponían reducir tiempos y costes.

Finalmente, se consideró enviar el cuestionario a través de dos sistemas que evitaban el envío postal. Para el primero, se elaboró una encuesta a través de la aplicación de “*Google Forms*”, lo que permitía un envío instantáneo a través de un enlace a los correos de las empresas. Además, otra de las ventajas de esta herramienta era que recopilaba automáticamente la información y la organizaba en una hoja de cálculo, facilitando su posterior análisis. Como contrapunto cabe destacar que, por un lado, no permitía algunos de los modelos de preguntas, teniendo que modificar su formulación y, a la hora de contestar el cuestionario, no se hacía tan agradable para el usuario al no percibir una visión general del mismo, como si ocurre con el formato papel.

Con la intención de solventar los problemas del sistema anterior y aportar más facilidades a los encuestados para así aumentar la tasa de respuesta, también se consideró hacer llegar el cuestionario a través de un documento PDF editable a modo que pudieran rellenarlo directamente desde el ordenador o cualquier otro dispositivo, sin necesidad de imprimirlo y conseguir a la vez, una imagen general de todas las preguntas. En un primer momento se barajó la opción de enviar ese mismo documento, pero sin la opción de poder ser

rellenado mecánicamente, de tal forma que tuvieran que imprimirlo, rellenarlo a mano y posteriormente escanearlo para enviarnoslo de vuelta. Pero esto suponía demasiadas complicaciones para los emprendedores, por lo cual se valoró el envío del PDF editable como alternativa más conveniente, complementando así el formulario de Google para mayor comodidad de los usuarios.

Resulta necesario añadir que no todo iban a ser ventajas en cuanto a estos métodos de cuestionario no directos o personales. Y es que, van a traer consigo algunos inconvenientes como, por ejemplo, puede ser el hecho que no se conozca con certeza quien responde el cuestionario, un dato, que, para un estudio como el nuestro, donde se tratan temas más técnicos, puede resultar vital que sea alguien ligado al ámbito financiero.

Junto con el enlace y el documento del formulario, se adjuntó como elemento adicional una carta de presentación, en donde, bajo el nombre de la institución de la Universidad de Valladolid con el fin de incorporar un carácter más formal, se explicaba la finalidad del cuestionario, se solicitaba su cooperación asegurando la completa privacidad de los datos y se agradecía de antemano su colaboración.

---

Para este momento, los plazos se iban cumpliendo tal y como se habían marcado desde el inicio para conseguir recopilar la información y su posterior análisis con el objetivo de finalizar el proyecto en el mes de junio, dentro del periodo establecido por la Universidad de Valladolid. El envío de la encuesta a los emprendedores se tenía pensado lanzar la primera semana de marzo, coincidiendo desafortunadamente con la expansión en España del COVID-19, lo que obligó a cerrar todos los centros educativos, así como las plataformas aceleradoras de emprendedores.

En consecuencia, ante la actual situación de Estado de Alarma, se tomó la decisión de no remitir la encuesta a los emprendedores, basando el proyecto en el trabajo realizado durante estos meses en el desarrollo de la encuesta, sin el análisis de los resultados.

---

---

## CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES FINALES.

La redacción de este capítulo de Conclusiones se antoja complicada en tanto en cuanto, las circunstancias acaecidas en los últimos meses, no nos han permitido la obtención de evidencia empírica en relación al objeto del trabajo.

Sin embargo, el trabajo efectuado hasta principios de marzo no puede acabar sin realizar una serie de reflexiones en relación a lo aprendido en el TFG.

Y es que, es preciso poner en valor, aunque no se haya podido contrastar con los resultados de la encuesta, que las prácticas empresariales en la adopción de las principales decisiones financieras, siguen distando de los modelos y preceptos que los académicos postulan, especialmente bajo algunas circunstancias relativas al tamaño de la empresa o la formación de su director financiero. En este sentido, es de esperar que estas diferencias también se pongan de manifiesto en el caso de las *startups*.

Nótese que el proceso de establecimiento de una *startup* va a ser más que difícil. Y es que, a pesar del “boom” de creación de *startups* que se viene viviendo en los últimos años, atraídas por el gran éxito de unas pocas, la mayoría de ellas fracasan en los primeros años.

El apoyo por parte de estas plataformas aceleradoras de *startups*, como Lanzadera, no cabe duda supone un impulso a su actividad, mitigando posibles obstáculos como puede ser la falta de financiación, elemento clave en la mayoría de *startups*. Pero el éxito no va a recaer únicamente en este factor, para alcanzarlo será necesario una combinación de varios factores, de modo que, en un primer lugar se consiga atraer al cliente y posteriormente gestionar sus recursos de una forma apropiada para continuar su desarrollo.

A nivel personal, este TFG me ha permitido el contacto con la realidad empresarial al intentar analizar en qué medida los conocimientos adquiridos en los años de formación del Grado en relación a las decisiones financieras pueden ser aplicados en un tipo particular de empresas, como las *startups*.

---

---

## **AGRADECIMIENTOS.**

No me gustaría concluir este trabajo sin antes agradecer a las personas que me han ayudado en este durante el proceso.

En primer lugar, como no podía ser de otra forma, a Susana Alonso, quien más que una tutora ha sido una compañera, plasmando desde el primer día mi idea de estudio y poniendo a mi alcance todos los recursos y tiempo que estaban a su disposición.

También, agradecer su colaboración en la creación del cuestionario a los profesores de la Universidad de Valladolid, Ana Isabel Rodríguez profesora del departamento de Organización de Empresas e Investigación y Comercialización de Mercados y a Gabriel de la Fuente Herrero, profesor del departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

Sin olvidar a la persona quien nos facilitó el contacto con Marina de Empresas, Elena Tarazona.

Por último, a los profesores y compañeros del grado de Administración y Dirección de Empresas.

---



---

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- Allen, F., Brealey, R. A. y Myers, S.C. (2015). “*Principios de Finanzas Corporativas*”. 11ª edición. The McGraw-Hill. México, D. F.
- Álvarez Royo-Villanova, S. (2013). “Financiación para empresas innovadoras”. *Diario La Ley*. No. 8033.
- Andrés, P. d., Fuente, G. y San Martín, P. (2012). “El director financiero y la decisión de inversión en la empresa española”. *Universia Business Review*. Vol. 36, pp 1-17.
- Ayala, J.C. y Rodríguez Osés, J. E. (1999). “Gestión Financiera de las empresas riojanas: Análisis empírico. “La gestión de la diversidad”. Vol. 1, pp. 583-602.
- Azofra Palenzuela, V. (1987). “*La estructura de capital de la empresa: factores explicativos*”. Valladolid.
- Azofra Palenzuela, V. (2012). “Pasado y presente de las finanzas corporativas”. *Revista de Contabilidad y Dirección*. Vol. 15, pp 135-166.
- Barton, S. L, Sundaram, S y Hill, N. (1989). “An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure”. *Financial Management*. Vol. 18, No. 1, pp 36-44.
- Calle Fernández, A. M. y Tamayo Bustamante, V. M. (2009). “Decisiones de inversión a través de opciones reales”. *Estudios gerenciales*. Vol. 25 No. 11, pp 107-126.
- Castelo, D. (2001). "Anomalies in net present value calculations?". *Economics Letters*, 72: 127-129.
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta., D. y Urbiola, P. (2014). “Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital”. *Observatorio de Economía digital. BBVA Research*.
- Cuya, M. L. (2017). “*La disrupción de las startups FinTech en el mundo financiero*”. Universidad Pontificia Católica del Perú.
- Denis, D. (2004). “Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence”. *The Journal of Corporate Finance*. Vol. 10. Pp. 300-325.
- Ferrer, M. A. y Tresierra Tanaka, A. (2009). “Las Pymes y las teorías modernas sobre la Estructura de Capital”. *Compendium*. No. 22, pp 60-83.
- Fullana Belda, C. y Urquía Grande, E. (2009). “Los modelos de Simulación: Una herramienta multidisciplinar de investigación”. *Encuentros multidisciplinares*. Vol.11, No. 32, pp 37-48.
- García Muñoz, T. (2003). “El cuestionario como instrumento de investigación/evaluación”
- García Teruel, P. J. y Martínez Solano, P. (2004). “*Endeudamiento a corto plazo en las pymes españolas*”. Universidad de Murcia.

- 
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field". *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, pp 187-243.
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2002). "How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15. No. 1.
- Harris, M & Raviv, A. (1991). "The theory of capital structure". *Journal of Finance*. Vol. 46, No. 1, pp. 297-356.
- Hirshleifer, J. (1958) "On the Theory of Optimal Investment Decision". *The Journal of Political Economy*, 66, 4: 329-352.
- Lozano, M. B., Restrepo, J. P. (2005). "El impacto de la liquidez corporativa sobre el valor de las decisiones financieras de la empresa". *Documentos de trabajo "Nuevas tendencias en dirección de empresas"*. No. 8, pp. 1-28.
- Marín Jiménez, J.N., Ketelhöhn, W. (1986). "*Inversiones estratégicas. Un enfoque multidimensional*".
- Maroto, J. A. (1996). "Estructura financiera y crecimiento de las Pymes". *Economía Industrial*. No. 310, pp-30-41.
- Meneses, J. (2016). "*El cuestionario*". Barcelona: Universidad Abierta de Cataluña.
- Milena Zambrano, S. y Acuña Corredor, G. A. (2011). "Estructura de capital. Evolución teórica". *Criterio Libre*. Vol. 9 No. 15, pp 81-102.
- Ocaña, C., Salas, V. y Valles, J. (1994). "La financiación de la Pyme española". *Moneda y Crédito*, 199.
- Palacios, F., Rayo, S., Herrerías, R. y Cortés, A. M. (2001). "*Valoración de la Flexibilidad de proyectos de inversión mediante opciones reales: El VAN ampliado*". Universidad de Granada. Pp 301-324
- Pasqual Rocabert, J. (2007). "Los criterios Valor Actual Neto y Tasa Interna de Rendimiento". *Revista electrónica sobre la enseñanza de la economía pública*. No. 2, pp. 1-11.
- San Martín Mosqueira, P. (2012). "*La selección de inversiones y fuentes de financiación en la práctica. El caso de la empresa española*". Valladolid.
- Suárez Suárez, A. S (1980). "*Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*". Ed. Pirámide. Madrid.

---

## RECURSOS ELECTRÓNICOS.

Web Marina de Empresas: Quienes somos y secciones.

<https://marinadeempresas.es/>

Web Lanzadera: Proyectos, fases y bases generales.

<https://lanzadera.es/>

Google Forms.

<https://forms.gle/DNZpuQzBgwz4kN556>