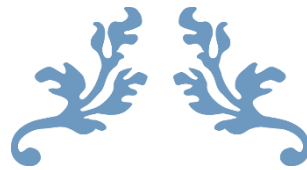




FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV



Instrumentos financieros de apoyo a la financiación de las pymes

TRABAJO FIN DE GRADO



Director:

Segura García del Río, Baldomero

Alumno:

Chover Otero, María del Henar

Valencia, Noviembre 2015

RESUMEN

A pesar de la variedad de instrumentos financieros que las pequeñas y medianas empresas tienen a su disposición, la más utilizada por estas es la financiación bancaria. La mayoría de las empresas en España son pymes, por lo que su buen funcionamiento es esencial para la estabilidad o crecimiento de nuestro país. Debido a que uno de los efectos de la recesión económica ha sido el endurecimiento de las medidas para recibir ese tipo de financiación, se busca mediante este trabajo el análisis de alternativas financieras para las pymes. Se dedicará una atención especial al capital riesgo y al crowdfunding.

Palabras clave: pymes, capital riesgo, crowdfunding, financiación bancaria.

RESUM

Malgrat la varietat d'instruments financers a disposició de les petites y mitjanes empreses, l'alternativa més utilitzada per estes és el finançament bancari. La majoria de les empreses en Espanya són pimes, raó per la qual el seu funcionament és essencial per a l'estabilitat o creixement del nostre país. Degut a que un del efectes de la recessió econòmica ha sigut l'enduriment de les mesures per a rebre aquest tipus de finançament, es busca mitjançant aquest treball l'anàlisi d'alternatives financeres per a les pimes. Es prestarà especial atenció al capital risc i al crowdfunding.

Paraules clau: pimes, capital risc, crowdfunding, finançament bancari.

ABSTRACT

Despite the variety of financial instruments that are available to small and medium enterprises, the most widely used by them is the bank financing. The majority of the firms in Spain are SMEs, and because of this, their right performance is essential for our country's stability and growth. One of the effects the economic recession caused is the hardening of the measures required to receive this type of financing. The aim of this paper is the analysis of other financial alternatives for SMEs. Special attention will be paid to venture capital, private equity and crowdfunding.

Key words: SMEs, venture capital, private equity, crowdfunding, crowdlending, bank financing.

Índice

1. Introducción.....	3
1.1 Prólogo.....	4
1.2 Objetivos del trabajo.....	4
1.3 Problemas encontrados.....	5
2. La influencia de las pymes en España.....	7
2.1 Definición y tipos.....	8
2.2 Situación en España.....	9
2.3 Ayudas recibidas.....	12
3. Problemática de financiación de la pyme española.....	16
3.1 Desarrollo histórico.....	17
3.2 Causas.....	23
3.3 Condicionantes del acceso a la financiación.....	24
3.4 Situación en Europa.....	26
3.5 Financiación bancaria y financiación alternativa.....	27
4. Capital Riesgo.....	31
4.1 Definición y tipos.....	32
4.2 Procedimiento.....	35
4.3 Inicio y evolución.....	37
4.4 Legislación en España.....	41
4.5 Empresas de Capital Riesgo en España.....	43
4.6 Situación en Europa y otros países.....	44
4.7 Recomendaciones para potenciar el Capital Riesgo.....	50
5. Crowdfunding.....	51
5.1 Definición y modelos.....	52
5.2 Inicio y evolución.....	58
5.3 Legislación en España.....	60
5.4 El Crowdfunding en España.....	64
5.5 Situación en Europa y otros países.....	67
5.6 Tres grandes proyectos por el micro mecenazgo.....	73
5.7 Recomendaciones.....	76
6. Analogía y diferencias entre Capital Riesgo y Micro mecenazgo.....	78
6.1 Similitudes.....	79
6.2 Diferencias.....	80
6.3 Análisis DAFO.....	82
7. Conclusión y comentarios.....	87
8. Bibliografía.....	90

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Prólogo

Para el ejercicio de su actividad toda empresa necesita financiación. Los usos de esta pueden ir desde la inversión en activos materiales o financieros, al pago de proveedores y trabajadores y demás gastos corrientes. Sin embargo, las dificultades para acceder a los recursos financieros varían en función del tipo de empresa.

La obtención de crédito siempre ha sido un proceso complejo que se ha agravado por la crisis económica de los últimos años. Las pequeñas y medianas empresas (en adelante pymes) se han visto especialmente afectadas al ser la financiación bancaria la más utilizada por ellas, a pesar de su elevado coste y riesgo.

La comprensión del papel de las pymes en nuestro país es crucial a la hora de entender la gravedad de los problemas que ocasiona su desabastecimiento financiero. Entre estos se encuentran la imposibilidad de crecimiento y desarrollo empresarial, el aumento del desempleo y la recesión económica, estando todos estos relacionados entre sí.

Su tasa de mortandad se ha incrementado durante los últimos años con la crisis económica debido a las dificultades en la obtención de crédito, ya que su tamaño y escasa disponibilidad de recursos financieros hace que dependan en gran medida de la financiación ajena. No hay que confundir esta con la financiación externa, la cual comprende, además de la financiación ajena o deudas de la empresa, aportaciones de los socios.

Para poner solución a estos problemas, las Administraciones Públicas, junto con la Unión Europea, busca paliar las dificultades financieras de las pymes mediante ayudas económicas y cursos para la formación de emprendedores y pymes. A su vez, métodos de financiación distintas a la bancaria han ido apareciendo, como el Mercado Alternativo Bursátil (MaB), las Empresas de Capital Riesgo o el Crowdfunding.

1.2 Objetivos del trabajo

Tanto en Europa como en España, las pymes son el pilar sobre el cual se asienta la economía. Su tamaño y características han ocasionado que la mayoría posea un perfil conservador con una clara preferencia por la financiación bancaria. La utilización casi en exclusiva de esta vía las hace extremadamente vulnerables a las variaciones económicas, viéndose especialmente afectadas por estas.

Debido a su importancia en el tejido empresarial, la estabilidad de las pymes es un factor fundamental en España, por lo que a lo largo de los últimos años se han desarrollado diversas formas de financiación alternativas buscando apoyar a estas empresas. Sin embargo, a pesar del apoyo institucional recibido y de la publicidad experimentada por muchas de ellas, las pymes españolas siguen optando por los préstamos y créditos bancarios. Para entender las causas que originan esta situación, este trabajo estudiará la implantación y desarrollo de dos de las dos formas de financiación que son, a priori, más importantes por detrás de la bancaria: el capital riesgo y el crowdfunding. Se analizarán su comienzo y evolución, y se compararán estas con las de otros países, prestando especial atención a la legislación y a aquellos factores diferenciadores entre las distintas fronteras. Se realizará un análisis previo de la coyuntura económica española y del papel de las pymes en esta, además de su evolución, buscando comprender qué factores

originan estas diferencias entre países (culturales, históricas, económicas, etc.) y qué posibles medidas podrían tomarse para reducirlas.

Para alcanzar este objetivo se ha estructurado el presente trabajo en diversos apartados.

Apartado 2. La influencia de las pymes en España. El objetivo de este punto es el entendimiento por parte del lector de la situación empresarial existente en nuestro país. Para ello es imprescindible conocer el concepto de pyme, sus clases y su papel en el tejido empresarial español. Además, se analizarán las acciones tomadas por la Unión Europea y las Administraciones Públicas españolas para su protección.

Apartado 3. Problemática de financiación de la pyme española. Los objetivos perseguidos en este apartado son varios. En primer lugar, analizar las causas que dificultan el acceso a los recursos financieros a las pymes. En segundo lugar, comparar la situación en España con la de otros países europeos. Y, en tercer lugar, explicar el papel de la financiación bancaria en las pymes e introducir financiación alternativa a esta, prestando especial atención al Capital Riesgo y al micro mecenazgo, más conocido como Crowdfunding. Entender la evolución histórica que ha sufrido la pyme ayudará a alcanzar estos objetivos, por lo que se describirá brevemente al comienzo del apartado.

Apartado 4. El Capital Riesgo. Se busca explicar el concepto de Capital Riesgo al lector y relacionarlo con el papel que juega para las pymes. Para un entendimiento completo del mismo, y de cuáles son los factores por los que no ha alcanzado el mismo nivel de aceptación que en otros países, se analizará su implantación, evolución y legislación tanto en España como en el resto del mundo. Además, se estudiarán posibles vías de actuación para potenciar esta alternativa.

Apartado 5. El Crowdfunding. Su objeto es la descripción del término y el estudio de su eficacia en otros países. Al ser un concepto nuevo, se prestará especial atención a las diferencias en materia de legislación a nivel regional por ser estas las que limitan en mayor medida esta alternativa.

Apartado 6. Analogía y diferencias entre el Capital Riesgo y el Micro mecenazgo. El objetivo de este apartado es identificar las similitudes y las diferencias entre ambos y realizar un análisis DAFO de cada uno de ellos.

Apartado 7. Conclusiones y recomendaciones. Se resumirán las ideas estudiadas en los apartados anteriores y se analizarán posibles medidas para cambiar la situación de ambas alternativas.

1.3 Problemas encontrados

La redacción del presente trabajo se ha visto limitada por los siguientes factores:

1. La literatura existente sobre la financiación a pequeñas y medianas empresas fue redactada en su mayoría en los años 90 o durante los años anteriores a la crisis económica actual.
2. Gran parte de los artículos consultados hacen referencia a la situación de las pymes en Latinoamérica y hay muy poca información referente a España.

3. Muchos de los documentos e informes incluyen datos únicamente hasta el 2011-2013, dificultando la realización de predicciones.
4. A la hora de buscar información en el INE relativa a pymes, los filtros disponibles dentro del Directorio Central de Empresas (DIRCE) por estrato de asalariados no contemplan el tramo entre 200 y 250 trabajadores sino que va desde 200 a 499. Si se desea conocer información específica de las pymes es necesario acudir, por tanto, a informes sobre las mismas o costear los gastos en que el INE incurra para realizar esa estratificación.

2. LA INFLUENCIA DE LAS PYMES EN ESPAÑA

2.1 Definición y tipos

El artículo 1 de la Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas define empresa como “toda entidad, independientemente de su forma jurídica, que ejerza una actividad económica”.

El 1 de enero de 2005 entró en vigor una nueva definición de pyme, resultado de la Recomendación anterior adoptada por la Comisión Europea en relación con este concepto. Dicha Recomendación dispone nuevos límites en el **volumen de negocio** y el **balance general** de la empresa respecto de la efectuada en 1996. Las modificaciones buscan impulsar el crecimiento de la economía, del empleo y de las inversiones (Comisión Europea, 2006) y pueden observarse en la tabla 1.

Tabla 1: Umbrales pyme en ambas recomendaciones

Categoría de empresa	Empleados	Recomendación de 1996		Recomendación de 2003	
		Volumen de negocio	Balance general	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	≥50 y <250	≤ 40 m €	≤ 27 m €	≤ 50 m €	≤ 43 m €
Pequeña	≥10 y <50	≤ 7 m €	≤ 5 m €	≤ 10 m €	≤ 10 m €
Micro	<10	-	-	≤ 2 m €	≤ 2 m €

Fuente: Elaboración propia con datos del informe “La nueva Definición de PYME” publicado por la Comisión Europea en 2006

Mediante la definición de empresa y el establecimiento de los umbrales efectuados en la recomendación anterior, el alcance del concepto pyme queda claramente delimitado. Actualmente, para poder ser considerada pyme, es necesario cumplir **obligatoriamente** lo referido al número de trabajadores y **uno** de los otros dos requisitos. Es decir, su plantilla ha de ser menor o igual a 250 trabajadores pero no tiene por qué tener un volumen de negocio inferior a 50 millones y un balance inferior a 43; cumplirá la definición con tan solo reunir las condiciones en uno de ellos (Comisión Europea, 2006).

Se pueden diferenciar tres tipos de pymes: las medianas, las pequeñas y las microempresas. En las primeras y las segundas, la recomendación de 2003 amplió los límites establecidos en 1996. El criterio de volumen de negocio aumentó de 40 a 50 millones de euros para pequeñas empresas, y el de Balance de 27 a 43 para las medianas. En cambio, ambos criterios se expandieron hasta los 10 millones para las pequeñas empresas. Las terceras se caracterizan por tener menos de 10 empleados en su plantilla, y dentro de las mismas se pueden distinguir a su vez las que disponen de asalariados y las que no.

Sin embargo, el concepto de pyme varía en función de la zona geográfica en la que nos situemos. El Banco Mundial considera pymes a aquellas empresas que emplean a menos de 300 trabajadores. En cambio, en Estados Unidos lo serán aquellas con plantilla inferior a 500 empleados y el mismo requisito se exige en México. El Banco Mundial analizó los criterios utilizados en 76 países y encontró más de 60 variables relativas a la plantilla de trabajadores (Vera-Colina, 2011). Las diferencias en cuanto a criterios aparecen en la tabla 2.

Tabla 2: Umbrales pyme en cada zona

Países o regiones	Criterios de clasificación												Criterios combinados	
	Número de trabajadores (1)				Ingresos anuales (2)				Activos – Balance General (3)					
	Mi	Pe	Me	Gr	Mi	Pe	Me	Gr	Mi	Pe	Me	Gr		
Banco Mundial	< 10	< 50	<300	>300	Millones de dólares				Millones de dólares				Cumplir 2 criterios	
					<0,1	< 3	< 15	> 15	< 0,1	< 3	< 15	> 15		
Unión Europea	<10	<50	<250	>250	Millones de euros				Millones de euros				(1)+ (2) ó (3)	
					< 2	< 10	< 50	< 50	< 2	< 10	< 43	< 43		
Estados Unidos (manufactura)	Pequeñas empresas												-	
	< 500			>500										
Argentina (manufactura)	-				Millones de pesos				-				-	
					<0,5	< 3	< 24	> 24						
México (manufactura)	< 30	<100	<500	> 500	-				-				-	
Colombia	< 10	< 50	<200	> 200	-				Miles de salarios mínimos				-	
									<0,5	< 5	< 30	> 30		
Venezuela INE	< 5	< 20	<100	>100	-				-				-	
Venezuela Legislación	< 50			<100	> 100	Ingresos en unidades tributarias (miles)				-				Cumplir 2 criterios
						<100	<250	>250						

Notas: Mi = microempresa; Pe = pequeña empresa; Me = mediana empresa; Gr = empresa grande.

Fuente: "Metodología para el análisis de la gestión financiera en Pymes" (Vera-Colina, 2011)

México es la región que mayor número de trabajadores permite a las pymes en todas las categorías (micro, pequeña, mediana y grande), igual que Estados Unidos, quien no establece diferencias y considera todas las empresas con menos de 500 empleados pequeñas. Venezuela es la más estricta, permitiendo únicamente 100 trabajadores, y Colombia, la UE y el Banco Mundial registran una situación intermedia con valores similares entre sí. En Argentina, sin embargo, no existen límites en cuanto al número de trabajadores; únicamente se utilizan los ingresos anuales como criterio de clasificación.

También se observan diferencias en el número de criterios que es necesario cumplir para que la empresa cumpla la definición de pyme. El Banco Mundial, Venezuela y la UE exigen el cumplimiento de al menos dos de los criterios, aunque la UE obliga a que uno de ellos sea el relativo a la plantilla. En EEUU, Argentina o México únicamente existe un criterio a cumplir.

En cuanto a los ingresos anuales, al estar medidos en diferentes unidades monetarias resulta difícil su comparación, aunque no todas las regiones ponen límites a este criterio.

2.2 Situación en España

En nuestro país el 99,88% de las empresas inscritas en la Seguridad Social son pymes (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2015), con un claro predominio de las microempresas o empresas con menos de 10 trabajadores. Las pequeñas y medianas empresas aportan aproximadamente un sesenta por ciento del PIB español (Triper, 2015).

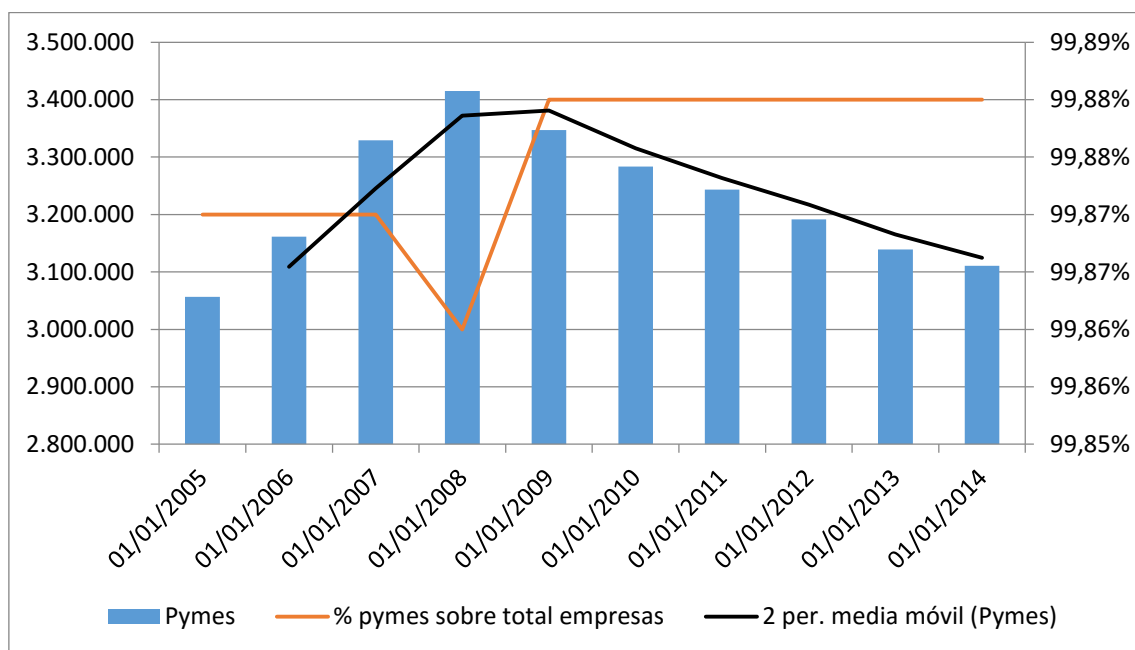
La evolución experimentada por las pymes durante los últimos años puede dividirse en dos periodos: el de crisis económica y el anterior a la misma o periodo pre-crisis.

Tabla 3: Evolución de las pymes y grandes empresas (2005-2014)

	Pymes	Grandes	Total	Pymes sobre total	Variación pymes	Variación grandes
2005	3.056.391	4.018	3.060.409	99,87%	-	-
2006	3.161.480	4.139	3.165.619	99,87%	3,44%	3,01%
2007	3.329.086	4.447	3.333.533	99,87%	5,30%	7,44%
2008	3.414.779	4.712	3.419.491	99,86%	2,57%	5,96%
2009	3.346.903	4.069	3.350.972	99,88%	-1,99%	-13,65%
2010	3.283.495	3.879	3.287.374	99,88%	-1,89%	-4,67%
2011	3.243.185	3.801	3.246.986	99,88%	-1,23%	-2,01%
2012	3.191.416	3.794	3.195.210	99,88%	-1,60%	-0,18%
2013	3.139.106	3.822	3.142.928	99,88%	-1,64%	0,74%
2014	3.110.522	3.839	3.114.361	99,88%	-0,91%	0,44%

Fuente: Elaboración propia a partir de informes *Retrato de las PYME* años 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014

Figura 1: Evolución del crecimiento de las pymes en España (2005-2014)



Fuente: Elaboración propia a partir de informes *Retrato de las PYME* años 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014

Del 2005 al 2008, periodo pre-crisis, se experimentó un crecimiento continuado. Este fue especialmente importante del 2006 al 2007, donde aumentó un 5,30%. En 2008 el número de pymes alcanzó su máximo, llegando a haber cerca de tres millones y medio de pymes. Sin embargo, el porcentaje que representaban estas sobre el total de empresas en España disminuyó. La causa fue el aumento en mayor proporción de grandes empresas que de pymes, situación similar a la del año anterior, aunque aquella no ocasionó variaciones en el porcentaje de pymes.

Del 2008 al 2014, periodo de crisis, ocurrió todo lo contrario. El número de pequeñas y medianas empresas disminuyó, acercándose a los niveles de 2005. La desaparición de estas

empresas fue desacelerándose periodo a periodo, de forma que del 2013 al 2014 la variación negativa fue únicamente de un 0,91%.

Prestando atención a la tabla 3, observamos que las grandes empresas variaron en mayor proporción con el auge económico, y también acusaron más los efectos de la crisis. En los últimos años de bonanza económica, las primeras aumentaron un 7,44% frente al 5,30% de las pymes, mientras que el primer año de recesión, las grandes empresas disminuyeron un 13,65% y las pymes únicamente un 1,99%. Sin embargo, su mayor tamaño y recursos les han permitido recuperarse de forma rápida, volviendo a crecer en número en los años 2013 y 2014, alcanzando una situación similar a la de 2010. A partir de estos datos se podría afirmar que las grandes empresas son más sensibles a los cambios drásticos en la economía, pero también más flexibles para adaptarse a ellos.

Tabla 4: Empresas por sectores, 2013

	Industria	Construcción	Comercio	Otros servicios	Total
Micro. sin asalariados	4,6%	15,0%	22,6%	57,8%	100%
Microempresas	7,2%	11,0%	27,1%	54,8%	100%
Pequeñas	21,6%	11,0%	18,8%	48,6%	100%
Medianas	23,5%	5,8%	15,0%	55,7%	100%
Total pymes	6,4%	13,1%	24,3%	56,2%	100%
Grandes	21,2%	3,8%	14,1%	60,9%	100%

Elaboración propia a partir de datos "Retrato de las PYME 2015" (Datos a 1 de Enero de 2014)

En cuanto a los sectores que mayor número de pymes agrupan, destaca el de servicios, en especial el comercio. En total un 80,5% de las pymes del país pertenecen al sector servicios. El sector de la construcción también incluye a una pequeña parte (13,1%), pero la industria no atrae más que al 6,4% de estas empresas. Sin embargo, el 21,2% de las grandes empresas pertenecen al sector industrial y únicamente un 3,8% a la construcción. El sector servicios incluye también a la mayoría de las grandes empresas (75,0%), aunque el porcentaje dedicado al comercio es mucho menor que el de pymes (14,1%) (Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2015).

Analizando esta, observamos que conforme aumenta el tamaño de la pyme, aumenta el interés por el sector industrial. Son las pequeñas y medianas empresas las que mayor porcentaje de negocios dedican a este ámbito. El esfuerzo económico requerido para desarrollar actividades industriales reduce las posibilidades de las microempresas de entrar en el sector. En cuanto a las grandes empresas industriales, únicamente un 21,2% de estas empresas se dedican a este sector en España.

Todo lo contrario ocurre con la construcción y el comercio: cuanto mayor es el tamaño de la empresa, menor es el porcentaje de estas dedicadas a estos sectores. De esta forma, mientras que el 11,0% de las micro y pequeñas empresas se dedican a la construcción, únicamente un 5,8% de las medianas lo hace, y el porcentaje es todavía menor en las grandes (3,8%). En el caso del comercio, mientras que el 22-27% de las microempresas tienen este como actividad principal, solo un 18,8% de las pequeñas lo desarrolla, y este porcentaje es todavía menor en medianas y grandes empresas (15,0 y 14,1%, respectivamente).

Tabla 5: Empresas según estrato de asalariados en España y en la UE, 2013

	Micro sin asalariados	Micro	Pequeñas	Medianas	Total pymes	Grandes	Total
España	1.670.329	1.314.398	107.784	18.011	3.110.522	3.839	3.114.361
%	53,6%	42,2%	3,5%	0,6%	99,9%	0,1%	100,0%
UE-28 %		92,4%	6,4%	1,0%	99,8%	0,2%	100,0%

Fuente: Elaboración propia con datos del informe "La nueva Definición de PYME" publicado por la Comisión Europea en 2006

España posee en su mayoría pymes autónomas. Se consideran autónomas aquellas empresas que no forman grupo con otras, pudiendo encontrar dentro de esta categoría empresas totalmente independientes o en disposición de una o varias asociaciones comerciales minoristas con otras empresas. Si la participación es superior al 50,0%, se considerará una relación entre empresas vinculadas en la cual existirá una dominante y una dependiente, formando un grupo de empresas; si no supera este porcentaje, hablaremos de empresas asociadas (Comisión Europea, 2006) cuando la participación de una sociedad en otra ejerza o pueda ejercer una influencia significativa en su gestión. Se presumirá esta situación cuando la participación sea superior al 20,0% de los derechos de voto como recogen la norma 13ª de Elaboración de las Cuentas Anuales PGC-07, el artículo 47.3 del Código de Comercio y el artículo 5.3 del NOFCAC.

Tabla 6: Empresas por condición jurídica, 2013

	Persona física	SA	SL	Otras	Total
Micro sin	62,90%	1,63%	25,33%	10,14%	100,00%
Micro	39,48%	2,80%	48,02%	9,70%	100,00%
Pequeñas	4,10%	18,45%	66,33%	11,12%	100,00%
Medianas	0,00%	34,90%	45,80%	19,30%	100,00%
PYMES	50,60%	2,90%	36,45%	10,04%	100,00%
Grandes	0,00%	45,98%	33,94%	20,08%	100,00%
Total	50,54%	2,95%	36,45%	10,05%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos "Retrato de las PYME 2015" (Datos a 1 de Enero de 2014)

La forma jurídica predominante en las pymes de nuestro país es la de Persona física. 1.574.055 de las 3.110.522 pymes poseen esta condición, es decir, un 50,60%. Las Sociedades Anónimas son en su mayoría grandes empresas, y las Sociedades Limitadas están compuestas en un 36,45% por pymes y en un 33,94% por grandes empresas. Sin embargo, el número de SA tiene una variación negativa en 2013 en favor de las SL y las comunidades de bienes (Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2015). En cuanto a las Sociedades colectivas, comanditarias, asociaciones, y otros tipos de sociedades, concentran un menor número de pymes, aunque a nivel de grandes empresas su porcentaje es mayor.

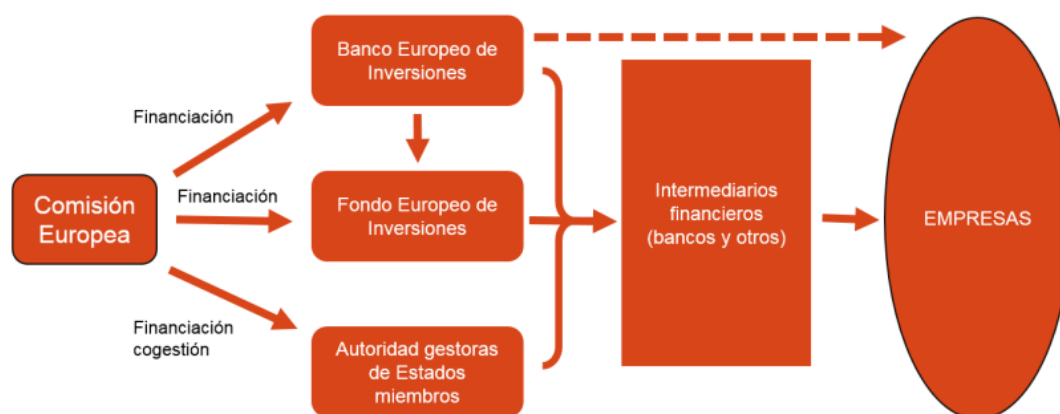
2.3 Ayudas recibidas

La Unión Europea, junto con el Ministerio de Industria, Energía y Turismo y las Administraciones Públicas, ofrece ayudas e incentivos a este tipo de empresas. Estas pueden ser recibidas en

forma de subvenciones, préstamos o garantías y varían en función del sector al que pertenezca la pyme.

Pueden ser obtenidas directamente de la UE, del Ministerio o mediante ayudas de tipo no monetario, como los programas de la Red Empresarial Europea o la Ventanilla sobre Derechos de Propiedad Intelectual (Comisión Europea, 2015).

Figura 2: Canalización ayudas Comisión Europea



Fuente: Informe Afi Guías | 15 (2015) Ayudas de la Comisión Europea.

Además, para las denominadas “Regiones de Convergencia”, el Fondo Europeo de Inversiones, la Comisión Europea y el Banco Europeo han desarrollado la iniciativa Jeremie, mediante la cual los Estados miembros pueden hacer uso de parte de sus fondos estructurales para apoyar a las pymes de dichas zonas (Andalucía, Castilla La Mancha, Extremadura y Galicia). Estas ayudas pueden ser otorgadas en forma de préstamos o mediante capital riesgo (Comisión Europea, 2015).

Estos son algunos mecanismos de los que pueden hacer uso las pymes de nuestro país, pero el abanico de posibilidades es mucho más amplio. Sin embargo, al no ser el conjunto de ayudas en favor de las pymes el objetivo principal de estudio de este proyecto de investigación, analizaremos únicamente las ayudas ofrecidas por los organismos de Unión Europea y España.

La diferencia entre la financiación recibida por subvenciones y la recibida por los Programas reside en que la Comisión Europea no concede préstamos o subvenciones directamente a la empresa, mientras que los Programas de ayuda sí lo hacen en base a los resultados del estudio de su plan de negocio. Por tanto, la viabilidad del proyecto es la que condicionará el mecanismo de financiación al que opte la empresa. Aquella pyme que cumpla los requisitos mínimos para optar a la subvención, se beneficiará de ella. En cambio, aquellos empresarios que decidan obtener financiación a través de programas determinados, deberán demostrar las garantías que ofrece su proyecto empresarial.

Las **subvenciones otorgadas por la UE** buscan cumplir una serie de objetivos. Para 2015, los principales son: el apoyo a pymes y empresas de nueva creación, el fomento del comercio, de la internacionalización y de la innovación. (Vera Hervás, 2015). La cuantía y forma de estas varía a su vez en función del interés que cumplan.

Las ayudas de 2015 para cumplir el primer objetivo están sobre todo destinadas a aquellas empresas que operan dentro de la normativa de Sistemas de Aeronaves por control remoto. Ofrecen una financiación máxima de un millón de euros por la creación de un portal donde se recoja toda la normativa relativa a este sector (regulación, normas de seguridad, privacidad, etc.) (Comisión Europea, 2015).

El objetivo relativo a potenciar el comercio persigue a su vez dos fines: *“Un desarrollo gradual de proyectos de cooperación con las organizaciones nacionales de promoción del comercio, así como un fortalecimiento de la red de Organizaciones de Promoción del Comercio Europea”* y *“una colaboración más estrecha con los Estados miembros de la UE y sus Organizaciones de Promoción del Comercio en el marco de las misiones para el crecimiento y otras actividades de internacionalización de la Comisión Europea”*. (Comisión Europea, 2015).

Para apoyar la internacionalización, la UE busca desarrollar consorcios entre empresas con fines comunes para que puedan llevar a cabo estrategias de internacionalización conjunta. Para realizar estas asociaciones, la Comisión Europea facilita la base de datos *Cordis* donde las empresas interesadas pueden inscribirse y contactar con otras para llegar a acuerdos. (Comisión Europea, 2015).

El último de los objetivos perseguidos por la UE en 2015 es el de fomentar y premiar la innovación. Busca financiar proyectos de desarrollo de aplicaciones para impulsar la prestación de servicios públicos móviles (Comisión Europea, 2015).

Centrándonos en las **ayudas proporcionadas por el Gobierno de España**, el Plan Crece incluido en los Presupuestos generales de 2015 destinará 2.187 millones de euros a estas empresas para que estas permanezcan en el mercado nacional en vez de hacerlo en el extranjero. Sin embargo, los duros requisitos de estabilidad empresarial para acceder a esta financiación limitarán su acceso a las medianas empresas (Marín, 2014).

Las ayudas recibidas varían, como se ha mencionado anteriormente, en función del sector al que pertenezca la pyme. Sin embargo, algunos ejemplos independientes del mismo son las ayudas ofrecidas por la Comunidad de Madrid, con la iniciativa “Madrid Tax Free” de Madrid Emprende, mediante la cual los jóvenes empresarios pueden solicitar la devolución de los tributos municipales, las concedidas por Navarra con el Servicio de Empleo de la Comunidad, que cubrirá el 75% de los gastos de asistencia técnica de aquellos desempleados que deseen convertirse en autónomos, o por Extremadura con el Plan 3E de Empleo, Empresa y Emprendedores, el cual incluye casi 1,5 millones de euros para impulsar el empleo en el área de la economía social (Marín, 2014).

En cuanto al apoyo recibido de las Comunidades Autónomas, nos centraremos en La Comunidad Valenciana por ser el lugar en el que nos encontramos. Esta ofrece en 2015 treinta y siete ayudas e incentivos a emprendedores y pymes. Estas se reparten entre el sector agrario, comercial, industrial, de la construcción, de cultura y de comunicación, I+D y ganadero. Cabe destacar que en el presente año esta Comunidad no ha incluido ayudas a sectores como el energético, el pesquero, agroalimentario, etc. De las 37 ayudas mencionadas anteriormente, 30 van destinadas a empresas en general, es decir, independientemente del sector en el que operen. Ejemplos de estas son las subvenciones enfocadas a aumentar el empleo de personas discapacitadas en centros especiales de empleo y enclaves laborales o al empleo de las mismas

en empresas ordinarias, ayudas económicas a empresas que desempeñen actividades para promocionar la lengua valenciana, subvenciones para fomentar el empleo de emprendedores, etc.

Hasta la actualidad, la Comisión Europea ha basado sus ayudas principalmente en subvenciones e infraestructuras. Sin embargo, para el periodo 2014-2020 el enfoque varía, y se da prioridad a instrumentos financieros y a la búsqueda de competitividad e innovación.

En cuanto a los **programas**, el informe *Ayudas de la Comisión Europea* elaborado por Analistas Financieros Internacionales (Afi), distingue entre **oportunidades temáticas de financiación, instrumentos financieros y fondos estructurales**. Las primeras son subvenciones que financian tan solo parte de los costes de los proyectos. Entre ellas destacan los programas Horizonte 2020 o Cosme, para los cuales se ha dotado un presupuesto de 79.400 y 2.300 millones de euros, respectivamente. H2020 va destinado a facilitar financiación a pymes pertenecientes al sector de investigación y desarrollo, y Cosme a impulsar el crecimiento de las pymes en general (Barua, 2013). Los instrumentos financieros⁽¹⁾ están principalmente gestionados por el Fondo Europeo de Inversiones (EIF) y son en su mayoría los intermediarios financieros nacionales los que proporcionan la financiación a través de la CE. Ejemplos de instrumentos financieros son el programa *Jeremie* mencionado anteriormente, el *Instrumento Europeo de Microfinanciación para el Empleo y la Integración Social* o el *Programa Marco para la Competitividad y la Innovación* (PCI). Por último, los fondos estructurales ofrecen financiación directa a las pymes para llevar a cabo sus proyectos. Destacan los fondos FEDER y FSE.

Cabe mencionar el papel de periódicos como *elEconomista* donde se dedica una sección a informar a los lectores sobre los fondos públicos y alternativas de financiación a las cuales pueden optar los empresarios en busca de capital. De esta forma se reduce el fallo de mercado de la información imperfecta ya que el acceso a la misma se facilita.

(1) Son instrumentos que, al permanecer en el país, son reinvertidos, lo que genera un efecto palanca y multiplicador.

3. PROBLEMÁTICA DE FINANCIACIÓN DE LA PYME ESPAÑOLA

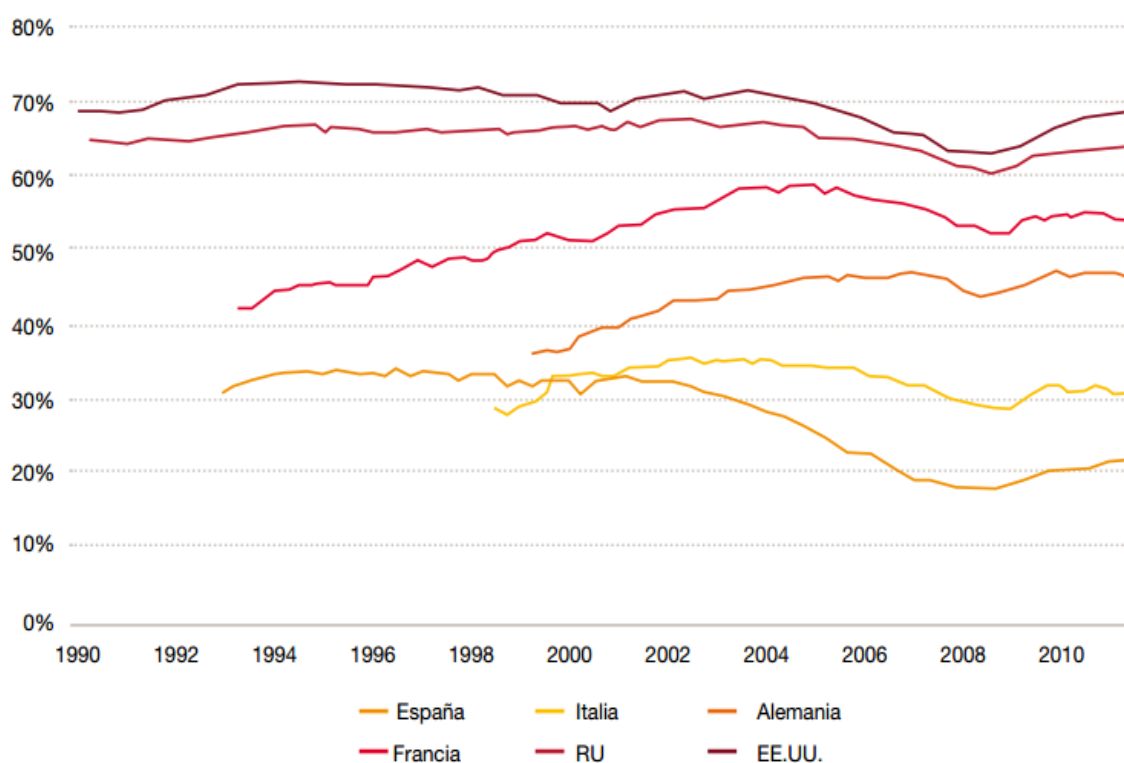
3.1 Desarrollo histórico

Remontándonos a las primeras sociedades que pueden ser calificadas como pequeñas empresas, encontramos en la época medieval los gremios de artesanos y comerciantes. La principal financiación que estos obtenían procedía de las comunidades judías, las cuales podríamos equiparar con las entidades financieras actuales.

A lo largo de los siglos, la financiación ofrecida por este tipo de entidades ha prevalecido sobre otros medios de financiación, especialmente en empresas de reducido tamaño. Es por esto que en periodos de recesión económica donde el flujo de capitales se ve mermado, las empresas que recurren a ella son las más afectadas (Rojas y López Somoza, 2013).

La financiación más utilizada a lo largo de los años por las compañías españolas ha sido la bancaria. El uso de este medio ha ido en aumento, siendo del 65% en los años 90 (BME, 2012) y de hasta el 80% en 2014 (Cañete, 2014a). El porcentaje es todavía mayor en pymes (Calvo, 2015) y empresas que cotizan en el IBEX (Cañete, 2014a) donde se alcanza el 90%. Estos datos convierten a las compañías españolas en unas de las más dependientes del sector bancario del mundo.

Figura 3: Evolución del uso de la financiación de mercado



Fuente: Informe *El dinero en 2033. Cómo nos financiaremos y ahorraremos en 2033*. PwC

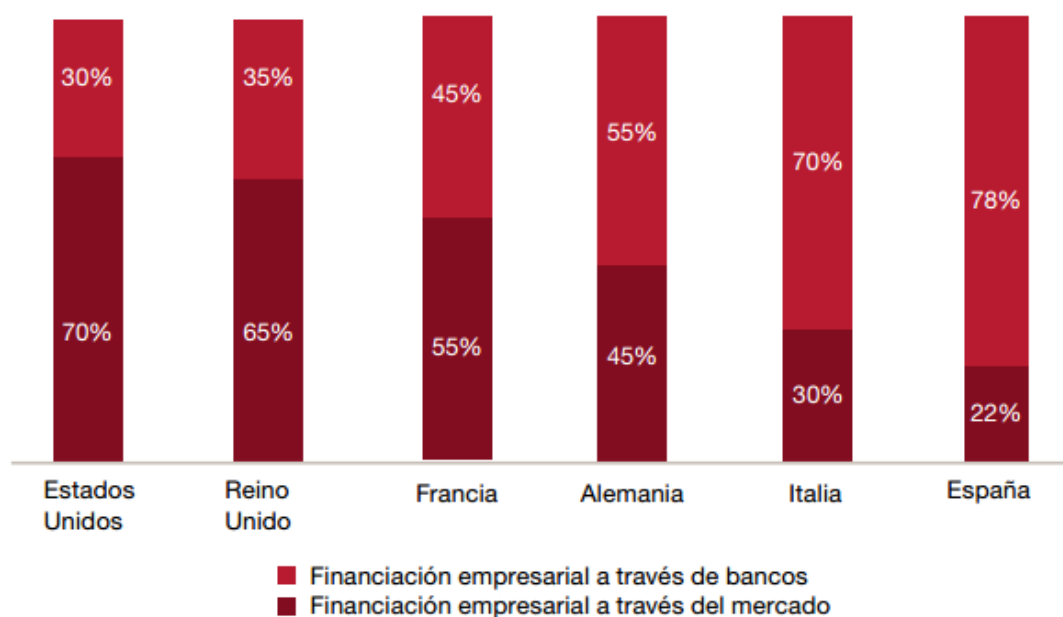
Como se aprecia en la figura 3, la financiación empresarial a través del mercado ha disminuido en favor de la bancaria, especialmente del 2002 al 2008. La incertidumbre y el riesgo de los mercados hacen que las empresas españolas apuesten por medios más tradicionales. Esto se debe a factores culturales y estructurales (BME, 2012) como el bajo nivel de **cultura financiera** de la población (ADICAE, 2013), el **predominio de microempresas** (BME, 2012) contemplado

anteriormente, o el **elevado plazo de cobro a clientes y pago a proveedores** (De la Fuente Gutierrez, 2013).

Tanto el informe PISA de 2012 como la encuesta realizada por el ADICAE en 2013 revelaron que la **cultura financiera** española es baja. Nuestro país está por debajo de la media Europea en este concepto, y se es consciente de ello, ya que un 38,10% de los encuestados admiten que sus conocimientos financieros son reducidos (Maldonado, 2015).

España se caracteriza por considerar la vivienda como principal instrumento de inversión (Maldonado, 2015). De esta forma, mientras en otros países limitan este bien al uso del mismo, los españoles prefieren la inversión inmobiliaria a otras debido a la falsa creencia de que el precio de las mismas está en constante crecimiento (Maldonado, 2015). Esto ocasionó un gran estancamiento de la economía del país tras la crisis de las subprime, y cabe destacar que la rentabilidad de los activos inmobiliarios es menor que la de los cotizados en bolsa (Maldonado, 2015). Es por tanto, crucial, tomar medidas que mejoren la cultura financiera del país, ya que mientras los activos financieros se perfeccionan y aumentan en número, se sigue limitando la inversión a las viviendas y la obtención de financiación a los préstamos y créditos bancarios.

Figura 4: Fuentes de financiación en 2010



Fuente: Informe *El dinero en 2033. Cómo nos financiaremos y ahorraremos en 2033*. PwC

La figura 4 muestra los porcentajes dedicados a cada tipo de financiación en Estados Unidos, Inglaterra, Francia, Alemania, Italia y España. Es esta última la que menores recursos capta del mercado (únicamente un veintidós por cien), situación completamente opuesta a la de EEUU. La competitividad de las empresas españolas se ve, por tanto, reducida, contrastando con las del resto de países. A diferencia del caso español, estas diversifican sus fuentes de financiación de forma que sus necesidades quedan cubiertas con mayor facilidad. Así pueden desarrollar su actividad sin verse limitados por la concesión de crédito bancario, algo que no es posible para la mayoría de las empresas de nuestro país al utilizar únicamente este tipo de financiación.

Las dificultades para captar fondos, sumadas a los **elevados plazos de pago**, son las causantes del cierre de miles de empresas. Un tercio de las quiebras en España son a causa de la morosidad (Calahorrano, 2011). El cobro tardío de clientes, añadido a las dificultades de las pymes para captar fondos, dificulta su supervivencia.

El pago a proveedores y acreedores fuera de los plazos previstos es considerado por muchas empresas una forma más de financiación. Cuando el ciclo de caja (periodo desde que se pagan las materias primas o mercaderías hasta que se cobra de clientes) es negativo, la empresa no tiene necesidades reales de financiación. De esta forma, la empresa no precisa tener un fondo de maniobra (parte del activo corriente financiada por el pasivo no corriente) positivo al obtenerse mayor financiación por parte de los proveedores. Las empresas, y en especial las pymes, deben negociar estos plazos buscando las mejores condiciones posibles y reduciendo así sus requerimientos de financiación, dentro de los límites establecidos por la ley.

No obstante, muchas empresas, entre ellas las que cotizan en bolsa, llevan esta práctica más allá de dichos límites de forma reiterada. Así, las empresas del Ibex 35 y del mercado continuo se ahorraron en 2014 hasta 3.377 millones de euros (Triper, 2015) por pagar fuera de plazo. Para poner freno a esta situación, se proponen dos alternativas: “la recuperación del IVA no cobrado y la incorporación de una casilla que indique los plazos medios de pago a proveedores en los balances y cuentas de resultado de las grandes empresas” (Triper, 2015).

Según datos de 2014, los plazos medios de cobro en los sectores público y privado fueron de 81 y 89 días, respectivamente (PMCM, 2014). Sin embargo, los plazos establecidos en la Ley 15/2010 sobre Morosidad son mucho menores.

Tabla 6: Plazos máximos de pago (en días)

Sujeto pagador	Hasta el 31/12/10	2011	2012	2013
Empresas privadas	85		75	60
Administraciones Públicas	55	50	40	30
Administraciones Públicas con Empresas constructoras de obra civil con contrato en vigor	120		90	60
Transacciones de alimentación frescos y perecederos		30		

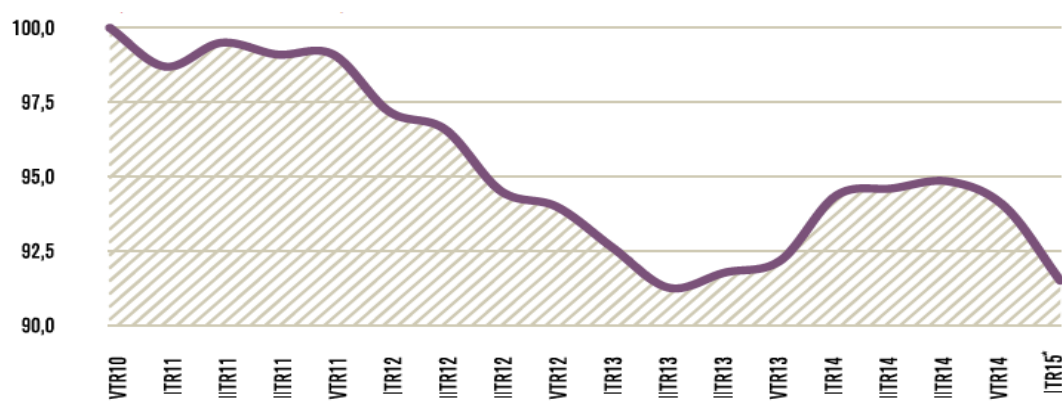
* Plazos máximos a contar desde la fecha de recepción de las mercancías o prestación de servicio

Fuente: Elaboración propia a partir de Moreno Navarro, J.R (2013). *Ley de Morosidad: nuevos plazos de pago para 2013*

La tabla anterior nos muestra la evolución de los plazos máximos de pago desde finales de 2010 hasta el año 2013. Excepto para transacciones de alimentos frescos y perecederos, donde el plazo se ha mantenido en 30 días, se puede apreciar la reducción del mismo tanto para entidades públicas como privadas. Esto refleja el esfuerzo del gobierno por mejorar la situación de morosidad de las empresas españolas y así reducir el número de quiebras ocasionadas por esta.

El efecto causado por estas medidas ha sido positivo: tanto los plazos de cobro como los de pago se han visto reducidos entre 2010 y 2014.

Figura 5: Índice Sistémico de Morosidad Empresarial (ISME).



* El dato del primer trimestre de 2015 es una estimación avance

Fuente: Boletín de Morosidad y Financiación Empresarial (DGIPYME y CEPYME 2015).

El ISME de 2015 presenta una importante mejoría respecto del de 2014. Gracias a los cambios en la legislación referente a morosidad, el saneamiento de la economía, y la mejoría de instrumentos y disponibilidad de crédito, las empresas españolas han podido hacer frente a una mayor proporción de sus pagos (DGIPYME y CEPYME, 2015). La evolución general de 2010 a 2015 ha sido positiva, viéndose reducida la morosidad y las quiebras originadas por ella.

El Banco de España realiza de forma semestral desde 2009 una Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas en la zona euro, también conocida como EAFE. La mayoría de las empresas que forman la muestra son pymes, aunque también se incluyen empresas de mayor dimensión para poder contrastar resultados. Los primeros resultados de esta muestran la evolución positiva de pymes y grandes empresas en los últimos años en términos de cifra de negocios y ventas. Dentro de estas, el sector que más se ha visto afectado por la crisis y cuya evolución ha sido más lenta es el de la construcción. Cabe destacar que la evolución de las pymes, aunque positiva, no ha sido tan favorable como la de empresas de mayor tamaño al contar las primeras con menor diversificación geográfica.

En cuanto a los resultados relativos al acceso a la financiación, entre septiembre de 2010 y septiembre de 2012 este se consideraba uno de los principales problemas para más de un 25% de las empresas, aunque por detrás la captación de clientes, el problema más destacado para más de un 30%. Encontrar clientes no se limita a la búsqueda de consumidores de bienes y/o servicios de la empresa, sino que es importante seleccionar bien a quién se ofrecen los mismos. La morosidad, imagen y otras características cobraron mayor transcendencia en época de crisis, y la selección de una cartera de clientes adecuada y constante en el pago de sus deudas restringía en muchas ocasiones las ventas de la empresa.

El factoring cobró importancia durante la recesión económica. La gestión del cobro de clientes y otros organismos se dificultó, por lo que recurrir a estas empresas fue una opción a la que recurrieron numerosas sociedades. Entre 2008 y 2012, en plena crisis económica, el factoring como porcentaje del PIB aumentó de un 14,62% a un 16,59%. Estos datos reflejan la importancia que tiene en España una adecuada cartera de clientes.

Tabla 7: Créditos gestionados por la Asociación Española de Factoring y el PIB

	PIB a precios corrientes en millones €	Incremento anual PIB (%)	Factoring + órdenes de pago en millones €	Incremento anual cesiones factoring	Porcentaje Factoring/PIB
2008	1.087.788	36,10%	159.070	No disponible	14,62%
2009	1.048.060	-3,65%	161.096	1,27	15,37%
2010	1.048.883	0,08%	167.612	4,04	15,98%
2011	1.063.355	1,38%	175.128	4,48	16,47%
2012	1.050.211	-1,24%	174.239	-0,51	16,59%
2013	1.049.181	-0,10%	165.088	-5,25	15,73%
2014 (*)	1.058.469	0,89%	161.282	-2,31	15,24%

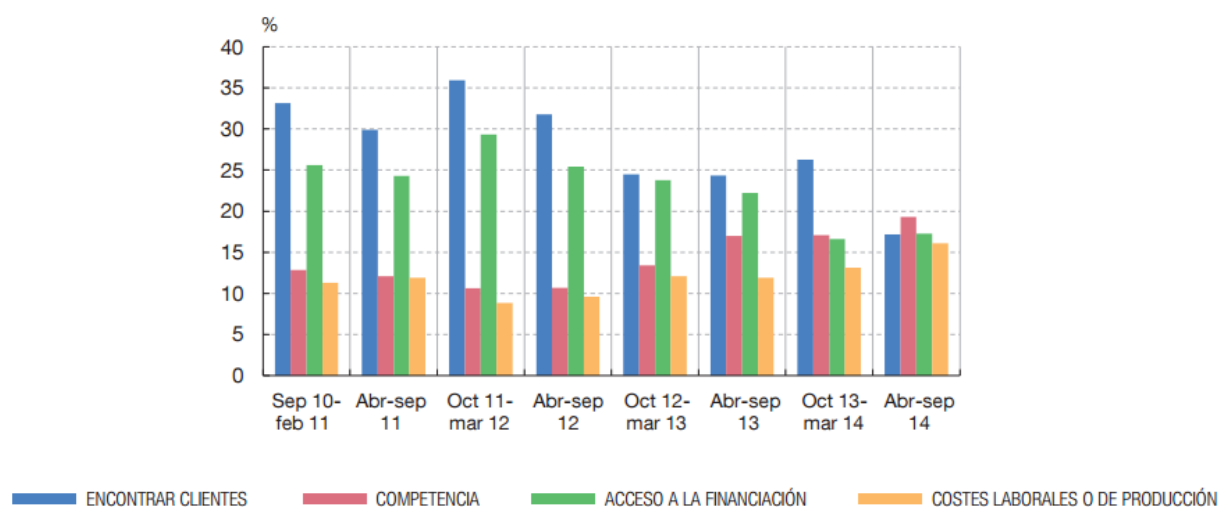
(*) Estimación

Fuente: Estadísticas AEF (Asociación Española de Factoring)

Sin embargo, la leve recuperación en la economía y las positivas perspectivas de futuro restaron importancia a la gestión de los cobros y desde 2013 el papel del factoring ha perdido fuerza en nuestro país. La situación de 2014 fue similar a la de 2009, por lo que podemos afirmar que el factoring como medio de financiación es más utilizado en tiempos de recesión económica que en momentos de prosperidad, donde el cobro puntual de clientes no es un factor primordial para las empresas.

La importancia de la selección y captación de clientes y del acceso a la financiación se ha visto reducida en los últimos años, teniendo un mayor peso la competencia para un 18% de las empresas en 2014, mientras que conseguir clientes o financiación bancaria no alcanza el 17% debido a la confianza de las empresas en la recuperación económica. Analizando los resultados relativos al acceso a financiación y los relativos a resultados empresariales, observamos que la pérdida de peso de los problemas para financiarse se ven acompañados de mejoras en las cifras de ventas y de negocio. Estos datos se pueden apreciar en la figura 6.

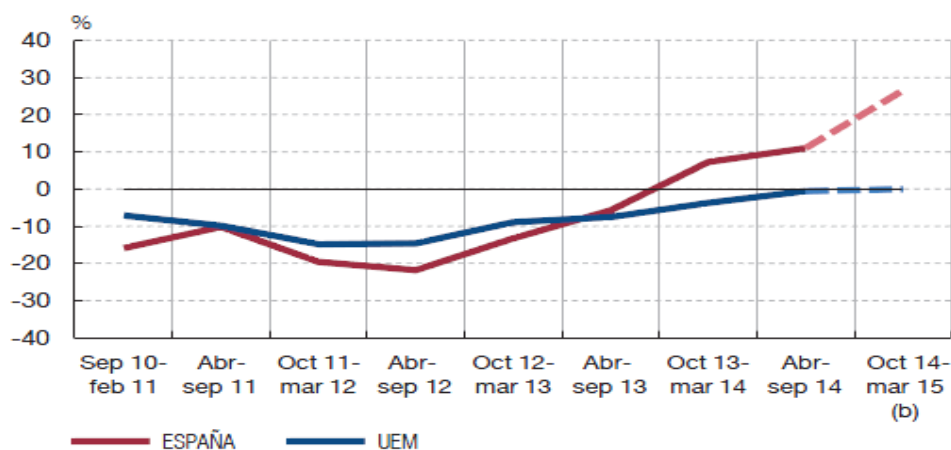
Figura 6: Percepción de las pymes españolas sobre los principales problemas que afectan a su actividad



Fuente: Informe Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE

El acceso a financiación bancaria también presenta una evolución positiva. Tras unos años de duras condiciones para conseguir préstamos o créditos bancarios tanto en España como en la Unión Europea, a finales de 2013 cambió esta situación y la disponibilidad de los mismos comenzó de nuevo a ser positiva. La mejoría fue mucho más notable en nuestro país que en la media de la zona Euro.

Figura 7: Evolución de la disponibilidad de préstamos bancarios

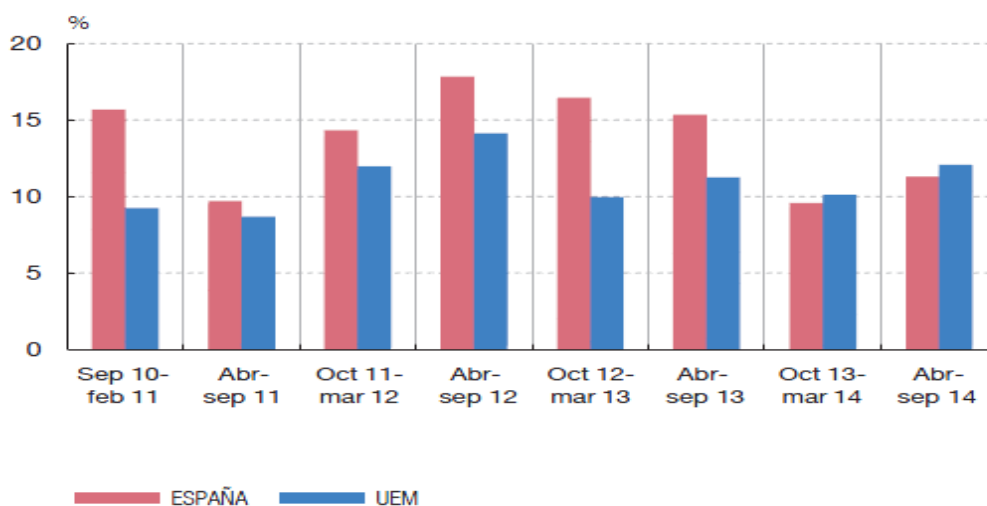


(b) Expectativas de las pymes sobre los cambios en la disponibilidad de préstamos bancarios.

Fuente: Informe *Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE*

Además de ser menos estrictas las condiciones impuestas por los bancos, también se redujo el porcentaje de préstamos rechazados por estos. Entre 2010 y 2013 España presentaba una tasa de rechazo mucho mayor que la europea, con valores en general superiores al 15%. El 2014 incluyó un cambio de tendencia, reduciéndose la tasa a apenas un 10%, porcentaje inferior al de Europa.

Figura 8: Porcentaje de rechazo de préstamos bancarios



Fuente: Informe *Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE*

La mejora de la situación económica española llevó a los bancos y entidades financieras a relajar las condiciones de financiación, y también a proveedores de bienes y servicios a aumentar el

crédito comercial ofrecido a sus clientes (DGIPYME y CEPYME, 2015). De esta forma, como se ha observado previamente, las dificultades para captar clientes se redujeron en gran medida y las necesidades de financiación externa de muchas empresas disminuyeron al mejorar su ciclo de caja. A su vez, nuevas formas de financiación ligadas a los medios de comunicación y nuevas tecnologías han ganado relevancia en los últimos años, otorgando a pymes y grandes empresas la opción de diversificar sus medios para captar fondos del exterior.

3.2 Causas

Conseguir financiación a largo plazo a un coste razonable es uno de los principales problemas que dificultan el crecimiento de estas empresas, especialmente si son jóvenes, ya que su expansión requiere de fondos a largo plazo para garantizar su normal desarrollo. Algunos autores identifican esta problemática bajo el nombre de laguna de capital (Sarasa Urtasun, 1994) debido a que el análisis de inversiones en capital en pymes genera un coste muy elevado en comparación con la cuantía de fondos demandados. Esta laguna se hace más evidente todavía cuando las fuentes de financiación son reducidas.

Generalmente, las pymes poseen reducidos niveles de activos tangibles con los que respaldar sus inversiones, además de beneficios inestables. La información financiera que ofrecen es, a su vez, exigua y menos completa que la recopilada por las grandes empresas. Estos factores reducen las posibilidades de crédito de pequeñas y medianas empresas, limitando sus opciones a la deuda a corto plazo (Cazorla Papis, 2003).

Debido a lo reducido de su tamaño, no resulta rentable a la mayoría de las pymes el emitir títulos a corto, medio o largo plazo en los mercados de capitales por los costes y falta de garantías de los mismos. Los costes fijos de emisión son difícilmente asumibles para emisiones de menos de 5.000.000€ (Rojas y López Somoza, 2013). Además, la imposibilidad de cotizar en determinados mercados como la Bolsa impide a las pymes aumentar sus fondos propios y realizar inversiones con las que alcanzar un crecimiento sostenido, algo de lo que sí se pueden beneficiar empresas de mayor tamaño. Esto limita a su vez sus posibilidades de capitalización, dejando como únicas vías las aportaciones de los socios o accionistas y la autofinanciación, formada por el resultado del ejercicio y las reservas (Sarasa Urtasun, 1994).

Desde el 2006 las pymes pueden negociar sus valores en el Mercado Alternativo Bursátil (MaB). El MaB es un mercado organizado mediante el cual la pyme puede financiar el crecimiento de su empresa, aumentar su notoriedad, su valoración objetiva y la liquidez de sus accionistas. Aunque este mercado posibilita la participación de la empresa en un mercado oficial, muchas pymes no cumplen con los requisitos necesarios para acceder a él por no poseer la forma de sociedades anónimas, ser demasiado jóvenes, etc. Su escasa notoriedad o estructura financiera dificultan también su éxito dentro de este mercado. Además, muchas empresas rechazan esta vía al implicar una disminución del control que ejercen sobre la empresa, y por requerir una formación mínima del personal directivo sobre dicha área financiera.

Otras alternativas como el capital riesgo, el crowdfunding o los fondos de inversión especializados en financiación de pymes han demostrado ser eficaces tanto en España como en otros países. Sin embargo, debido a su novedad muchos empresarios las desconocen o desconfían de ellas.

A pesar de que las opciones de financiación son múltiples, el noventa por ciento de las pymes recurren a los préstamos y créditos bancarios y al arrendamiento financiero o leasing. Las limitaciones de recursos y garantías de este tipo de empresas ocasionan un mayor coste de las deudas al no poder negociar los tipos de interés, comisiones, plazos de amortización, etc.

El coste financiero de las empresas españolas es muy superior al de empresas de países como Alemania o Francia. Para poder analizar esta afirmación es necesario definir el concepto de coste financiero. Según la enciclopedia online Economía 48, es aquel que se deriva de la financiación ajena y que engloba los intereses por prestación de capital, comisiones, etc. En España ronda actualmente el 0,517% mientras que en Alemania es del 0,36%. Sería por tanto más rentable para una empresa española solicitar crédito a un banco extranjero que a uno español.

Por último, las crisis económicas tienen un mayor impacto en las pymes. Las entidades financieras limitan los recursos cedidos y hacen más estrictas las condiciones para acceder a ellos, siendo las pymes las principales afectadas. La gestión del cobro a clientes cobra importancia y dificulta la captación de nueva clientela al ser la solvencia de la misma objeto de estudio.

En conclusión, los costes de análisis de alternativas de inversión, de emisión de títulos, la limitación de acceso a los mercados organizados y el desconocimiento o desconfianza en alternativas de financiación más modernas llevan a las pymes a depender en gran medida de la financiación bancaria. La reducida posibilidad de negociar los costes, plazo o vencimientos de esta dificulta el desarrollo de estas empresas. Sin embargo, esta no es la alternativa más adecuada por los elevados costes financieros que suponen para estas empresas, por verse limitados en tiempos de déficit económico y por ser superiores a otros países de la unión europea.

3.3 Condicionantes del acceso a la financiación

Además de las dificultades originadas por las causas estudiadas en el apartado anterior, el éxito o fracaso en el momento de obtener financiación depende de una serie de variables que dependerán de la situación de la pyme, de su proyecto, equipo directivo, etc.

Tabla 8: Variables determinantes para la obtención de financiación

Condicionantes de demanda			Condicionantes de oferta
Empresa	Proyecto	Sector	Sistema financiero
Rentabilidad			Objetivos
Riesgo			Niveles de oferta
Reputación	Estrategia	Competencia	Competencia
Necesidades fondos (c/p, m/p ó l/p)	Volumen a invertir	Características demanda	Variedad instrumentos
Equipo directivo	Innovación	Tendencia	Personal cualificado
Posición en mercado	Estacionalidad		Costes
Estructura	Localización		
Evolución	Resultados previstos		

Fuente: Elaboración propia a partir del informe "Problemática financiera de la PYME" (Cazorla Papis, 2003)

En primer lugar pueden diferenciarse variables de demanda o de oferta. Las primeras están relacionadas con la propia empresa, al sector al que pertenece y al proyecto para el cual buscan capital. Las segundas, en cambio, hacen referencia al sistema financiero y sus características.

A la hora de financiarse, las entidades financieras o inversores analizarán la rentabilidad de la empresa, sector y proyecto, así como el riesgo que estos llevan asociado. Cuando el riesgo sea elevado, el inversor demandará garantías respalden el proyecto, incluirá cláusulas limitando el poder de la pyme, o, como es el caso de numerosas entidades crediticias, aumentará el coste financiero (Cazorla Papis, 2003). El caso más común en la actualidad es ofrecer altas tasas de rentabilidad para niveles de riesgo elevados. La rentabilidad empresarial se estudiará a partir de sus resultados pasados, presentes y potenciales, y estará condicionada por la situación que experimente su sector, igual que ocurrirá con el proyecto a financiar.

Aquellas empresas nuevas o con resultados pasados negativos deberán ofrecer mayores rentabilidades a sus inversores, y se enfrentarán a mayores dificultades para obtener financiación bancaria debido a su reputación. Esta viene dada por el equipo directivo de la pyme y las decisiones tomadas por el mismo, la posición que ocupe la empresa en el mercado y su evolución a lo largo de los años y su estructura financiera y económica. Dentro de esta última, se presta especial atención a la diversificación de fondos, ya que amplía las posibilidades de los inversores de recuperar los fondos otorgados a la pyme en caso de que el proyecto no obtenga los resultados esperados (Cazorla Papis, 2003).

El periodo para el que sean necesarios esos fondos (corto, medio o largo plazo) y el volumen requerido también influirá en el éxito o fracaso de la financiación, y especialmente en el coste de la misma. El dinero en un momento actual tiene un valor superior al que será recibido en el futuro, por lo que los intereses a pagar y la forma y periodicidad en que se devolverá el capital será un factor a tener en cuenta por aquellas pymes que busquen financiación externa.

Los restantes factores relativos al proyecto a financiar son la estrategia a seguir con el mismo (diferenciación, costes bajos, etc.), dónde va a llevarse a cabo, su duración o estacionalidad, el grado de innovación del mismo y especialmente los resultados que se esperan conseguir mediante su realización. A su vez, existe una relación negativa entre la edad de la empresa y la deuda. Cuanto más longeva sea una pyme, mayor seguridad transmite. De esta forma la edad pasa a formar parte de la reputación de la misma, siendo esta a su vez un activo intangible que ofrece garantías a inversores y entidades crediticias (Cazorla Papis, 2003). El tipo de inversor variará en función de los condicionantes anteriores. Por ejemplo, una pyme tradicional, con una reputación adecuada y que desee ampliar su negocio podrá solicitar un préstamo bancario. Sin embargo, una start-up innovadora que requiera grandes volúmenes de fondos deberá recurrir al capital riesgo (Cazorla Papis, 2003).

El sector de la empresa también ejercerá una gran influencia. Aquellos sectores con elevada competencia, demanda inestable y con tendencias a la baja en el futuro generan incertidumbre en los inversores, por lo que la financiación bancaria no será la mejor alternativa. Sin embargo, el capital riesgo o los business angels podrían ser adecuadas si se ofrece una elevada rentabilidad. Los sectores muy tecnológicos, de alto grado de especificación o que trabajen con bienes de larga duración poseen mayores restricciones para financiarse, especialmente a largo

plazo. En cambio, cuando se trata de bienes perecederos y comunes existe una mayor facilidad crediticia al disponer las partes de mayor información (Carozla Papis, 2003).

En cuanto a los condicionantes del sector financiero, encontramos los objetivos de los inversores o de las entidades de crédito, los niveles de fondos que estén dispuestos a otorgar, la cualificación de los empleados del sistema financiero, la competencia existente dentro de este, la variedad de instrumentos existentes en el mercado y los costes de los mismos. Cuanto mayor número de alternativas financieras existan, más amplia sea la competencia y mayores instrumentos financieros existan, menores serán los costes de los mismos y mayor poder de negociación tendrá la empresa a la hora de acordar las condiciones de la financiación.

A estos efectos es importante que las pymes reflejen una imagen atractiva y estable al exterior, y que la información de proyectos o expectativas de futuro esté correctamente respaldada. Muchos inversores y entidades de crédito desconocen las oportunidades de inversión que ofrece cada sector (Cazorla Papis, 2003), por lo que se decidirá a partir de los datos que facilite la pyme. Debido a esto, es fundamental la transparencia y la calidad en la información proporcionada.

A su vez, autores como Mariana Álvarez (2008) consideran que la clave para el triunfo de una empresa reside en la correcta gestión de sus recursos, el conocimiento de la competencia y la innovación.

3.4 Situación en Europa

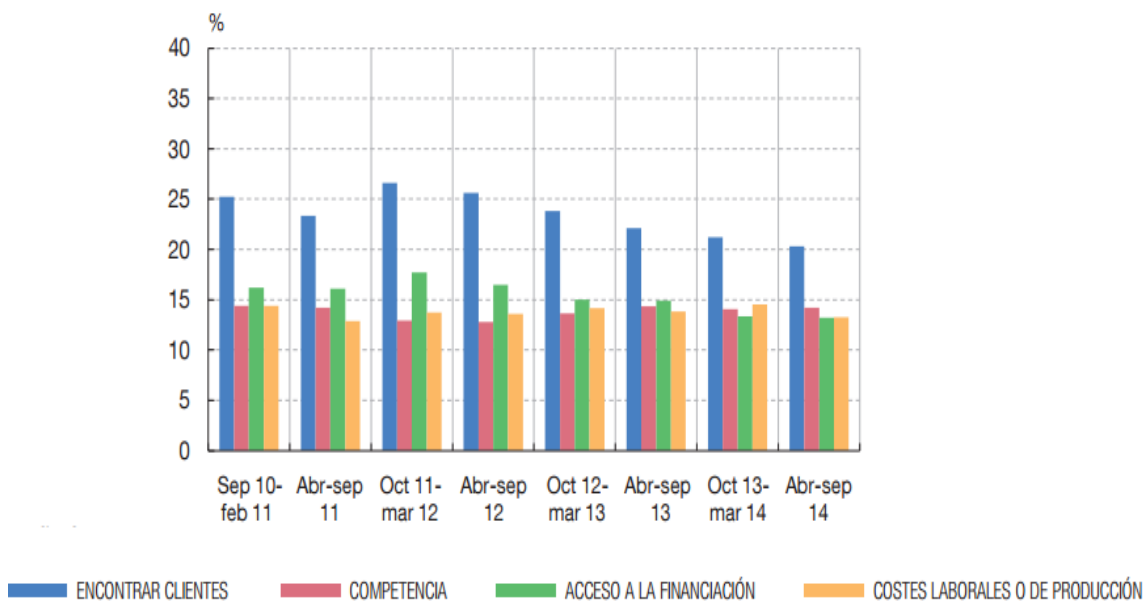
El 99,8% de las empresas en Europa son pymes. Durante el 2013, 21,6 millones de pymes generaron 88,8 millones de puestos de trabajo (Muller, Gagliardi, Caliandro, Bohn, y Klitou, 2014). En 2012 más del 50% del valor añadido y más del 60% del empleo europeo fue generado por pymes (microempresas incluidas), mientras que su consumo de flujos financieros fue tan solo del 10%. (Berges, 2012). Sin embargo, a pesar de su trascendencia en nuestro continente, las pequeñas y medianas empresas se enfrentan a numerosos problemas que dificultan su crecimiento. Estos pueden observarse en la figura 9.

Desde 2009 se lleva a cabo en Europa la encuesta conocida como SAFE. El objetivo de la Comisión Europea y del Banco Central Europeo al realizarla es evaluar los obstáculos que frenan a estas empresas. Sus resultados revelan que a pesar de las dificultades que ocasionan a las pymes las restricciones para obtener financiación externa, el factor que más incidencia tiene es la captación de clientes.

Al contrario que en España, donde, como se ha visto previamente, la competencia ha pasado a ser el principal problema al que deben hacer frente las pymes, encontrar clientes era y sigue siendo la mayor dificultad de las pymes europeas. A lo largo de los años ha sufrido variaciones, tomando valores entre el 27 y el 20%, aunque sin abandonar su posición. Conseguir financiación ajena era hasta 2013 su segunda mayor preocupación, pero gracias a la mejora de la situación económica global y a la financiación alternativa la percepción de la importancia de este problema se ha reducido. Las percepciones relativas a la competencia y a los costes laborales y de producción se han mantenido relativamente constantes.

Comparando la situación inicial española con la europea observamos que mientras que en nuestro país las diferencias de percepción de cada problema eran mucho mayores, en Europa la principal diferencia la ocasionaba la gran dificultad de encontrar clientes en comparación con los otros problemas. Aun así, la percepción de las dificultades que este factor ocasionaba era mucho mayor en España, donde también existían enormes dificultades de financiación que no eran percibidas en la media de empresas europeas.

Figura 9: Percepción de las pymes europeas sobre los principales problemas que afectan a su actividad



Fuente: Informe *Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE*

En cuanto a la evolución, también ha sido mayor en nuestro país, mientras que en la Unión Europea los problemas han mantenido en cierta manera su proporción, destacando especialmente la mejoría en el acceso a la financiación.

Sin embargo, es importante tener presente que la situación en la Unión Europea no es común entre los países que la componen. Mientras que en Holanda o Grecia el 68% de los créditos son rechazados, esta cifra es únicamente del 13% en Alemania (Alonso, 2015). Para poder reducir estas diferencias, la UE ha lanzado una serie de normas reguladoras de distintos instrumentos financieros como el capital riesgo o el crowdfunding, buscando impulsar estos mecanismos y mejorar el acceso al crédito en todos los países que la componen.

3.5 Financiación bancaria y financiación alternativa

Como se ha destacado anteriormente, en las pymes españolas predomina la financiación bancaria a otras alternativas financieras. Dentro de esta, tienen preferencia por los instrumentos de la financiación bancaria tradicional como los préstamos, pólizas de crédito o descuento de efectos. Estas tres modalidades permiten la obtención de fondos en el corto plazo.

Los préstamos bancarios son una de las herramientas más utilizadas por estas empresas. Los costes que suponen son generalmente el pago de una comisión de apertura y de un tipo de interés por disponer del dinero durante un periodo de tiempo.

Las pólizas de crédito son un instrumento similar al anterior, diferenciándose en que la pyme puede hacer uso o no del total del capital, pagando intereses únicamente por los fondos utilizados. Sin embargo, también debe abonar una comisión de disponibilidad por poder acceder a los mismos si así lo desea, y en algunas ocasiones, una comisión de máximo descubierto (Andersen, 1999).

El descuento de efectos consiste en el adelantamiento de unos fondos a los que una persona tiene derecho a cobrar en una fecha determinada. De esta forma, la entidad financiera proporciona un capital a la misma, aplicando un tipo de descuento y una comisión por la gestión del cobro del mismo. A su vez, se debe hacer frente a los gastos denominados suplidos, como el timbre o el correo.

En los últimos años se han popularizado alternativas como el factoring, confirming, renting o leasing. Estas suelen ser utilizadas especialmente cuando las entidades financieras no proporcionan préstamos o créditos a las pymes (Andersen, 1999).

En la primera la pyme cede los derechos de cobro a clientes a una entidad de factoring, la cual le adelanta el capital de los mismos. Existen dos tipos de factoring: con y sin recurso. Cuando la entidad de factoring asume el riesgo de impago se denomina factoring sin recurso. En este caso el tipo de interés es más elevado al existir la posibilidad de no cobrar por parte del cliente. Si, en cambio, los créditos fuesen posteriormente exigidos a la pyme en caso de impago del cliente, se trataría de factoring con recurso, donde el tipo de interés aplicado es menor que en el caso anterior. En ambos casos el coste se incrementa debido al pago de comisiones por la gestión de los cobros, y en el caso de impago en el factoring con recurso, gastos por la devolución de los créditos. En numerosas ocasiones, especialmente en el factoring sin recurso, se realiza un análisis previo de los créditos, aceptando únicamente aquellos que posean un menor riesgo de impago (Andersen, 1999).

En el confirming, en lugar de cederse derechos de pago, se ceden las facturas a proveedores u otros acreedores a una entidad financiera, la cual se encarga de su pago en una fecha anterior al vencimiento. Dependiendo del tipo de confirming, la pyme devolverá a la entidad el capital en la fecha de vencimiento de la deuda, antes o después de esta. Estos casos son el confirming simple, de inversión o de financiación, respectivamente. De esta forma son financiados tanto proveedor como deudor (pyme) (Andersen, 1999) y las relaciones entre los mismos no se ven afectadas negativamente. Los costes para la pyme son, además de los intereses resultantes de aplicar el tipo de descuento acordado, las comisiones pertinentes por la gestión de las deudas con proveedores.

El renting o arrendamiento operativo consiste en el alquiler de un activo durante un determinado periodo de tiempo sin que exista opción de compra al término del contrato. De esta forma las pymes pueden disfrutar de vehículos, maquinaria, etc. sin adquirir la propiedad del bien. La empresa desembolsa periódicamente un importe por disfrutar del mismo y al finalizar el contrato lo devuelve a su propietario. Es este último el encargado del mantenimiento, seguro, pago de impuestos, etc. Esta modalidad de arrendamiento permite la cancelación anticipada del contrato (Andersen, 1999).

El leasing o arrendamiento financiero es similar al anterior, pero contempla la opción de compra al final del contrato. De esta forma la entidad financiera o de leasing financia el bien a la pyme,

permitiéndole disfrutar de ventajas fiscales en concepto del impuesto de sociedades (Andersen, 1999). A su vez, la empresa puede realizar el procedimiento opuesto: vender a una sociedad de leasing un activo sobre el que se firma un contrato de leasing. Se consigue mediante este procedimiento liquidez de un determinado bien ocioso para la pyme.

Sin embargo, a pesar de que la frecuencia y uso de las anteriores alternativas se ha incrementado, el coste de las mismas sigue siendo poco rentable para empresas con reducido margen de beneficios o recursos escasos como ocurre en muchas pymes. Esto, a su vez, limita el acceso a las nuevas tecnologías o a la innovación, por lo que las posibilidades de crecimiento de muchas pymes quedan reducidas a la supervivencia.

Debido a lo prolongado de la disfunción de las entidades crediticias, el desarrollo de mecanismos de financiación directa, tanto en recursos propios como en deuda, se ha vuelto una prioridad en Europa (Berges, A. 2012). A continuación se analizarán distintas alternativas de financiación de las que pueden hacer uso las pymes.

Una de las formas de financiación más interesantes para aquellas empresas que no deseen arriesgarse utilizando recursos ajenos es la **autofinanciación**. Esta forma parte del Patrimonio Neto y se diferencian dos tipos: de mantenimiento y de enriquecimiento (Fernández Guadaño, 2015). En la primera el objetivo es financiar los activos que la empresa posee de forma que sea posible el desarrollo de la actividad empresarial. En la segunda, en cambio, el capital busca aumentar los recursos de la misma de forma que pueda incrementar su producción y productividad (Fernández Guadaño, 2015). Este tipo de financiación no posee coste alguno, por lo que es accesible a todas aquellas pymes que generen los recursos suficientes para autofinanciarse. Sin embargo, su tamaño y condiciones limita en muchas ocasiones el uso de esta vía, obligándolas a acudir al exterior en busca de financiación extra.

Otra alternativa podría ser acudir a los **mercados de valores**. De esta manera la empresa obtiene financiación de inversores que pasan a ser socios, accionistas o acreedores en función del tipo de valor emitido.

Si la financiación se obtiene mediante emisión de acciones, el **MaB** es el mecanismo al que, por tamaño y características, podrían acudir las pymes. Deben poseer la forma de sociedades anónimas, su capital social debe estar totalmente desembolsado y sus acciones representadas por anotaciones a cuenta (BME, 2014). A su vez, deberán ser empresas ya en funcionamiento y disponer de resultados o previsiones de al menos tres ejercicios, lo que excluye a muchas start-up. Este tipo de financiación no obliga a la empresa a devolver los recursos obtenidos del exterior, por lo que el coste es menor. Sin embargo es necesario el pago de 6.000€ más 0,05 € por mil sobre la capitalización de los títulos resultante de incorporar los mismos por su precio inicial, y posteriormente será necesario satisfacer al MaB una cuota de 6.000€ anuales (BME, 2015). También deberán satisfacerse costes por conceptos de Asesor Registrado, Proveedor de Liquidez y, en caso de ampliar o reducir capital, una comisión en función de las características de dicha operación (BME, 2015).

Si, en cambio, se optase por la emisión de bonos, obligaciones o pagarés, el coste de los mismos hace que no sean rentables para importes inferiores a los cinco millones de euros (Rojas y López Somoza, 2013), como se ha mencionado a continuación.

Una medida similar a la emisión de acciones en términos de entrada de socios en el capital social de la pyme es el capital riesgo, la cual se desarrollará en el siguiente apartado.

Un punto intermedio entre financiación externa e interna aparece con los **préstamos participativos**. Estos son considerados instrumentos híbridos al participar quien otorga el préstamo de las ganancias de la empresa financiada. Este tipo de préstamos tiene una duración media de cinco a diez años, por lo que la devolución de este posee periodos de carencia de entre 3 y 8 años (Cazorla Papis, 2003). El interés a percibir suele acordarse en función de la evolución de la empresa participada (Cantalapiedra Arenas, 2015), existiendo la posibilidad de acordar un interés mínimo independiente de los beneficios de la empresa, por ejemplo EURIBOR+0,25% (Cazorla Papis, 2003). Estos son deducibles fiscalmente para la empresa. En referencia a la exigibilidad de esta deuda, tendrán preferencia todos aquellos acreedores que la empresa posea, quedando por detrás únicamente los accionistas (Cantalapiedra Arenas, 2015).

Otra de las características a tener en cuenta dentro de estos préstamos son las cláusulas de amortización anticipada (Cazorla Papis, 2003). En la mayoría de los casos se redactarán en el contrato para penalizar el pago de la deuda en una fecha anterior a la pactada.

En cuanto a medidas a tomar por las entidades financieras, encontramos la **titulización de préstamos o créditos**. La titulización de deuda en España se ha centrado principalmente en los préstamos, quedando los créditos olvidados (Rojas y López Somoza, 2013). El procedimiento es sencillo. Una entidad financiera cede los créditos que figuren en su contabilidad a un Fondo de Titulización (FTP), quien transforma dicho derecho de cobro en un título que emite en el mercado o/y entre sus propios deudores (Cazorla Papis, 2003). De esta forma la entidad financiera consigue recuperar el capital destinado al préstamo o crédito concedido a la pyme a la vez que reduce el riesgo de impago del capital prestado. A su vez, al recuperar los fondos prestados, las entidades financieras pueden proporcionar nuevos préstamos a particulares o empresas en condiciones más favorables.

Los **fondos de deuda** también serían una alternativa interesante a considerar. La limitación establecida dentro de la legislación española impide a las instituciones de inversión colectiva destinar más de un 10% de patrimonio a títulos no cotizados, por lo que sería necesario un cambio en la regulación de estos fondos que la asemejara a la relativa al capital riesgo. Este instrumento ha experimentado un gran éxito en Inglaterra gracias al Business Finance Partnership, donde el sector público invierte en dichos fondos para aumentar la popularidad y confianza en los mismos. Para conseguir resultados similares, España podría incluir ventajas fiscales para aquellos que invirtiesen en estos fondos (Rojas y López Somoza, 2013).

4. CAPITAL RIESGO

4.1 Definición y tipos

El capital riesgo es una fuente de financiación empresarial que implica dar cabida en el capital social a un determinado socio de carácter financiero (Martín Jiménez, 1994). Este aporta recursos durante un periodo de tiempo determinado con un riesgo similar a los fondos aportados por el propio empresario. Sin embargo, el capital riesgo es más que una mera forma de financiarse. El inversor asesora con su experiencia, conocimientos y contactos en las estrategias y decisiones de la empresa (Sarasa Urtasun, 1994). Este factor es en muchos casos más apreciado que la propia inyección de capital.

Sus operaciones suponen una inversión arriesgada y a largo plazo, por lo que la liquidez de las mismas es reducida. Esto implica que el inversor no lleve a cabo la operación a no ser que espere obtener una tasa de rentabilidad elevada (Sarasa Urtasun, 1994).

Estas sociedades pueden operar en múltiples sectores (sociedades generalistas) o especializarse. Los sectores donde hay un mayor número de empresas especializadas son los de la tecnología y la innovación, por lo que son en este tipo de empresas que necesitan acceder a mercados globales donde las sociedades de capital riesgo realizan una mayor inversión.

Podemos distinguir por tanto dos figuras: la del empresario y la del inversor. El primero necesita recursos para poder llevar a cabo su proyecto o actividad, y el segundo dispone de estos y busca rentabilizarlos. El inversor no busca permanecer en la empresa eternamente, sino apoyarla en momentos de dificultad y retirarse una vez mejore su situación, dejando que otros inversores ocupen su lugar y obteniendo así unas plusvalías. No es común que compre la mayoría de las acciones de la empresa, sino que permita a aquellos que conocen mejor el negocio llevar el control de la misma, aunque deberá adquirir las suficientes como para no quedar a su merced (Sarasa Urtasun, 1994).

Se puede clasificar a las empresas dedicadas al capital riesgo (en adelante ECR) en base a dos criterios: según la procedencia de su capital y según el tipo de operador. El origen de los fondos podrá ser público, privado o mixto, dando lugar a empresas públicas, privadas o mixtas respectivamente. En cuanto al tipo de operador, podemos distinguir entre sociedades de capital riesgo (SCR) y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (en adelante SGECR) (Martín Jiménez, 1994).

Las SCR invierten sus propios recursos en pymes y aportan a su vez asesoramiento y apoyo gerencial. Estas entidades podrán facilitar préstamos participativos y otras modalidades de financiación a las sociedades en las que posean una participación (Martín Jiménez, 1994).

Las SGECR, en cambio, agrupan especialistas de reconocida experiencia y prestigio en este tipo de operaciones con especial capacidad para la captación de recursos de procedencia diversa. Su principal objetivo es el de crear fondos de capital riesgo de duración temporal (suele encontrarse entre los ocho y los doce años) (Martín Jiménez, 1994). Finalizada la operación, se reembolsa a los inversores el capital junto con una plusvalía (Sarasa Urtasun, 1994). En la práctica, estas sociedades evitan invertir en proyectos que requieran de más de seis años para desinvertir con ciertas garantías, ya que los aportadores de fondos buscan obtener rentabilidad en un margen temporal lo más pequeño posible (Martín Jiménez, 1994).

En cuanto a la duración de las inversiones, estas dependerán del momento en que se realice la operación de capital riesgo. Siguiendo un orden cronológico en base a su grado de constitución, encontramos las fases Seed, Start-up, Early Stage, Capital expansión, Capital adquisición, Sustitución de deuda y Replacement Capital (Rodulfo Lavilla, 1994).

En el capital semilla (Seed) la empresa en la que se invierte aún no está constituida y necesita a la ECR para financiar el desarrollo de un producto o de una idea (Rodulfo Lavilla, 1994).

En la fase arranque o Start-up, en cambio, la empresa se encuentra en funcionamiento, el producto ya está desarrollado y el equipo directivo constituido. Los recursos se requieren para comenzar a operar (Rodulfo Lavilla, 1994).

El Early Stage es el principal demandante de capital riesgo. Aquí la compañía aún no ha empezado a obtener beneficios y precisa financiación para poder seguir llevando a cabo su actividad. Algunos autores establecen el criterio en que la empresa no supere los 3 años de vida, pero no en todos los sectores es posible madurar tan pronto, por lo que el concepto sobre los beneficios resulta más adecuado (Rodulfo Lavilla, 1994).

Cuando la empresa está en crecimiento, nos encontramos con dos modalidades. La primera es el capital en expansión, donde la pyme busca financiar su proceso de expansión mediante el lanzamiento de nuevos productos, enfoque de estos a nuevos mercados, etc. La segunda es el capital adquisición, en la cual la pyme está interesada en la compra de otra empresa (Rodulfo Lavilla, 1994).

En la fase de sustitución de deuda la empresa es rentable pero posee gran cantidad de deuda o a un coste muy elevado (Rodulfo Lavilla, 1994).

Por último, existe el capital de reemplazamiento. Esta fase consiste en la sustitución de un accionista antiguo por uno nuevo sin que entre capital en la empresa. Existen dos modalidades dentro de esta fase: el Management Buy-Out (MBO) y el Management Buy-In (MBI). El MBO consiste en la compra de la empresa por sus directivos. Se da en procesos de divisiones o problemas de sucesión, y la ECR sirve de apoyo en determinados momentos del endeudamiento. El MBI, en cambio, consiste en la compra de la pyme por directivos externos a ella y el procedimiento es similar al anterior (Rodulfo Lavilla, 1994).

Tabla 9: Duración de la inversión en cada una de las fases del capital riesgo.

Fase	Duración
Capital Semilla (Seed)	8 a 12 años
Arranque (Start-up)	5 a 8 años
Primera fase (Early Stage)	4 a 7 años
Capital expansión	3 a 6 años
Capital adquisición	3 a 6 años
Sustitución de deuda	2 a 3 años
Management Buy Out (MBO)	2 a 4 años
Management Buy-In (MBI)	2 a 4 años
Capital de reemplazamiento (Replacement capital)	2 a 4 años

Fuente: Elaboración propia a partir del capítulo "Modelos y fases de la toma de participación en una operación de capital riesgo"

La tabla 9 refleja en términos anuales la duración aproximada de la inversión realizada en cada una de las etapas del capital riesgo. Es preciso indicar que estos son intervalos indicativos, ya que tanto el momento de la venta como la forma de la misma dependen de un gran número de factores. Sin embargo, se debe hacer referencia a estas en el pacto de socios que redacten la ECR y la pyme, a pesar de que posteriormente puedan verse modificadas.

Un instrumento de financiación similar a las empresas de capital riesgo es de los inversores angelicales, más conocidos como business angels. Estos, igual que las empresas de capital riesgo, proporcionan financiación a aquellas empresas que la precisan, ofreciendo a su vez conocimientos basados en su experiencia, y contactos.

El papel que realizan business angels y ECR es el mismo, pero existen una serie de factores que los diferencian. Estos se pueden observar en la tabla 10.

Tabla 10: Diferencias entre capital riesgo y business angels

Diferencia	Capital Riesgo	Business Angel
Carácter	Formal	Informal
Regulación	Ley 22/2014 de 12 de noviembre	Ley 14/2013 de 27 de septiembre
Personalidad	Jurídica	Persona física
Fase inversión	Early Stage	Capital semilla/ Start-up
Zona inversión	Territorio más amplio	Próxima a residencia
Volumen invertido	Elevado	Más reducido

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Cantalapiedra (2011)

Al tratarse el business angel de un inversor individual, el trato con el cliente será más cercano y por lo tanto informal. Esto no significa una menor profesionalidad, sino una comunicación más personal entre la pyme y el inversor angelical.

La ley que regula cada uno de estos instrumentos es distinta. El capital riesgo, como se observará más adelante, está regulado por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. En cambio, los business angels, considerados emprendedores, están sometidos a la Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

La tercera diferencia a tener en cuenta es la personalidad que poseen ambos inversores. Las empresas de capital riesgo poseen personalidad jurídica, mientras que los inversores angelicales son personas físicas que actúan bajo su propia responsabilidad.

Anteriormente se ha observado que la fase más demandante de capital riesgo es el Early Stage. En cambio, los business angels prefieren destinar sus fondos a empresas más jóvenes que todavía no hayan iniciado su actividad por completo, como empresas capital semilla o start-ups. Sin embargo, estos últimos ven limitado su alcance inversor al disponer de menores volúmenes que aportar a las pymes, y por invertir principalmente en lugares próximos a su lugar de residencia.

El capital riesgo, gracias a asociaciones como ASCRI, realiza inversiones dentro de un territorio más amplio, y los importes aportados a las pymes son mayores al disponer de un capital social elevado.

4.2 Procedimiento

Debido a lo arriesgado de esta actividad, las ECR analizan cautelosamente los proyectos o empresas en las que invertir sus fondos. La inversión puede dividirse en cuatro etapas: elección del proyecto, pacto o contrato entre los socios, control y desinversión.

La **primera etapa** es de vital importancia para la ECR ya que en ella deberán analizar las perspectivas de futuro de la pyme, las medidas que se deberán adoptar y sobre todo la viabilidad económica de su proyecto empresarial (Rodulfo Lavilla, 1994).

Para que esta etapa pueda realizarse apropiadamente, la pyme deberá proporcionar a la ECR un Plan de Empresa o Plan de Negocio. Este consiste en un documento que recoge información sobre el funcionamiento del negocio y sus características, cuáles son las estrategias que se han seguido hasta el momento (en el caso de que la empresa ya está constituida y operando) y cuáles se pretenden seguir, en qué se va a invertir la financiación recibida y por qué (Rodulfo Lavilla, 1994). Mediante este documento la ECR averiguará en qué fase está la empresa y de esta forma podrá deliberar. Es, por tanto, crucial que ambas partes compartan toda la información necesaria tanto durante esta etapa como durante el resto de etapas de la inversión.

Podemos concluir, por tanto, que la empresa de capital riesgo deberá valorar (Rodulfo Lavilla, 1994):

- **Equipo directivo.** Muchas ECRs consideran que la posesión de una participación importante en el capital de la pyme por parte del equipo directivo prueba su implicación en la empresa. Es muy importante a su vez, tanto para la pyme como para la ECR, que la dirección se componga de personal cualificado y de calidad.
- **Perspectivas de crecimiento.** El planteamiento de posibles escenarios para cada una de las estrategias propuestas por la pyme resulta muy útil a la hora de valorar este factor.
- **Riesgo.** Este engloba tanto el riesgo del proyecto como el riesgo del mercado, el de gerencia o el financiero.

En cuanto al contenido del Plan de Empresa, autores como José María Maldonado Trinchant (1994) consideran que los puntos a incluir son:

1. Sumario. En este se redactará una síntesis del propósito, del producto, etc.
2. Historia de la empresa.
3. Productos de esta.
4. Plantas, equipos y procesos de fabricación.
5. Proveedores. Incluirá una descripción de las materias primas utilizadas, un análisis de sus principales proveedores, etc.
6. Información del mercado. En este apartado se especificará el perfil del consumidor, estabilidad de precios y mercado, etc.
7. Ventas y clientes. Deberán describirse cuotas de mercado, quienes son los mayores clientes, barreras de entrada, etc.

8. Organigrama y equipo directivo.
9. Personal, especificando remuneraciones, incentivos y plantilla.
10. Management Information Systems. Aquí se describirán los sistemas de información para la dirección, profundizando en el tipo de información a suministrar.
11. Estados financieros, tanto pasados como previsionales.
12. Proyecciones financieras para un mínimo de 3 años.

A partir de esta información, la ECR podrá decidir si llevar a cabo la inversión o abstenerse. Si decide seguir adelante con el proyecto, comienza una **nueva etapa** en la que pyme y ECR deberán pactar las condiciones de entrada y de salida de esta (Rodulfo Lavilla, 1994).

A la hora de fijar el precio de entrada, muchas empresas de capital riesgo utilizan métodos de valoración de empresas para de esta forma conocer cuál es el valor real de la empresa y fijar así un precio justo. Los métodos más populares de valoración son el método Price to Earnings Ratio (PER), el de descuento de flujos de caja, el valor de liquidación, el valor de reposición, el valor en el mercado de adquisición y el valor contable, siendo el PER el más popular de todos. Un PER alto indica que se espera un gran crecimiento empresarial o que el riesgo existente es muy reducido (Rodríguez de Tembleque Moreno, 1994).

Una vez valorada la empresa, se fijará un precio entre las partes y los instrumentos que utilizará la ERC para formar parte de la pyme. La entrada en la pyme puede llevarse a cabo vía capital, vía financiación ajena o vía instrumentos mixtos (Rodulfo Lavilla, 1994).

La entrada vía capital consiste en la adquisición por parte de la ERC de acciones ordinarias, preferentes o sin voto en la pyme (Rodulfo Lavilla, 1994). Es la más habitual, especialmente realizada a través de una ampliación de capital, de la creación de una nueva sociedad o de la compra de las acciones en un mercado secundario no oficial.

La entrada vía financiación ajena se lleva a cabo mediante préstamos a largo plazo, deuda subordinada o préstamos puente (Rodulfo Lavilla, 1994). Estos últimos se otorgan a la espera de una subvención que ya ha sido concedida pero no entregada (Casas Jiménez, 2015) o de un préstamo que ya ha sido aprobado (González Ménez, 2015).

La entrada mediante instrumentos mixtos se realiza mediante préstamos u obligaciones convertibles.

Una vez acordadas las condiciones de entrada y salida, se inicia la **tercera etapa**: la inversión. La ECR deberá controlar y asesorar a la pyme, y colaborar con ella proporcionándole apoyos nacionales o internacionales, acceso a expertos, nuevos socios, etc. Los contactos de la ECR pueden llegar a ser vitales para dar a conocer a las pymes, y contando con el apoyo de un socio de capital riesgo es más sencillo entrar en mercados como el MARF, MaB y similares.

Por último, podemos distinguir una **cuarta etapa**. En esta la ECR, pasado el tiempo pactado en la segunda etapa, desinvierte y deja lugar a otros socios. Pueden darse tres tipos de situaciones: el fracaso de la inversión, donde ECR y pyme corren la misma suerte; éxito, el cual generará plusvalías a la ECR y beneficios a la pyme; o una situación intermedia en la cual la inversión no genera pérdidas pero tampoco la rentabilidad que se esperaba. En este último caso la salida de

la ECR se complica ya que la pyme no resultará excesivamente atractiva a otros inversores (Martí Pellón, 1994a).

En la segunda etapa la ECR y la pyme habrán acordado la forma de salida de la primera, pudiendo ser esta libre o pactada. La salida libre se realizará en el momento y condiciones que la ECR desee, dentro de los plazos estipulados en la ley, debiendo buscar esta a un comprador que le sustituya. La salida pactada establece un periodo mínimo de permanencia y la recompra por parte de los socios de la pyme al término de este (Martín Jiménez, 1994a).

Podemos diferenciar tres formas en las que una empresa puede poner fin a su inversión: mediante la recompra de las acciones por los accionistas originarios o la dirección, la venta de la pyme a terceros o la introducción de esta en los mercados de valores (Martí Pellón, 1994a). La primera alternativa ya se ha visto anteriormente (MBO), y en esta el método de valoración de la empresa puede ser acordado previamente en el pacto de socios. En la segunda, la ECR podrá vender a dos tipos de socios: industriales o financieros, siendo los primeros los más adecuados ya que al tener un interés estratégico en la empresa (buscan disminuir el número de competidores, fusionarse, etc.) es posible obtener una plusvalía mayor (Martí Pellón, 1994a). La tercera opción es la menos común debido al coste que esta supone. Alternativas más económicas dentro de esta son el MaB, el NASDAQ, el MARF, etc. aunque suelen estar enfocadas a empresas de cierta dimensión.

4.3 Inicio y evolución

El capital riesgo como actividad profesional tiene su origen en Estados Unidos tras la segunda guerra mundial, cuando familias adineradas decidieron invertir sus recursos en proyectos empresariales prometedores (Martí Pellón, 1994c). Sin embargo, tanto en España como en el resto de Europa, tuvo un desarrollo posterior.

Su impacto en la economía estadounidense fue notable. La *General Accounting Office* encargó a *Venture Economics Inc* la realización de un estudio que analizase los resultados generados por las empresas financiadas por el capital riesgo. El periodo estudiado fue desde principios de los años setenta hasta finales de dicha década. Su conclusión fue que una inversión de 209 millones de dólares generó 450.000 millones de dólares en ingresos fiscales, 900 millones en exportaciones y unas ventas totales, solo en 1979, de 6.000 millones en dichas empresas. Además, permitió 130.000 puestos de trabajo (Martí Pellón, 1994c).

En Europa destaca el impacto de estas empresas en el Reino Unido. La aparición y potenciación de instituciones especializadas en la financiación de pymes, el entorno innovador del país, con instrumentos como los parques tecnológicos o los business startups, y la instrumentación de un segundo mercado bursátil (USM), facilitó la aceptación de las ECR en el país (Martí Pellón, 1994c).

En cuanto al inicio y desarrollo en nuestro país, podemos distinguir 5 etapas:

La primera recoge la puesta en marcha de estas empresas entre los años 1972 y 1986. SODIGA, la primera ECR creada en España, fue principalmente promovida por el Instituto Nacional de Industria, arropado por cajas de ahorros locales y regionales. La sociedad se constituyó en 1972 (Martí Pellón, 1994b).

Tres años después, en 1975, se constituye SEFINNOVA, la primera SCR con mayoría de capital privado, seguida al poco tiempo por TALDE. A pesar de estos casos, esta etapa está caracterizada por un fuerte predominio de la iniciativa pública. Otras particularidades de este periodo son la lentitud del proceso y la inexistencia de SGECR (Martí Pellón, 1994b).

En la segunda etapa, del 87 al 91, se aprecia un fuerte desarrollo de la iniciativa privada. En 1990 se constituyeron 8 sociedades de capital riesgo, de las cuales tan solo una tenía a inversores públicos como accionistas mayoritarios. El protagonismo del sector privado aumenta sobremanera, variando del 14,5% de aglutinamiento de recursos en 1986 al 66,8% en 1991. Dicho crecimiento de los recursos totales fue originado principalmente por las SGECR, cuya primera sociedad inició su actividad en 1986 (Martí Pellón, 1994b).

Durante este periodo, tanto inversores públicos como privados se adhirieron a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), constituida en 1986 (Martí Pellón, 1994b).

Del 1992 al 1996 se redefine la actividad del capital riesgo. El ritmo de crecimiento se frena, y los capitales captados disminuyen. Once ECR dejaron de funcionar debido a la problemática para desinvertir las participaciones adquiridas en la etapa anterior y a los precios pagados por ellas (Webcaprisk Servicios, 2008).

A finales de esta etapa las cinco mayores entidades de capital riesgo acumulaban casi el 50% de los fondos del sector y se consolidó el papel de las SGECR, representando en 1996 el 36,5% de las ECR. Destacan a su vez en este periodo las operaciones de MBO y MBI y el incremento del volumen medio invertido por operación (Webcaprisk Servicios, 2008).

La etapa del 97 al 2002 destaca por la caída de la Nueva Economía (Webcaprisk Servicios, 2008). Del 96 al 98 la economía española se recuperó, a la vez que lo hizo el mercado de valores. Esto ocasionó un incremento de la inversión en empresas no cotizadas, aumentando el número de ECR a 95 frente a los 52 existentes en 1996. Por otro lado, internet, la liberalización de diversos sectores y las innovaciones tecnológicas de la época incrementaron notablemente el número de inversores. Sin embargo, la caída del mercado tecnológico en el año 2000 generó un cambio en el interés inversor; el capital se canalizó hacia proyectos llevados por grandes empresas y con reducido contenido tecnológico. A esto se le sumó la caída del NASDAQ en ese mismo año, reduciendo en gran medida tanto el número como el volumen de las inversiones (Webcaprisk Servicios, 2008).

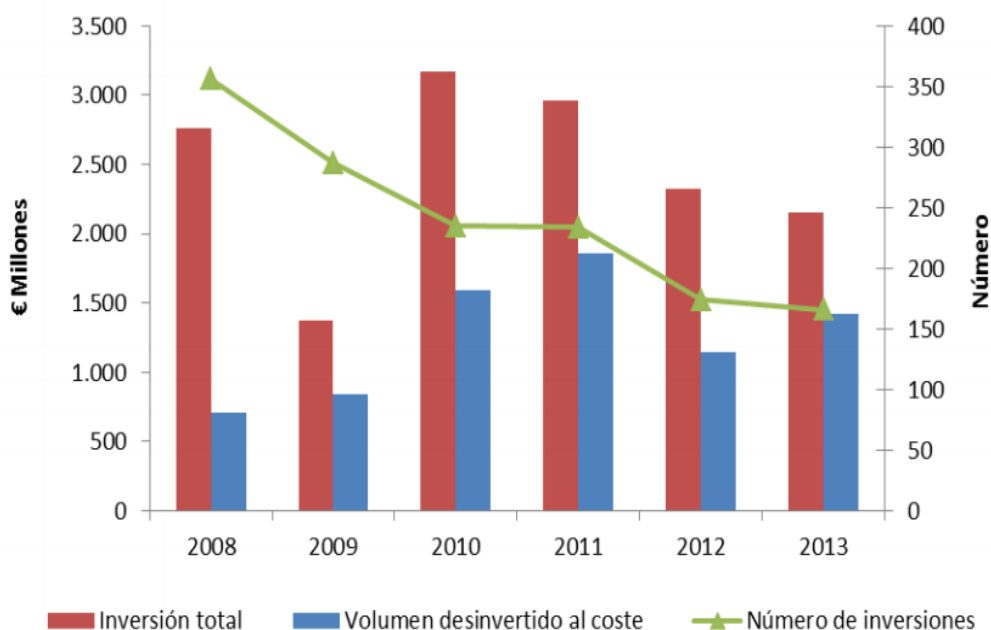
Por último, podemos identificar una quinta etapa, desde el 2003 hasta la actualidad (Serrano Acitores, 2012). En ella el capital riesgo se presenta como una nueva forma de financiación para pymes, especialmente útil en periodos como el actual donde la financiación bancaria no está al alcance de todas las empresas.

La “explosión” del Private Equity en España se dio en el 2005, año en que se realizaron tres de las siete mayores operaciones de la historia de nuestro país: Ono, Amadeus y Cortefiel (Webcaprisk Servicios, 2014). Los grandes Buyouts.

Los dos años que siguieron consolidaron la actividad, situación impulsada por la prosperidad de la economía y las facilidades de financiación de la época. Sin embargo, la crisis económica empezó a causar estragos en el 2008, reduciendo el número de inversiones nacionales e internacionales. En el 2010 la cifra de inversión ascendió por las transacciones realizadas en ese

periodo (Abertis, Grupo R o Santillana) para volver a caer progresivamente los años siguientes, acercándose a los valores de 2009. A su vez, el número de inversiones realizadas tras la crisis económica ha disminuido año a año, manteniéndose relativamente estable del 2010 al 2011 (Webcaprisk Servicios, 2014). Todo esto puede observarse en la figura 10.

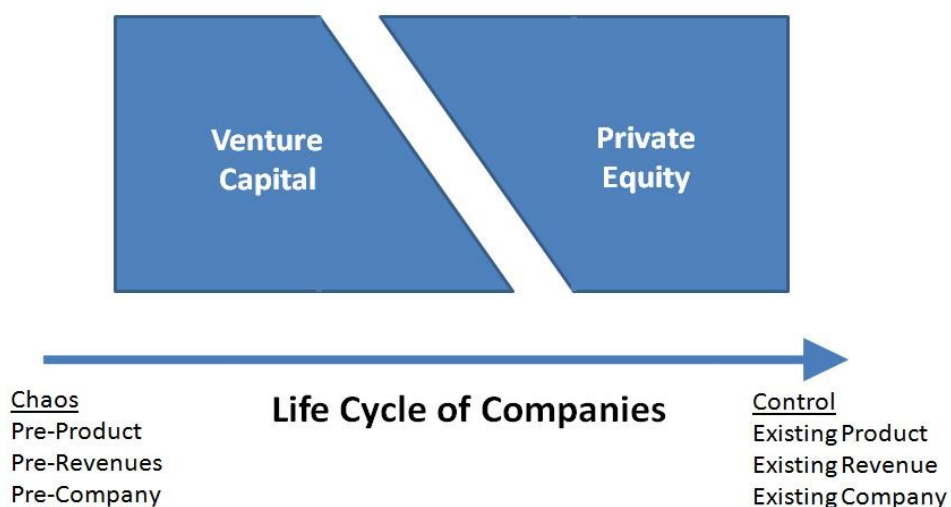
Figura 10. Evolución del volumen invertido, desinvertido y número de operaciones de PE



Fuente: Informe *El Private Equity en España 2014*. Webcaprisk Servicios S.L.

En varias de las bibliografías consultadas, los autores diferencian dos eras: la del Venture capital (1972-2002) y la del Private Equity (2003-Actualidad). Ambos términos se refieren a negocios que adquieren empresas que precisan financiación y que poseen alto potencial de crecimiento. Pero, a pesar de que tanto en uno como en otro caso se compra barato para vender caro, los caminos utilizados para alcanzar ese resultado siguen direcciones diferentes (Hwang, 2012).

Figura 11: Entorno Venture Capital y Private Equity



Fuente: What's The Difference Between Private Equity And Venture Capital? (Hwang, 2012)

Mientras que el Private Equity opera en un entorno en el cual la compañía ya posee un bien o servicio que ofertar, unos ingresos por los mismos y está constituida, el Venture Capital es la fase previa donde ninguno de estos tres elementos existe todavía. Podríamos identificar el primero con la música o el arte clásicos, donde existe una armonía, unas normas y una tendencia lógica. Sin embargo, el Venture Capital equivaldría al Jazz o al arte callejero, donde reina el caos y el entorno es salvaje.

En este último existen personas que buscan financiación para conseguir inmovilizado u otros recursos con los que desarrollar su actividad. Para conseguirla, es necesaria la motivación del capital humano y la innovación y las probabilidades de éxito son menores que en el Private Equity. El riesgo es mayor ya que las prestaciones ofrecidas son escasas, por lo que el inversor es de tipo arriesgado (innovación disruptiva). El valor se crea de abajo arriba; es decir, se parte de 0 y se crea todo el proceso. Podemos identificar esta forma de creación de valor con el caso de Steve Jobs (Hwang, 2012) quien empezó desde abajo y fue subiendo poco a poco.

El Private Equity, en cambio, posee unos beneficios (en cifras) que respaldan su trayectoria y pueden atraer inversores, por lo que el perfil de estos es más conservador que en el caso anterior y la probabilidad de fracaso menor. Se busca financiación para mejorar el proceso o la forma en que realiza la actividad y se deja que actúe la ley de la oferta y la demanda (economía neoclásica) en vez de utilizar ecosistemas de innovación como en el Venture Capital. Es necesaria eficiencia operacional y una estructura optimizada para conseguir la financiación; es decir, sacar el máximo partido a los recursos. Al contrario que el Venture Capital, el valor se crea de arriba abajo. Ejemplos de creación de valor *Top-Bottom* son la introducción de cambios en la dirección o el diseño de nuevas estrategias.

Tabla 11. Principales diferencias entre Private Equity y Venture Capital

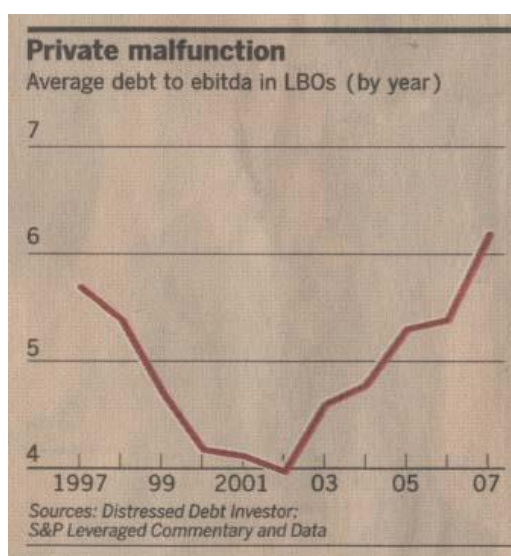
	Private Equity	Venture Capital
Entorno	Control	Caos
Medio	Números	Seres humanos
Opera mediante	Compraventa de stock	Compraventa de stock
Requiere	Eficiencia operacional	Motivación humana
Causa del éxito	Estructura optimizada	Innovación disruptiva
Por qué necesita inversión	Activos ociosos	Equipo
Creación de valor	De arriba abajo (top-down)	De abajo a arriba (Bottom-up)
Filosofía económica	Economía Neoclásica	Ecosistemas de innovación
Consumidor	Más conservador que en VC	Arriesgado
Probabilidad de éxito	Mayor (más certera)	Menor (más casual)
Modelo	Deming/TQM, Six Sigma	Silicon Valley
Paralelismos	Música clásica, Arte clásico, Granjas	Jazz, Arte callejero, Selvas

Fuente: Elaboración propia a partir de artículo What's The Difference Between Private Equity And Venture Capital? (Hwang, 2012)

Podemos concluir, por tanto, que Venture Capital y Private Equity están relacionados. La interacción entre ambos puede compararse con la tensión entre dos mentalidades en vez de considerarse como dos tipos de inversión (Hwang, 2012)

Es interesante mencionar que algunos autores, como Marc Garrigasait (2008), consideran que las ECR fueron culpables en gran medida de la crisis económica que venimos sufriendo los últimos años. Durante los años 2006 y 2007 estas empresas empezaron a endeudarse llegando a aportar únicamente un veinte por ciento de sus fondos en las compras realizadas y solicitando préstamos para el ochenta por ciento restante. En 2007 las operaciones de compra se realizaban con niveles de deuda superiores al EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) en más de 6 veces cuando desde que estas entidades comenzaron su actividad las operaciones se habían llevado a cabo con el 100% de sus recursos propios. En el siguiente gráfico se puede apreciar la situación mencionada anteriormente.

Figura 12: Porcentaje de deuda en relación con el EBITDA de las ECR entre 1997 y 2007.



Fuente: El capital Riesgo y la orgía del apalancamiento, Marc Garrigasait.

Por último, es necesario prestar especial atención al 2014. La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), en su anuario ASCRI 2015 afirma que, tras 6 años de dificultades, el 2014 supone un punto de inflexión y el inicio de un nuevo ciclo de actividad. Se espera por tanto que la evolución del capital riesgo sea favorable en los próximos años.

4.4 Legislación en España

La Ley 22/2014 de 12 de noviembre modifica la anterior Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de inversión colectiva. Esta nueva ley regula a las entidades de capital riesgo, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y a sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de estas, y las clasifica como *entidades financieras* al estar incluidas dentro de la clasificación realizada en el artículo 7 de esta ley.

Según el BOE, las **sociedades de capital riesgo** revisten la forma de sociedades anónimas, siendo su objeto principal la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado

equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. No obstante lo anterior, también podrá extender su objeto principal a otras inversiones mencionadas en los artículos 9.2 y 10 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

Su capital social suscrito mínimo ha de ser de 1.200.000€ (900.000€ en ECR-Pyme) para poder ejercer su actividad. Al menos el 50% de este deberá ser desembolsado en el momento de la constitución, pudiendo pagar el 50% restante en los 3 años siguientes.

Las acciones deberán estar representadas mediante títulos (acciones nominativas) o mediante anotaciones en cuenta. Además, se podrán emitir acciones distintas a las ordinarias siempre y cuando se indiquen en los estatutos las condiciones que estas implican. Estos recogerán, además de las especificaciones del Texto Redifundido de la LSC, la política de inversiones y la posibilidad de delegar la gestión de estas.

Estas empresas pueden invertir la totalidad de su activo computable en otras ECR nacionales o extranjeras, siempre que estas últimas no pertenezcan a determinados colectivos contemplados en la presente ley.

La Ley 22/2014 de 12 de noviembre también define el concepto de **Fondos de Capital Riesgo**. Estos no tienen personalidad jurídica, y son patrimonios separados que pertenecen a múltiples inversores. La gestión y representación se realizará por una SGECR o por una SGIIC, quien, sin embargo, no será propietaria del fondo.

El patrimonio mínimo de un FCR es de 1.650.000€, realizándose las aportaciones de acuerdo con lo establecido en los artículos 13 y 14 de la presente ley: *“La sociedad gestora emitirá y reembolsará las participaciones en el fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su documento de gestión.”*

Por último, el BOE contempla a las **Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo**. Son sociedades anónimas dedicadas a la gestión (tanto de la inversión como del riesgo) y control de una o varias ERC, teniendo cada ERC una única sociedad gestora.

Para poder ejercer su actividad, las SGECR deben ser autorizadas conforme lo previsto en la ley, facilitando a la CNMV toda la información requerida y cumpliendo las condiciones de autorización. Para la obtención de esta, la SGECR se deberá constituir mediante escritura pública en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro administrativo de la CNMV. En el documento de solicitud deberán incluirse informaciones tales como personas a cargo de la administración y dirección de la sociedad, identidad de los socios, estatutos, y demás requisitos mencionados en el artículo 45 de la Ley 22/2014, de 12 de Noviembre.

Todas estas sociedades deben redactar una serie de directrices y normas de comportamiento para el correcto funcionamiento de las mismas, debiendo incluir las materias contempladas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Además de su normativa interna, deberán cumplir las normas de conducta contenidas en el título V de la anterior ley y las que dicten el Gobierno o el Ministro de Economía y Competitividad (cuando sea habilitado por el Gobierno) para desarrollar dicho título.

La CNMV supervisará e inspeccionará directa o indirectamente a estas sociedades. La supervisión indirecta podrá ser efectuada en colaboración con otras autoridades, delegando en otras que operen bajo su mando o recurriendo a las autoridades judiciales competentes.

Las sociedades reguladas por esta ley, así como aquellas personas encargadas de administrarlas o dirigir las, podrán ser sancionadas cuando se infrinja alguna de las normas previstas en la ley. A su vez, las SGECR serán responsables de los actos realizados por las SCR que gestionen.

Las sanciones variarán en función de si la infracción cometida es calificada como leve, grave o muy grave y del sujeto que la cometa. Están contenidas en los artículos 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99 y 100 de la Ley 22/2014 de 12 de noviembre.

Tabla 12: Diferencias entre SCR, FCR y SGECR

Forma jurídica	SCR	FCR	SGFCR
Legislación	Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus entidades gestoras		
Capital social	1.200.000€. Mínimo 50% en constitución y resto 3 años	1.652.783,0€ totalmente desembolsado	3.005.006,05 totalmente desembolsado
Nº socios	No existe límite en momento constitución		
Personalidad	Jurídica		
Responsabilidad	Limitada		
Denominación social	Incluirá "Sociedad de Capital Riesgo" o "SCR"	Incluirá "Fondos de Capital Riesgo o "FCR"	Incluirá "Fondos de Capital Riesgo o "FCR"
Constitución	Escritura Pública		
Registro Mercantil	Inscripción obligatoria. Autorización previa del MINECO e inscripción también en el Registro Administrativo de la CNMV		
Régimen Fiscal	Impuesto de sociedades		
Órganos de Administración	Consejo de Administración (mínimo 3 socios)	Reglamento de cada fondo, debiendo recaer necesariamente en SGECR o SGIC	Junta General de Accionistas y Consejo de Administración (mínimo 3 socios)

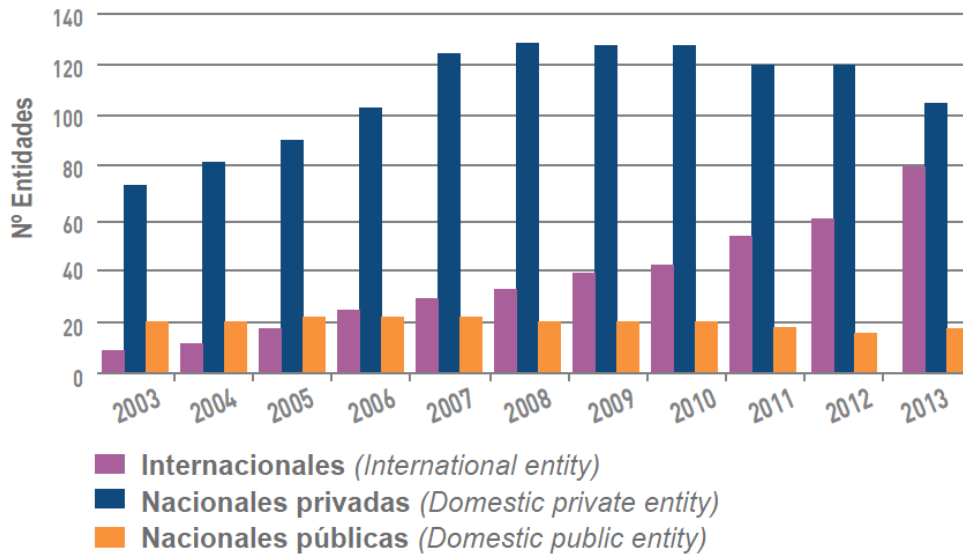
Fuente: Elaboración propia a través de los datos de Gábilos (25 bibliografía)

4.5 Empresas de Capital Riesgo en España

El número de ECRs en España registrado a finales del 2013 ascendía a 201 (sin incluir a CDTI y Enisa). De estos, 80 eran entidades de procedencia internacional, 104 entidades nacionales privadas y 17 públicas.

A pesar de que el número de ECR nacionales públicas no ha sufrido grandes cambios en los últimos años, a partir del 2010 sí podemos apreciar un descenso de aquellas de origen privado. Sin embargo, las entidades de capital riesgo internacionales que tienen oficina e invierten en España han experimentado un crecimiento continuado desde 2003.

Figura 13: Número de ECRs nacionales e internacionales



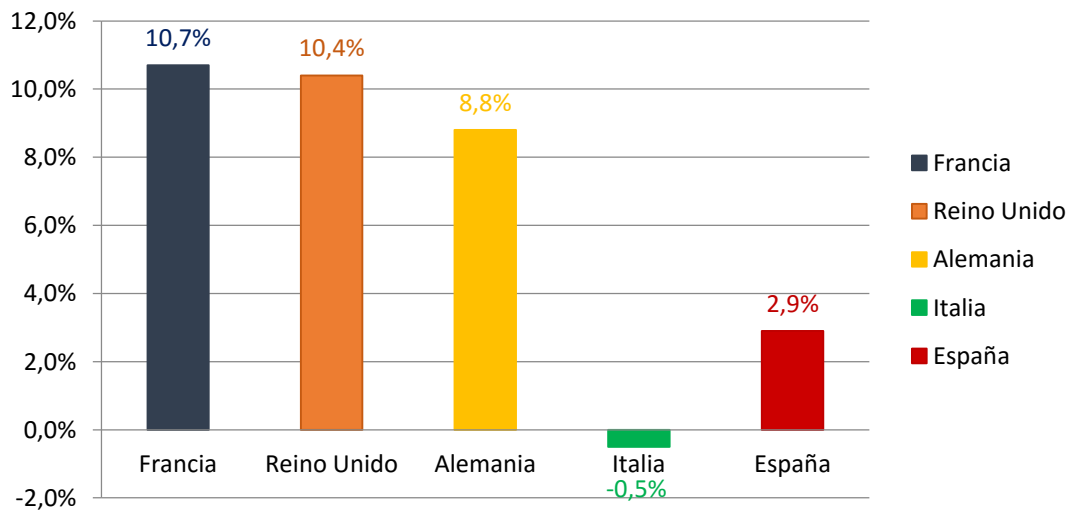
Fuente: ASCRI: Informe de capital riesgo en España

Del total de empresas de capital riesgo registradas en nuestro país a principios del 2015, 95 están registrados como socios de pleno derecho en ASCRI. Esta asociación recoge a dos tipos de socios: socios de pleno derecho y socios adheridos. Los socios de pleno derecho son aquellas sociedades u organismos cuya actividad es el capital riesgo, y los adheridos son personas físicas o jurídicas que, sin ejercer la actividad, pueden contribuir a su desarrollo. De estas últimas hay 44 registradas en ASCRI.

4.6 Situación en Europa y otros países

A pesar de la crisis económica a nivel mundial, el capital riesgo ha experimentado un notable crecimiento en diversos países.

Figura14: Evolución del capital riesgo en el periodo 2004-2013.



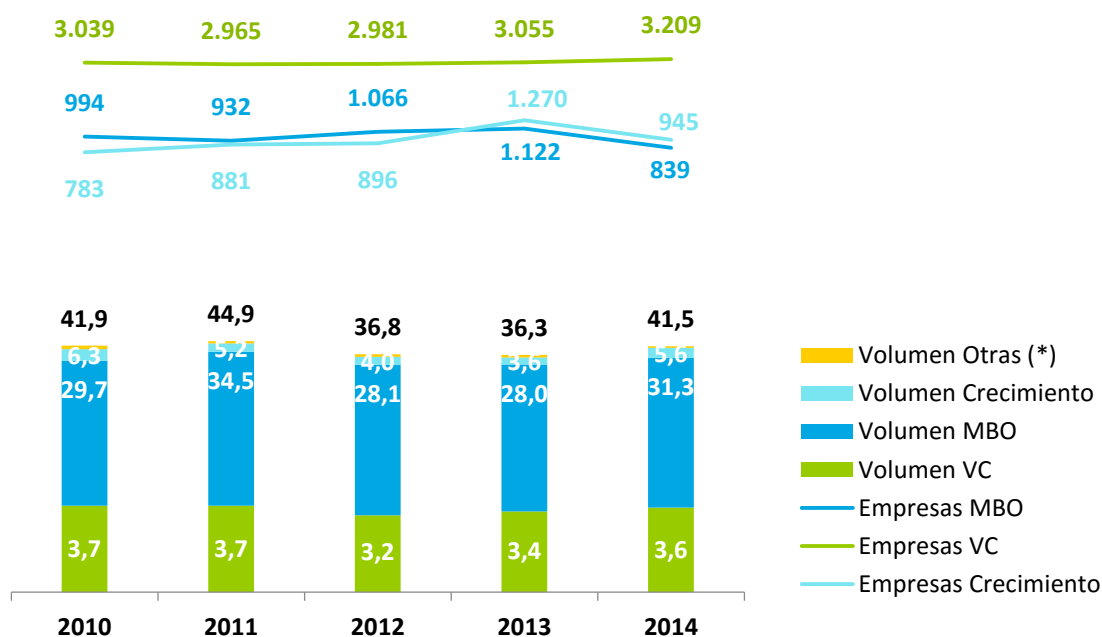
Fuente: Elaboración propia con datos del informe *The Second Paradox* (AFIC)

Francia y Reino Unido han sido en los que se ha observado una mayor evolución en cuanto al volumen de capital invertido, seguidos de cerca por Alemania. En España, en cambio, la evolución ha sido desfavorable durante los años posteriores a la crisis, por lo que el incremento experimentado desde 2004 es reducido.

Al analizar únicamente los últimos 5 años se puede apreciar que el volumen de las inversiones del capital riesgo realizadas en Europa durante 2014 es muy similar al de 2010. Sin embargo, el tipo de actividad dentro del capital riesgo en la que participa la inversión sí ha variado en este periodo.

Las etapas financiadas por el capital riesgo contempladas por la EVCA (European Venture Capital Association) difieren en algunos aspectos de las descritas anteriormente en este trabajo. La EVCA engloba las fases Semilla, Start-up, Early Stage y Later Stage (esta última incluye empresas maduras que buscan expandirse) bajo el nombre Venture Capital, seguida esta fase por una de Crecimiento, una de Rescate o de Cambio y una de Reemplazamiento de Capital. Sin embargo, la EVCA no incluye en esta última fase el MBO, sino que lo considera a parte por contener este la mayoría de las operaciones de capital riesgo. La evolución experimentada tanto en el volumen de las inversiones de esta actividad como en el número de empresas que se han financiado mediante ella se muestra en el siguiente gráfico.

Figura 15: Volumen invertido y empresas financiadas según fase.



Nota: (*) En otras se incluyen Rescate/ Cambio y Reemplazamiento de capital

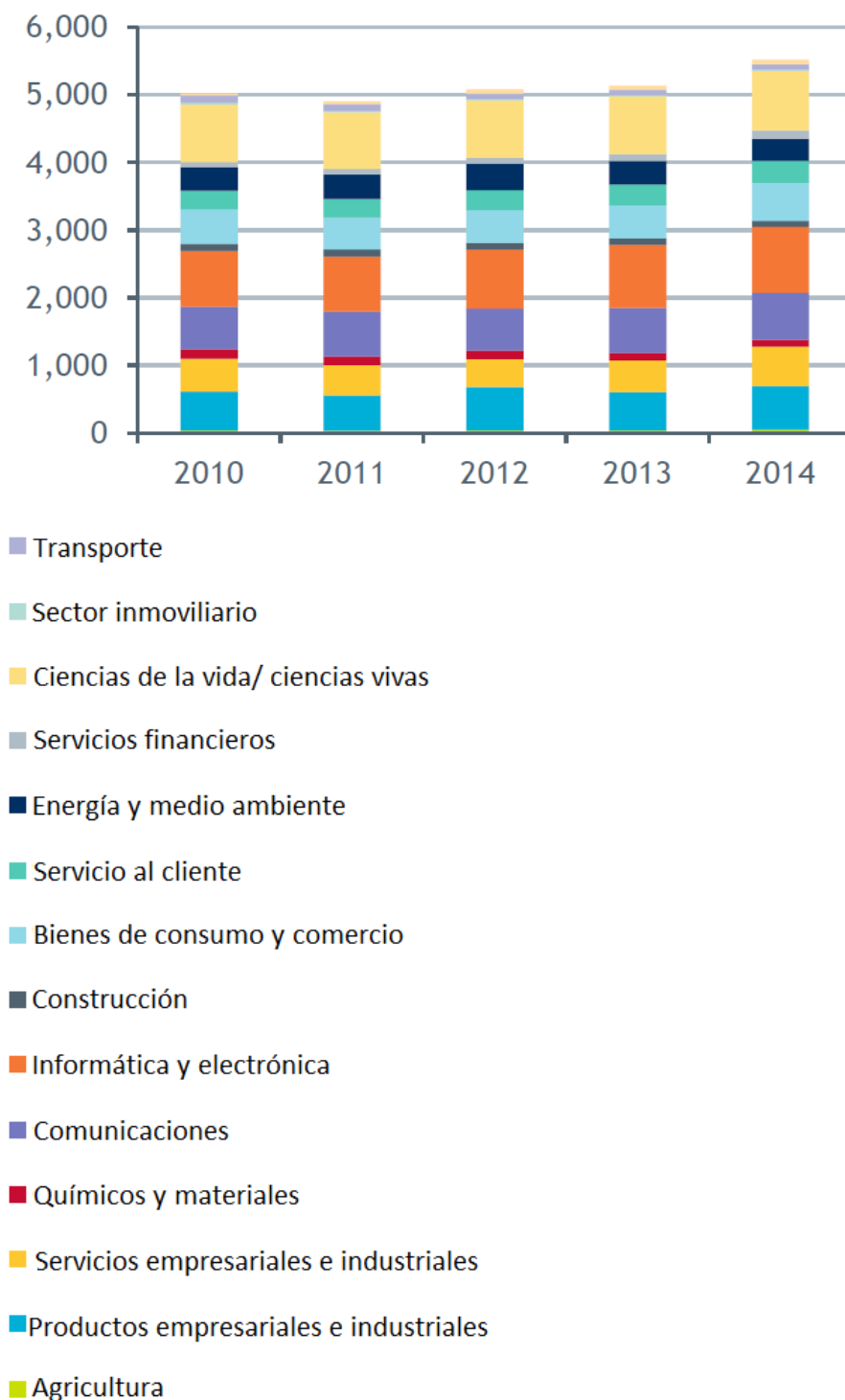
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Fuente: EVCA: 2014 European Private Equity Activity

La fase que recoge mayor inversión de capital riesgo en Europa es el MBO o compra de la empresa por sus directivos o ejecutivos. El desembolso llevado a cabo en esta modalidad ha crecido un 3% en el último año, mientras que las inversiones en Venture Capital se han mantenido más o menos constantes a lo largo de los 5 años. El volumen invertido en la fase de

crecimiento ha sufrido altibajos en este periodo, incrementándose notablemente del 2013 al 2014.

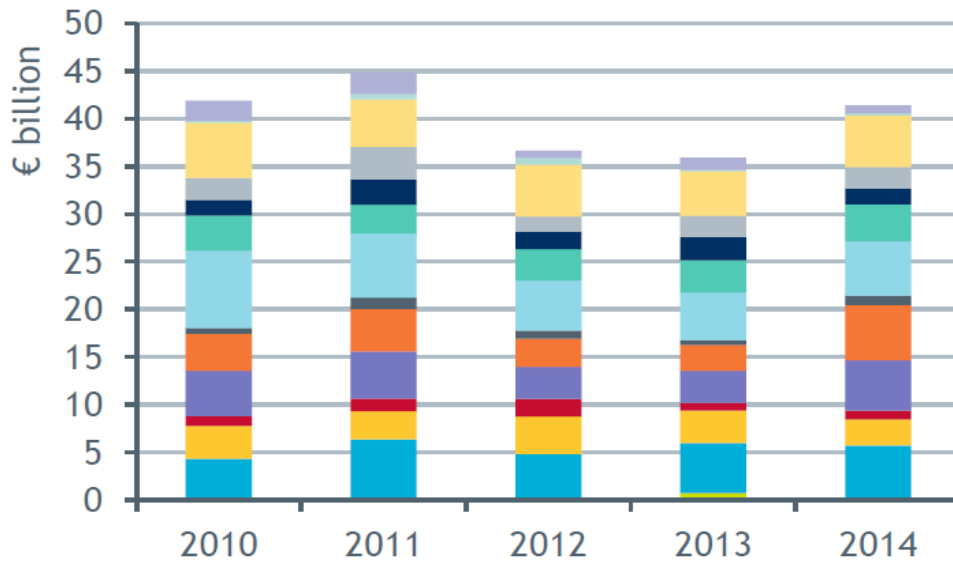
En cuanto a los sectores que más volumen de inversiones y empresas financiadas recogen, destacan los relacionados con la informática y la electrónica, los bienes de consumo, las ciencias vivas (biología, medicina, farmacología, etc.), los productos empresariales e industriales, y las comunicaciones, como se aprecia en las figuras 16 y 17.

Figura 16: Número de compañías por sector (años 2010-2014)



Fuente: EVCA: 2014 European Private Equity Activity

Figura 17: Volumen invertido por sector (años 2010-2014)



- Transporte
- Sector inmobiliario
- Ciencias de la vida/ ciencias vivas
- Servicios financieros
- Energía y medio ambiente
- Servicio al cliente
- Bienes de consumo y comercio
- Construcción
- Informática y electrónica
- Comunicaciones
- Químicos y materiales
- Servicios empresariales e industriales
- Productos empresariales e industriales
- Agricultura

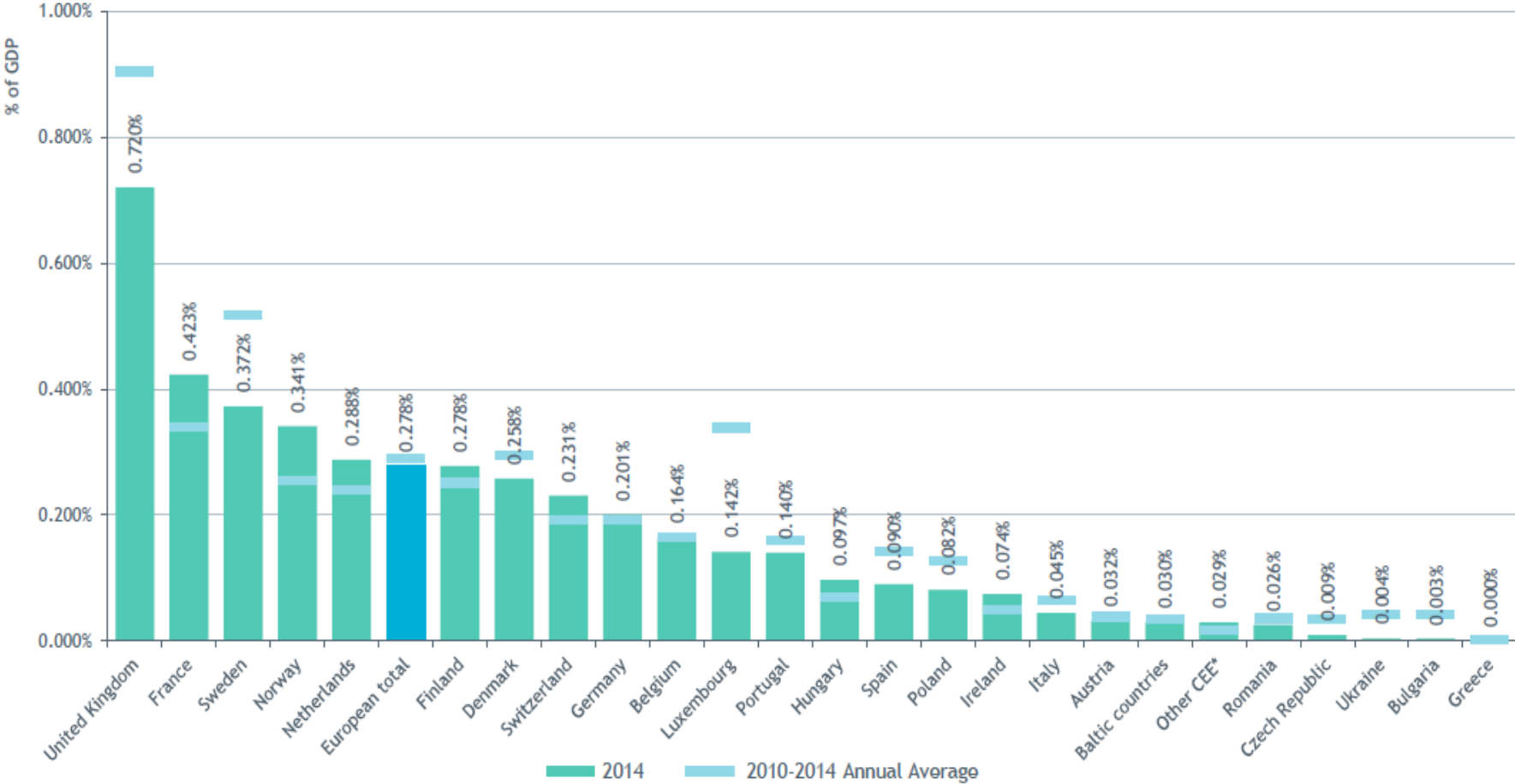
Fuente: EVCA: 2014 European Private Equity Activity

Analizando el tipo de empresas en las que predomina la inversión, el 86,3% de las entidades financiadas por esta actividad en 2014 fueron pymes. Esta cifra varió en función de la fase de la pyme. De las empresas financiadas en Venture Capital (Seed, Start-up, etc), el 98,9% fueron

pymes. En cambio, las inversiones destinadas a estas empresas fueron menores en Buyout y en Crecimiento, representando estas un 54,6% y un 80,9% respectivamente.

Si estudiamos las cantidades invertidas en actividades de capital riesgo como porcentaje del PIB (Gross Domestic Product) de los países de la Unión Europea, podemos apreciar que el Reino Unido es el que mayor porcentaje destina a esta actividad (0,72%), muy por encima del resto de países. Este, junto con Francia, Suiza, Noruega, y Holanda supera la media de la UE (0,278%). España, muy alejado de la media y por detrás de países como Hungría o Portugal, destina únicamente un 0,09% de su PIB a las inversiones en capital riesgo. Es por esto y por todo lo mencionado anteriormente que España debería tomar medidas para impulsar esta alternativa de financiación.

Figura 18: Inversiones de Capital Riesgo como porcentaje del PIB Europeo



Fuente: EVCA / 2014 European Private Equity Activity

4.7 Recomendaciones para potenciar el Capital Riesgo

A continuación se propondrán diversas alternativas enfocadas a aumentar la popularidad de las empresas de capital riesgo y promover tanto su creación como su desarrollo.

Según autores como Marcos Salas de la Hera, lo que verdaderamente necesita el capital riesgo es tiempo para que los inversores maduren y se especialicen. Plantea a su vez una apuesta decidida en las etapas más arriesgadas del proceso, ya que son estas las que mayor empleo y riqueza generan. Esta apuesta acortaría los plazos de la inversión y nos situaría en una posición mucho más próxima a países más experimentados en la actividad. Para poder llevarla a cabo, es necesario un conocimiento profundo del sector en el que se realiza la inversión, un estudio pormenorizado del proyecto a desarrollar y, por supuesto, un mayor conocimiento y formación de la actividad de Capital Riesgo, ya que esta representa únicamente un 0,25% del PIB español.

José Martí Pellón, fundador de Webcapitalriesgo.com, propone la opción de incluir en el IRPF la inversión minoritaria en pymes. El beneficiario únicamente debería escoger entre suscribir participaciones en un plan de pensiones o invertir directamente en pymes, por lo que el coste fiscal de esta idea sería nulo. Esta posibilidad fue planteada por la Ley de Emprendedores, aunque únicamente con un 20% de desgravación. Las razones que aporta Martí Pellón para llevar a cabo esta alternativa son el incremento del atractivo de la idea planteada en la anterior Ley, y el aumento de la competencia para los gestores de pensiones, tan criticados por los retornos que reciben.

José Ángel Sarasa Urtasun (1994), por su parte, sugiere hacer públicos los modelos de éxito de empresarios y empresas. En su propuesta, invita a las Comunidades Autónomas, junto con el gobierno, a promover el desarrollo de empresarios mediante programas de entrenamiento adaptados y enfocados a pymes. En estos podrían mostrarse los proyectos llevados a cabo de forma satisfactoria gracias a la colaboración del capital riesgo y así animar a otros a seguir su ejemplo. Una iniciativa similar ha sido llevada a cabo por *WEBCAPITALRIESGO*, en cuyos informes *El Private Equity en España 2014*; *El Venture Capital en España 2013*; *Informe 2012 impacto económico y social del Capital Riesgo*, etc. aparecen entrevistas a los responsables de diversas entidades de capital riesgo explicando su experiencia y opinión.

5. CROWDFUNDING

5.1 Definición y modelos

Con el cambio de estación, las aves emigran a otros países o continentes con climas menos agresivos. Para poder hacerlo, se agrupan y vuelan juntas de manera que unas disminuyan la presión del aire a otras y así alcanzar su objetivo mediante el trabajo en equipo. El crowdsourcing se comporta de manera similar (Cejudo y Ramil, 2013). Un conjunto de individuos colaboran entre sí para alcanzar una meta común. Enrique Estellés, en su artículo "Towards an Integrated Crowdsourcing Definition", analiza hasta 40 definiciones de este término para poder elaborar una definición adecuada. De esta forma, define **crowdsourcing** como:

Una actividad participativa online en la que un individuo [...] propone a un grupo [...] la realización voluntaria de una tarea a través de una convocatoria [sic] abierta flexible. [...]. El usuario recibirá la satisfacción de una necesidad, sea esta económica, de reconocimiento social, de autoestima o de desarrollo de capacidades personales, mientras que el crowdsourcer obtendrá y utilizará en su beneficio la aportación del usuario [...] (Estellés, 2012)

Este término, a pesar de que no se popularizó hasta 2006 (Sharma, 2010) gracias al artículo *The Rise of Crowdsourcing* de Jeff Howe, viene practicándose desde finales de 1990 en compañías como Brainstore AG (Roth, 20013. Esta utiliza el crowdsourcing para generar ideas, razones para implementarlas y el modo de hacerlo (Roth, 2013).

El crowdsourcing puede clasificarse de distintas maneras en función de la variable que se analice. Jeff Howe, en el artículo mencionado anteriormente, narra cuatro historias para ilustrar cuatro modelos distintos de crowdsourcing. La primera de ellas podríamos identificarla con el crowdfunding, la segunda con el crowdvoting, la tercera con el crowdwisdom y la tercera con el crowdcreating, conceptos establecidos por el propio autor.

En la primera historia, Claudia Menashe, responsable de una exposición del *National Health Museum*, necesita fotos de enfermos de gripe. Sus recursos son escasos por lo que recurre a la plataforma iStockphoto, donde puede conseguir las imágenes por 1\$ cada una, mientras que si hubiera recurrido a un fotógrafo el coste habría sido de 100-150\$ por foto, descuento incluido. En el **crowdfunding**, conjuntos de personas o instituciones colaboran mediante una plataforma online para captar fondos u otros recursos y alcanzar así un objetivo común. De esta forma, los colaboradores de la página iStockphoto aportan a Claudia lo que necesita a cambio de un precio simbólico.

La segunda historia se centra en el creador del show *Web Junk 20*, Michael Hirschorn. Dicho programa muestra los 20 vídeos más populares de la red de cada semana, y lo consigue a un coste muy reducido gracias a iFilm. Comprando esta plataforma por 49 millones de dólares, Hirschorn consiguió acceso a todos los vídeos publicados en ella y los derechos a emitirlos en la televisión. Los mejores vídeos reciben una recompensa, lo que motiva a la gente a subir vídeos y a votar los 20 mejores (**crowdvoting** o votación popular).

En tercer lugar se encuentra el caso de Ed Melcarek, quien la mayoría de los sábados se dedica a intentar resolver problemas que tienen las mejores compañías científicas. Estos se recogen en plataformas como InnoCentive donde se ofrece a quien resuelva cada caso entre 10.000\$ y

100.000 dólares. De esta forma, más del 30% de los problemas se resuelven haciendo uso del **crowdwisdom** o sabiduría colectiva.

La última historia es la de Wolfgang von Kempelen, un húngaro que crea una máquina capaz de ganar a otros al ajedrez. El artilugio recibe el nombre de *The Turk* y, a pesar de ser una elaborada pieza de tecnología, no es más que un truco. Sin embargo, Amazon puso el nombre del invento a su plataforma. En ella trabajan un conjunto de personas dedicadas a recopilar o crear la información demandada por aquellas empresas que la demanden. Es el denominado **crowdcreation**.

Enrique Estellés, por su parte, basa el criterio de clasificación en el papel que toma la multitud. De esta forma, distingue entre crowdfunding, crowdcollaboration, crowdcontent, crowdfunding y crowdopinion.

A pesar de que los modelos de crowdsourcing difieren en función del autor y de la variable de clasificación, ambos están de acuerdo en que el crowdfunding es uno de los tipos de crowdsourcing. Este puede tener multitud de propósitos: financiar un proyecto, conseguir ayuda económica o humanitaria para catástrofes naturales, recaudar fondos para campañas políticas o conseguir fans en una red social. Su principal característica es la obtención de financiación o de determinados recursos de un gran número de pequeños inversores (Cunningham, 2012) a través de internet.

La clasificación de los modelos de crowdfunding resulta compleja debido a la diversidad de opiniones en la bibliografía consultada. Mientras que autores como Felipe García (2015) y Carles Escolano Sitjes (2013) diferencian únicamente entre equity crowdfunding y crowdlending, otros como José Francisco Navarro Delgado (2014), distinguen tres modelos más aparte de los dos anteriores: el crowdfunding basado en donaciones, el basado en recompensas y el basado en royalties. Todos ellos comparten objetivo pero no la forma de alcanzarlo.

El tipo de crowdfunding líder en volumen de recaudaciones es el **basado en recompensas** o reward based crowdfunding (Navarro Delgado, 2014). En él, el emprendedor, empresa o pyme comparte parte de sus beneficios con sus patrocinadores o mecenas y al no tener la empresa que devolver la financiación que obtiene, estos no analizarán la solvencia de la misma sino el atractivo de su producto o servicio (Navarro Delgado, 2014).

Podemos distinguir dentro de este modelo dos subcategorías: la basada en *paquetes* y la de *preventa*. En ambos casos el proceso comienza con la exposición del proyecto o idea a una determinada plataforma online donde se valorará su viabilidad y posibilidades de éxito. Es importante conocer cada una de las plataformas y elegir la adecuada en función de las necesidades de la empresa y el sector en el que opere.

Si el proyecto es aceptado, se publicará y comenzará la campaña de crowdfunding. Esta diferirá en función de la subcategoría a la que pertenezca. En el crowdfunding basado en paquetes, se establecerán las diferentes sumas que se pueden aportar, las recompensas asociadas a cada importe, el periodo de duración de la campaña, la fecha de entrega de la recompensa, etc. (Navarro Delgado, 2014). En cambio, en el modelo de preventa los inversores conocen el precio de cada uno de los productos ofrecidos y sus gastos de envío asociados. De esta forma el

inversor decidirá la cantidad de productos y modelo que desee e invertirá el dinero correspondiente.

A continuación ilustraremos la diferencia entre el crowdfunding de paquetes y el de preventa con un ejemplo. Supongamos una empresa dedicada a la fabricación y venta de zapatos que necesita financiación para su nueva campaña otoño-invierno. En el caso de los paquetes, el inversor podrá decidir si destinar 1\$ a cambio de que su nombre figure en una de las paredes de alguna sucursal, 5\$ a cambio de sandalias de goma para ir a la playa, 11\$ dólares por dos sandalias de playa personalizadas, 15\$ a cambio de recibir las mismas un mes antes de su salida al mercado, 30\$ por unos zapatos de esparto y una tobillera, etc. Los paquetes están dispuestos desde el inicio y cada cual está ofertado a un número máximo de inversores (por ejemplo, el pack de 11\$ dólares únicamente lo recibirán los 40 primeros, el de 15\$ los 100 primeros, etc.). En cambio, en el caso de crowdfunding de preventa la empresa tiene fijados los precios de cada producto: las playeras 5\$, las de esparto 30\$, la tobillera 8\$, etc. y el interesado invertirá una cantidad u otra en función de las características de su compra (invertirá 35\$ por unas sandalias de playa y unos zapatos de esparto, 13\$ por una tobillera y unas playeras, etc.).

Debemos distinguir dos tipos de campañas: las llamadas Todo o Nada y las conocidas como Todo Cuenta (Acconcia, 2015a). En las primeras, si el proyecto recauda las cantidades necesarias para ser llevado a cabo, se convertirá en una realidad y ambas partes (inversor y empresa) recibirán lo acordado. Si, en cambio, no se alcanza la financiación esperada, el dinero será devuelto a su propietario (Navarro Delgado, 2014). Las campañas Todo Cuenta, sin embargo, el dinero aportado por los inversores no será devuelto a los mismos en caso de fracaso del proyecto. Las cantidades invertidas pasan a ser propiedad de la empresa con independencia de que se alcancen o no los fondos necesarios para llevar a cabo la idea. Este sistema es principalmente utilizado en campañas de carácter social, donde cualquier ayuda económica es destinada a estas causas.

Algunas de las plataformas que utilizan estos modelos son Kickstarter, Ulule o Verkami (Acconcia, 2015b).

El **equity crowdfunding** (Navarro Delgado, 2014) implica la inversión de recursos a cambio de participación en el capital de la empresa con la esperanza de obtener unas plusvalías o dividendos con ellas (Escolano Sitjes, 2013). Podríamos decir, por tanto, que el crowdfunding se asemeja al capital riesgo analizado anteriormente, aunque el volumen de las inversiones es menor en este caso (Navarro Delgado, 2014). Por consiguiente, el inversor o inversores deberán realizar un análisis previo de la empresa para conocer su riesgo, viabilidad económica, posibilidades de venta de la participación, etc. para decidir si invertir o no.

Ejemplos de plataformas de equity crowdfunding son Crowdcube, MyNBest o CreoEnTuProyecto (María Torrenco, 2015).

El **crowdlending** (o crowdfunding de préstamos), en cambio, consiste en la concesión de un préstamo a la empresa o pyme que lo solicita (García, 2015). Imitaría a la financiación bancaria donde se cede un capital a cambio de su devolución en cuotas junto con unos intereses. Es un proceso de financiación sin intermediarios, lo cual facilita a pymes y otras empresas con dificultades para acceder a los mercados financieros disponer de los recursos que necesiten

(Roig Hernando, 2015). Los préstamos son de carácter privado, y cuotas, periodicidad e intereses son acordados entre las partes participantes (García, 2015).

Los beneficios en concepto de intereses por crowdfunding de préstamos tributan del mismo modo que los intereses bancarios. En el caso del beneficiario del préstamo, figurarán como gastos financieros y se computarán como gastos deducibles en el impuesto de sociedades (Segura, 2015)

Ejemplos de plataformas de crowdlending son Zank, Finanzarel, Ecrowdinvest o Comunitae (María Torrenge, 2015).

El modelo de crowdfunding **basado en la donación** es definido por Valentín Acconcia (2015c) como “aquel que no ofrece un retorno a las personas que aportan los fondos más allá de la satisfacción de haber participado en la campaña”. Los proyectos que utilizan este tipo de crowdfunding suelen estar destinados a causas sociales (Navarro Delgado, 2014), políticas o artísticas, de lo contrario la dificultad de conseguir fondos es muy elevada. La ayuda a Nepal tras el terremoto, campañas para evitar desahucios o luchas contra determinadas enfermedades o dificultades son los proyectos con más posibilidades de éxito en este tipo de crowdfunding (Acconcia, 2015c).

En lo relativo a la fiscalidad aplicable a este modelo, se aplica el Impuesto de Sucesiones y Donaciones (ISD) (Acconcia, 2015c).

Algunas de las plataformas utilizadas son Indiegogo Life, Teaming o Crowdrise (Acconcia, 2015c).

El último tipo de crowdfunding es el **basado en beneficios o royalties**. En este, la empresa beneficiaria se compromete a ofrecer a sus inversores una parte de los beneficios que obtenga en función de la cantidad invertida y una vez haya empezado a generar beneficios (Outlaw, 2013). En esta modalidad, los interesados pueden ejercer el papel de patrocinadores para dar a conocer el proyecto y de esta forma garantizar beneficios al mismo.

Plataformas de este tipo de crowdfunding encontramos My Pharma Company, Lanzanos o Pentian.

Para poder elegir el modelo de crowdfunding más adecuado para un proyecto, es importante prestar atención al sector al que este pertenece, la financiación que se busca conseguir, (The World Bank, 2013) la zona geográfica a la que pertenezca, el tamaño de la empresa o la duración del proyecto y la campaña. También deben tenerse en cuenta al tomar esta decisión la comisión a pagar en cada tipo de plataforma.

Para aquellas empresas que busquen financiación para lanzar al mercado sus productos, el crowdfunding a utilizar será el basado en recompensas. Los productos más populares son aquellos de fabricación rápida, ya que los inversores buscan recibirlo en el menor tiempo posible. Las campañas tienen una duración media de 41 días. Para asegurar el éxito del proyecto, la financiación requerida debe ser inferior a 100.000 dólares. En cuanto al coste, varía en función de la plataforma escogida, siendo el coste medio del 5,6%.

En cambio, cuando pertenezca al sector tecnológico o de la investigación, la opción más acertada será el equity crowdfunding. La cuantía de fondos necesaria es mayor, y el tipo de inversor distinto. La financiación buscada es en general inferior a los 250.000\$, y la empresa o

proyecto tiene una duración elevada, a pesar de que las campañas de recaudación duran únicamente 53 días de media. Para que las inversiones realizadas en la empresa aumenten el valor de la misma es necesario un cierto periodo de tiempo y es por esto que el equity crowdfunding tiene un horizonte temporal mayor que el resto de modelos. Las comisiones cobradas en este tipo de plataformas son superiores a las anteriores, siendo la media del 6,4%. Al existir un mayor riesgo y duración, las comisiones son más elevadas.

Si, por el contrario, la compañía busca financiación en el área de las telecomunicaciones, el desarrollo o los negocios, encontrará mejores resultados recurriendo al crowdlending que a otros modelos. Los proyectos que alcanzan la financiación deseada no suelen superar los 50.000 dólares y la devolución de los mismos varía entre el medio y el largo plazo. En cambio, las campañas duran de media un mes, y las comisiones otorgadas a las plataformas de crowdlending son de un 5,8% de media.

Para proyectos artísticos, políticos o sociales, la alternativa será el crowdfunding basado en donaciones. La media de los proyectos que alcanzaron su objetivo financiero requerían cuantías inferiores a los 10.000€, aunque esta varía en función de la urgencia, el fin y la popularidad del demandante. La duración del proyecto es variable, existiendo proyectos a corto y a largo plazo. La duración media de la campaña de captación de fondos es de 82 días y las comisiones cobradas por las plataformas de este modelo de crowdfunding son inferiores al resto, siendo la media del 3,5%.

Por último, aquellas empresas que tengan un amplio margen de beneficios resultarán atractivas para los inversores interesados en participar de estas ganancias, por lo que el crowdfunding idóneo sería el basado en beneficios o royalties. La Tasa Interna de Rentabilidad (TIR) o porcentaje que la compañía deberá entregar a sus inversores será de alrededor de un 20% de sus beneficios. En cuanto a la duración de este tipo de proyectos, la media está entre los 10 y los 20 años, siendo la duración media de estas campañas desconocida. Las comisiones pagadas en las diferentes plataformas toman valores entre el 4% (Tubestart) y el 10% (Pentian).

Tabla 13. Modelos de crowdfunding para cada empresa

	Tipo de proyecto	Fondos(\$)	Duración proyecto	Duración campaña	Comisiones
Basado en recompensas	Por producto	<100.000	Fabricación rápida	41 días	5,6%
Equity crowdfunding	Tecnología/innovación	<250.000	Largo plazo	53 días	6,4%
Crowdlending	Telecomunicaciones/ desarrollo/negocios	<50.000	Medio-largo plazo	30 días	5,8%
Basado en donaciones	Artístico, social, político	<10.000	Depende proyecto	82 días	3,5%
Basado en royalties	Tecnología/servicios	-	10-20 años	-	4-10%

Fuente: Elaboración propia con datos Silchenko; Serrano; AppsFunder; Tubestart; Marquina; Zencap; ECrowd e informe *Crowdfunding's Potential for the Developing world*

El crowdfunding también debe ser analizado por las empresas como medio de inversión. La tabla 14 muestra las diferencias entre cada uno de los modelos de crowdfunding en función del riesgo, beneficios, garantías y control esperado para el inversor.

Tabla 14: Modelos de crowdfunding: diferencias desde la perspectiva del inversor

Diferencia	Reward based Crowdfunding	Equity Crowdfunding	Crowdlending	Donation based Crowdfunding	Royalties based Crowdfunding
Riesgo	Bajo. Si el proyecto fracasa recupera la inversión, y si triunfa, pocos casos en los que el inversor no reciba su recompensa.	Muy elevado. Depende del éxito del proyecto/ empresa. Similar al capital riesgo.	Medio. Salvo importantes pérdidas, las cuotas se devuelven con la periodicidad acordada	Ninguno. Las donaciones se realizan altruistamente.	Elevado. Depende de que la empresa genere beneficios.
Beneficios	Reducidos. Se limitan a la satisfacción de colaborar y a la recepción de los productos o servicios por los que se invierte.	La media de tiempo en que se empiezan a obtener es de 5 años. Dependen de los resultados que genere el proyecto.	Se conocen desde el momento inicial al pactarse previamente cuotas, interés y fechas de devolución.	La satisfacción de colaborar con una buena causa.	Se pactará el porcentaje de beneficios a recibir previa inversión, periodicidad, etc.
Garantías	Elevadas.	Ninguna. De ello la importancia de analizar el proyecto previamente.	Se reflejarán en el contrato. Dependen de las condiciones pactadas en este.	Ninguna dado que no se recupera el capital.	Ninguna. Igual que en el Equity Crowdfunding, es necesario realizar un estudio previo.
Control	Mediante la inversión, permite que el proyecto se lleve a cabo. Controla esa fase del proyecto.	Se pactará en el contrato la periodicidad de información, poder de toma de decisiones, etc.	Hay mayor contacto debido al intercambio de información con el pago de cuotas.	Ninguno, se limita a la aportación de fondos.	Se pactará previamente periodicidad de información, toma de decisiones, etc.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Diferencias entre crowdfunding y crowdlending (García, F. 2015)

Los distintos tipos de crowdfunding no son excluyentes entre sí y pueden utilizarse de manera complementaria. De esta forma, además de diversificar las fuentes de financiación y los riesgos asociados a ellas, aumentará el número de fuentes de ingresos. Una misma empresa puede beneficiarse de varias alternativas, pero la estrategia para captar los fondos de cada una diferirá. Por ejemplo, para atraer a inversores crowdfunding la pyme deberá centrarse en campañas de marketing haciendo hincapié en los resultados y las probabilidades de obtener los mismos. En

cambio, los inversores de crowdlending estarán más interesados en la solvencia de la empresa y las garantías de esta para devolver el préstamo (García, 2015).

5.2 Inicio y evolución

Las redes sociales y la tecnología digital han posibilitado la expansión de esta nueva forma de financiación colectiva consistente en pequeñas aportaciones de múltiples inversores. El crowdfunding tiene su origen en Gran Bretaña, en el año 1997. Para poder financiar su gira por los Estados Unidos, el grupo de música Marillion inició una campaña online mediante la cual recaudó 60.000 dólares (LF, 2013).

Sin embargo, esta no fue la primera vez que una banda de rock financiaba un proyecto utilizando esta estrategia. En 1989 el grupo Extremoduro consiguió 250.000 pesetas mediante la venta de 250 papeletas (Sierra Clemares, 2014). Utilizaron el crowdfunding basado en recompensas, donde a cambio de 1.000 pesetas se otorgaba al comprador el disco de la banda una vez estuviera grabado, y el derecho a asistir a un concierto del grupo. (Sierra Clemares, 2014). A pesar de ser anterior a la campaña realizada por Marillion, la llevada a cabo por Extremoduro no se realizó por internet, de modo que no se considera crowdfunding en sentido estricto. Podría calificarse como crowdfunding analógico (Sierra Clemares, 2014).

Tras el éxito de Marillion, en el año 2003 nació la plataforma ArtistShare. Esta pone en contacto artistas con sus fans, de modo que estos últimos puedan aportar fondos para financiar proyectos artísticos. Esta fue la primera pero no última plataforma dentro del ámbito artístico. MyMajorCompany se creó en 2007 en París, y financia campañas con una duración máxima de 3 meses (MyMajorCompany, 2015). Verkami, fundada en 2010 en Cataluña, capta financiación para artistas con proyectos innovadores mediante campañas de un máximo de 40 días (Verkami, 2015).

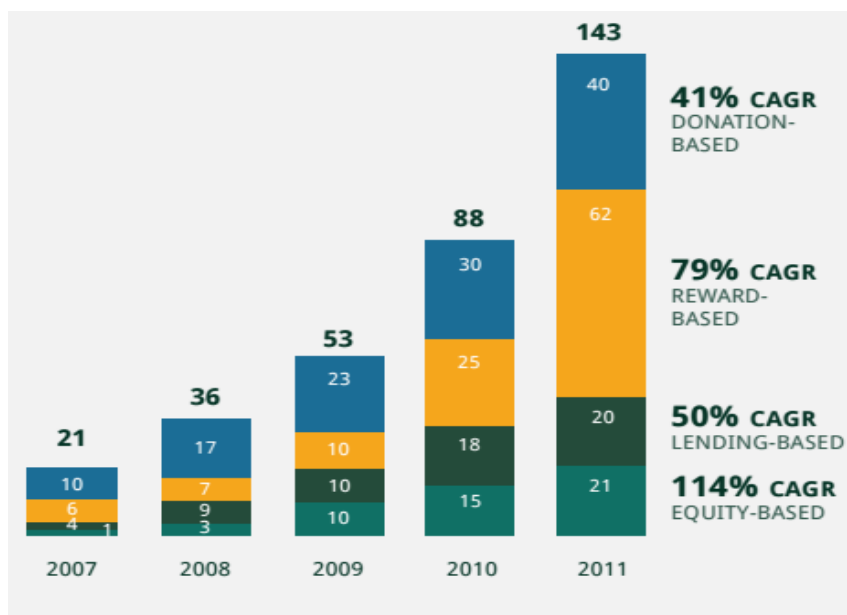
En el 2004, la industria cinematográfica recurrió al crowdfunding para financiar la película francesa “Demain la Veille”. Se recaudaron 50.000\$ en tres semanas (LF, 2013). El cine español decidió utilizar esta herramienta cuatro años más tarde, batiendo un nuevo récord: 400.000€ de los 860.000 necesarios para financiar la película fueron proporcionados por los inversores de crowdfunding (Penalva, 2013). El dinero se recaudó durante cuatro años, y la película se estrenó en mayo de 2013.

El término crowdfunding fue acuñado por Michael Sullivan en el 2006, momento en que creó fundavlog. En este blog, el autor citaba: “Many things are important factors, but funding from the 'crowd' is the base of which all else depends on and is built on.” (Hay muchos factores importantes, pero la financiación de la “multitud” es la base de la cual todos dependen y sobre la cual están constituidos) (Castrataro, 2011). Para Sullivan, este modelo estaba “basado en la reciprocidad, la transparencia, los intereses compartidos y, sobre todo, la financiación colectiva” (Castrataro, 2011).

Sin embargo, el crowdfunding no fue realmente conocido hasta finales de 2008, cuando se crearon algunas de las plataformas más importantes de la actualidad, como Kickstarter, Indiegogo o Comunitae. El modelo de crowdfunding en el que más plataformas se han creado en los últimos años es el basado en recompensas (Massolution, 2012). El crecimiento en cuanto a

número de plataformas creadas de cada tipo de crowdfunding entre el 2007 y el 2011 se puede apreciar en el siguiente gráfico.

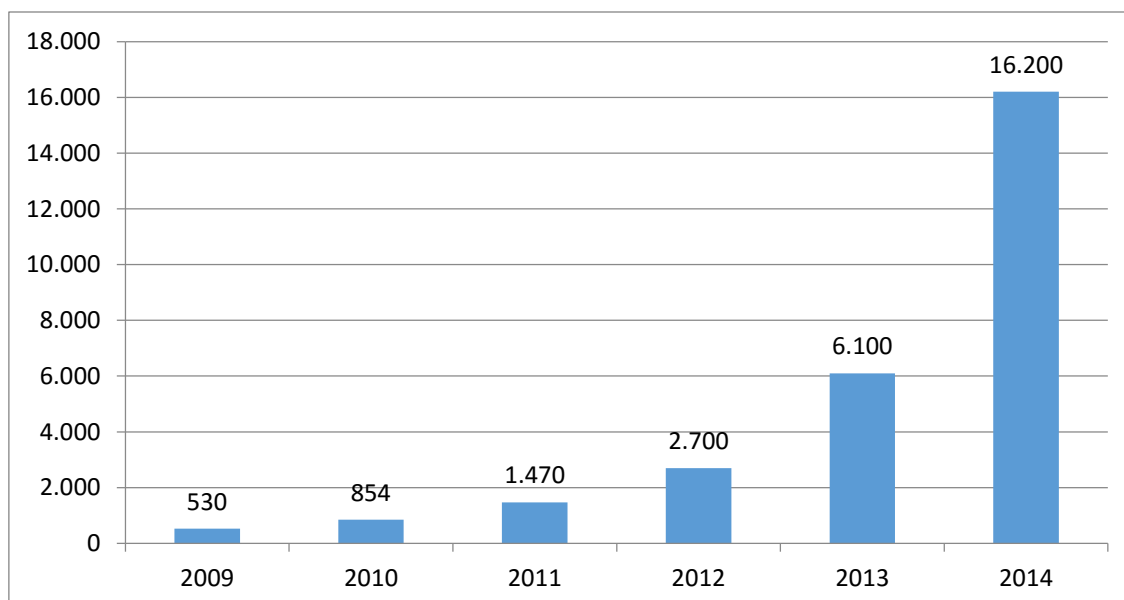
Figura 19: Crecimiento de las plataformas por tipo de crowdfunding



Fuente: Informe *Crowdfunding's Potential for the Developing world*

A partir de este año, su evolución ha sido notable. Las inversiones dentro de este sector fueron de 530 millones de dólares en 2009 (Massolution, 2012) a 16,2 billones de dólares en 2014 (Clifford, 2015).

Figura 20: Crecimiento en el volumen mundial de fondos captados (en millones de dólares)



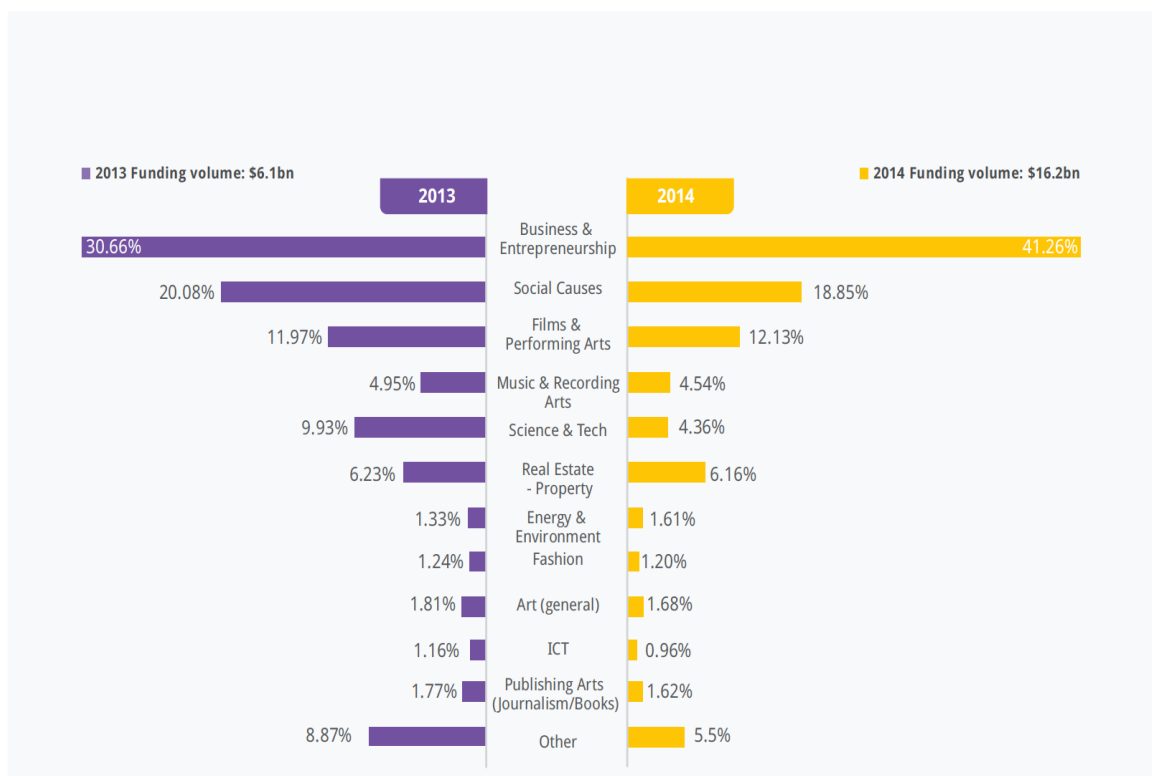
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Clifford y Massolution

La evolución más destacable fue la que se produjo entre 2013 y 2014. Mientras que del 2009 al 2012 el crecimiento (aunque notable) se encontraba en valores inferiores al ciento por cien, del

2012 al 2013 el incremento en el volumen de fondos fue del 125,93%, y entre el 2013 y el 2014 alcanzó valores de hasta el 165,57%.

En cuanto a los sectores donde mayor incidencia ha tenido el crowdfunding, destacamos el sector empresarial y de emprendedores, el cual recoge cerca de la mitad de las inversiones realizadas. La importancia del crowdfunding en este sector se ha incrementado del 2013 al 2014 en un 10%.

Figura 21: Sectores más activos en la financiación participativa entre 2013 y 2014 (en dólares):



Fuente: Clifford

Los proyectos de fines sociales son el segundo sector más beneficiado, aunque el peso del volumen de fondos captados por estos se ha reducido de un año a otro. En tercer lugar encontramos el sector artístico, incluyendo proyectos teatrales, cinematográficos, musicales y audiovisuales, donde el peso prácticamente no ha variado en este periodo. En cuarto lugar se encuentra el sector inmobiliario, cuyo peso se ha mantenido, y le sigue el sector de la ciencia y la tecnología, que ha visto reducida su importancia a casi la mitad en el periodo estudiado. El resto de sectores (energético y medioambiental, moda, etc.) representan un porcentaje reducido respecto del volumen total de fondos, y este no se ha visto significativamente alterado de un año a otro.

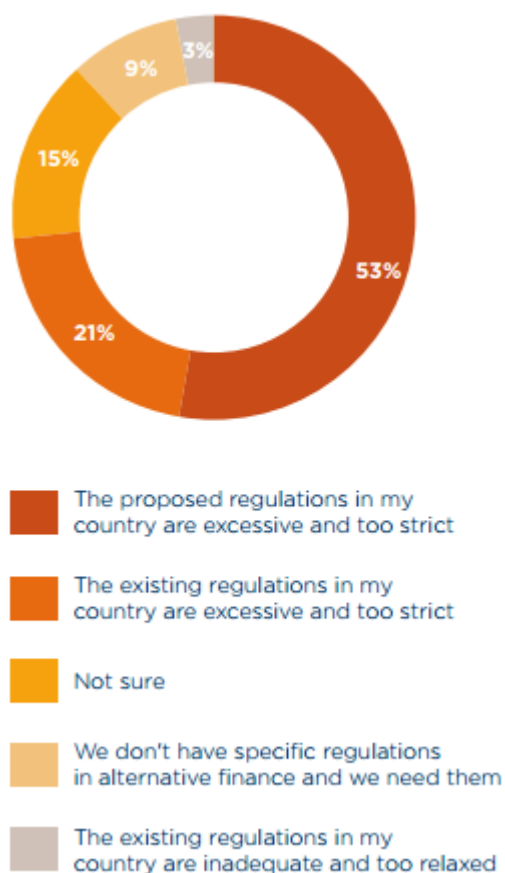
5.3 Legislación en España

Aunque nuestro país es el segundo en Europa en cuanto a número de plataformas de crowdfunding, la legislación existente puede limitar su uso a las pymes, según un estudio realizado por la Universidad de Cambridge (Novoa, 2015). Los límites establecidos a inversores y plataformas son más rígidos en nuestro país que en el resto de la Unión Europea o Estados Unidos (Bustillo, 2014). Sin embargo, como se ha observado anteriormente la cultura financiera

de la población española es escasa e inferior a la de otros países, por lo que los límites a establecer en la Ley deben ser más estrictos si se desea proteger al inversor.

Sin embargo, a pesar de que la normativa relativa a la financiación colectiva tiene por objeto potenciar la misma, la opinión general es distinta.

Figura 22: Percepción de la legislación española relativa a la financiación alternativa

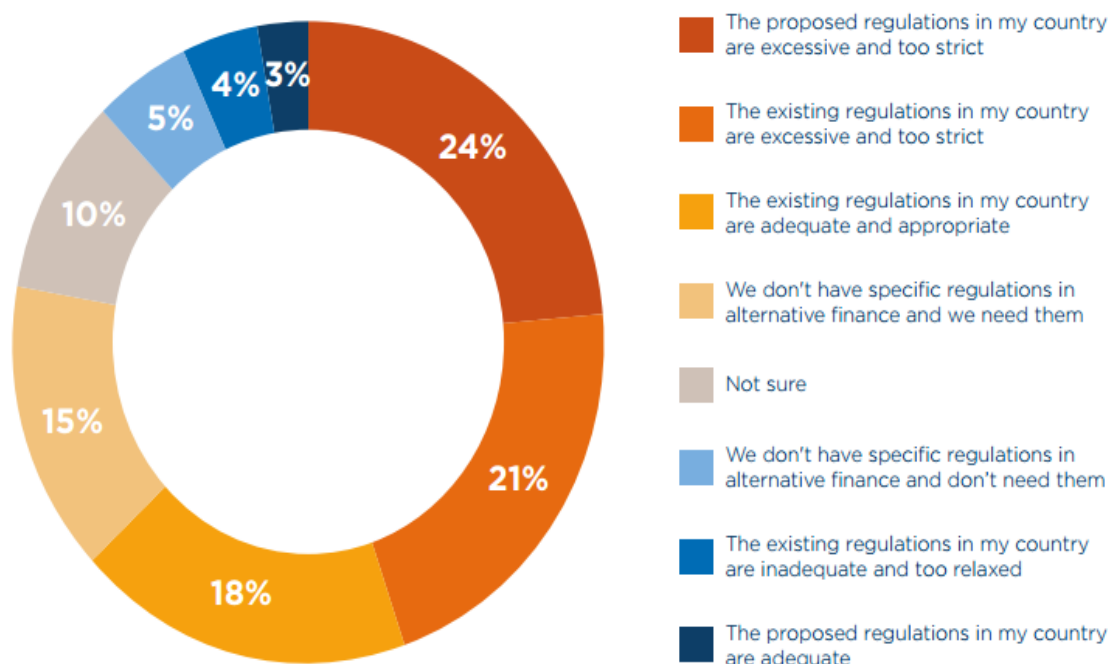


Fuente: The European Alternative Finance Benchmarking Report

El 53% de los encuestados encontraron la legislación propuesta para España en materias de financiación alternativa excesivamente estricta; es decir, más de la mitad de la muestra consideró los límites impuestos demasiado rígidos. El descontento fue menor en relación a la legislación que actualmente está en vigor, siendo excesiva para el 21%. Un 15% admitió desconocer la normativa y un 9% declaró que la legislación específica que regule esta materia es inexistente. Se puede afirmar, por tanto, que la población española considera inadecuada la normativa reguladora de la financiación alternativa, lo que indica que esta debería ser objeto de estudio y revisión.

Esta situación contrasta con la europea donde el 18% de la muestra considera adecuada la normativa referente a financiación alternativa. Hay mayor diversidad de opiniones, existiendo tanto valoraciones positivas como negativas. El número de personas que no quisieron opinar o que desconocían esta legislación fue menor en Europa que en España (10% frente al 15% español), lo que confirma el bajo grado de cultura financiera de nuestro país en comparación con el resto de componentes de la Unión Europea.

Figura 23: Percepción de la legislación europea relativa a la financiación alternativa



Fuente: The European Alternative Finance Benchmarking Report, 2015

Como se puede observar en la figura 23, únicamente un 24% considera que la normativa propuesta es excesiva frente a un 3% que las considera adecuadas. En cambio, la legislación vigente es considerada demasiado estricta por un 21%, adecuada por un 18% e insuficiente para un 4%.

El 28 de abril de 2015 se publicó en el BOE la Ley de fomento de la financiación empresarial. En su título V se regula por primera vez el crowdfunding, aunque únicamente aquel en el que se espera recibir una contraprestación económica a cambio de la inversión de capital; es decir, el basado en recompensas, así como el basado en donaciones, quedan al margen de lo establecido en esta ley. A pesar de que la financiación participativa basada en beneficios o royalties incluye la percepción de una cuantía económica a cambio de la inversión de un capital, en el artículo 50 de esta ley solo se contemplan el equity crowdfunding y el crowdlending.

Su ámbito de aplicación es el territorio nacional, y quedan excluidas aquellas operaciones realizadas por inversores residentes en España en plataformas con domicilio social en el extranjero, siempre y cuando la empresa financiada no busque o limite su búsqueda de clientes al territorio.

La presente ley define el concepto de plataformas de financiación participativa como

Empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.

Para poder operar, las plataformas de crowdfunding deberán estar inscritas en su correspondiente registro de la CNMV. Excluye de esta definición, como se ha mencionado anteriormente, a las plataformas de crowdfunding basado en donaciones, recompensas o crowdlending sin intereses.

Las plataformas podrán invertir en proyectos publicados en su página web únicamente hasta un 10% de la financiación total requerida, y deberán informar a los inversores de las características de esta participación.

A su vez, dentro del concepto de inversor diferencia dos clases: los inversores profesionales o acreditados y los inversores corrientes.

Se entiende como inversor acreditado:

1. Aquella persona física o jurídica que cumpla los requisitos contemplados en el artículo 78 bis 3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, apartados a), b) y d).
2. Que reúna **dos** o todas las condiciones siguientes:
 - Activo \geq 1.000.000€
 - INCN \geq 2.000.000€
 - Recursos propios \geq 300.000€
3. Personas físicas que hayan solicitado previamente ser considerados inversores acreditados y renunciado expresamente a su condición de cliente no acreditado, cuando posean un patrimonio financiero de al menos 100.000€ o ingresos anuales superiores a 50.000€.
4. Pequeñas y medianas empresas y personas jurídicas que hayan solicitado ser considerados inversores acreditados y renunciado expresamente a ser considerados clientes no acreditados.
5. Personas físicas o jurídicas que acrediten haber contratado servicios de asesoramiento financiero sobre las formas de financiación de la plataforma por parte de una empresa de servicios de inversión autorizada.

Aquellos inversores acreditados contemplados en los puntos 3 y 4 anteriores que no realicen inversiones durante 12 meses o lo soliciten por escrito dejarán de serlo, pudiendo recuperar la condición de acreditado cuando cumplan lo establecido en dichos puntos. Las personas físicas o jurídicas que no cumplan los requisitos expuestos anteriormente serán considerados inversores no acreditados.

Para proteger a los inversores no profesionales, estos deberán confirmar ser conocedores de los riesgos que conlleva invertir en este tipo de proyectos, y únicamente se les permitirá destinar 3.000€ a cada uno de los proyectos publicados por una misma plataforma, hasta un máximo de 10.000€ durante 12 meses dentro de la misma. En el caso de los inversores acreditados, deberán confirmar el conocimiento de las condiciones legales relacionadas con ellos. Esto es, su mayor exposición a los riesgos y por tanto menor protección legal.

Uno de los aspectos a destacar de esta ley es el establecimiento de límites a estos promotores. Podrán publicar únicamente un proyecto por plataforma, y la cuantía máxima total a solicitar será de cinco millones de euros en cómputo anual para aquellos que estén destinados a inversores profesionales, mientras que se limitarán a los dos millones aquellos proyectos dirigidos a inversores corrientes.

En lo referente a la legislación relativa al crowdlending y al equity crowdfunding, estos se registrarán por el régimen jurídico al que estén sujetos. Cuando el promotor de los préstamos sea una persona física, se deberá incluir en la información relativa al proyecto el **Currículum** del mismo, su **domicilio** y una **descripción de su situación financiera y de endeudamiento**. En cambio, cuando el promotor sea persona jurídica, igual que en el caso de emisión de valores en equity crowdfunding, la información a incluir será una **descripción de la sociedad, de sus órganos y actividades; currículum de administradores y directores; denominación social, domicilio, dirección del dominio de internet y número de registro del emisor; tipo de empresa, número de trabajadores y descripción de sus situación financiera y de endeudamiento**, así como los **Estatutos** si se trata de acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital.

Cuando la financiación se obtenga mediante préstamos el proyecto deberá especificar:

- **Tipo** de préstamo, **cuantía** y **duración** del mismo.
- **Tasa anual equivalente**.
- **Coste total** del préstamo. Aquí se incluirán comisiones, intereses, impuestos y demás gastos, incluidos los de notaría.
- Tabla de **amortizaciones**, indicando cuantía, frecuencia y total de pagos.
- **Interés de demora**, consecuencias del impago y gastos asociados al mismo.
- **Garantías** incluidas, así como posibilidad o no de cancelación, reembolso anticipado o indemnización.

Queda prohibida la incorporación de garantías hipotecarias sobre la vivienda habitual del prestatario.

En cambio, cuando se trate de acciones, participaciones u otros valores, la información a incluir en el proyecto será:

- **Descripción del valor** (acción, participación, etc.).
- **Características y riesgos** de la inversión.
- Especificación de si se trata de **títulos** o de **anotaciones en cuenta**.
- **Derechos** asociados a los valores, incluyendo limitaciones y forma de ejercicio.
- **Garantías asociadas**.

5.4 El Crowdfunding en España

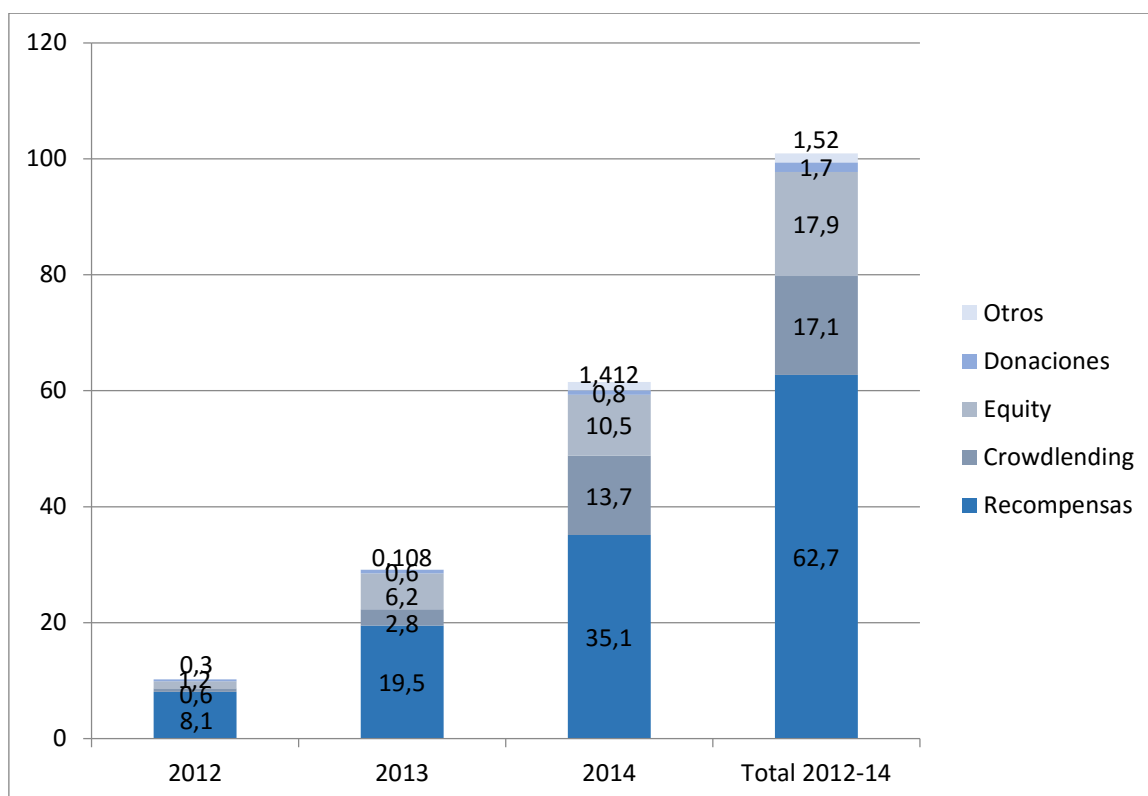
A pesar de que el 80% de la financiación externa de las empresas españolas es bancaria, algo que puede hacer parecer a nuestro país algo anticuado, el crowdfunding ha sido acogido con gran entusiasmo (University of Cambridge, 2015). La pérdida de la confianza que ofrecían antaño las instituciones financieras, así como otros medios de financiación alternativa, ha favorecido el crecimiento de la financiación colectiva en los últimos años.

En el año 2012, los fondos conseguidos mediante proyectos de crowdfunding ascendieron a 10,2 millones de euros. De estos, 8,1 se recaudaron en plataformas basadas en recompensas, 0,6 por crowdlending y 1,2 mediante equity crowdfunding. De 2012 a 2013 el crecimiento en cuanto a volumen recaudado en financiación colectiva fue de un 190%: 19,5 millones mediante recompensas, 2,8 por crowdlending, 6,2 en equity, 0,6 mediante donaciones y 0,108 por otros medios, sumando un total de 29,208 millones de euros. De 2013 a 2014 el crecimiento volvió a

ser sorprendente. Se consiguieron 61,512 millones de euros, un 114% más que el año anterior. De estos, 35,1 millones fueron gracias al crowdfunding basado en recompensas, 13,7 por crowdlending, 10,5 por equity y 0,8 por donaciones. Es decir; este último año ha cobrado especial importancia para el equity crowdfunding.

En total, en el periodo 2012-2014 las plataformas de crowdfunding recaudaron más de 100 millones de euros en nuestro país, siendo la principal fuente de ingresos las plataformas basadas en recompensas. Sin embargo, las otras modalidades también muestran una tendencia de crecimiento positiva, por lo que las expectativas de las mismas son favorables en el futuro cercano. La figura 24 muestra el crecimiento que ha experimentado esta modalidad de financiación durante estos años.

Figura 24: Volumen de recaudaciones en España (en millones de euros)

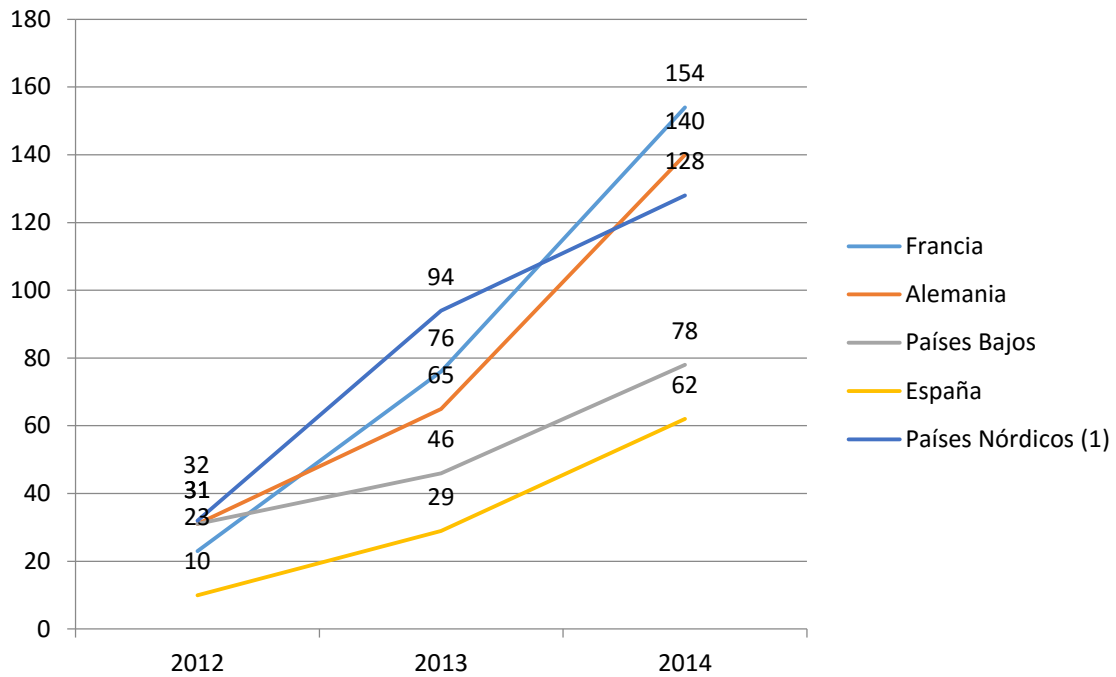


Fuente: Elaboración propia a partir de "The European Alternative Finance Benchmarking Report"

A pesar de que las cantidades recaudadas aumentan de manera considerable año tras año, España aún tiene un largo camino por recorrer para alcanzar a otros países de la Unión Europea.

Con 34 plataformas activas, los niveles de ingresos por crowdfunding en nuestro país son mucho menores que los de países como Francia, Alemania o Países Bajos, con 33, 31 y 31 plataformas respectivamente (University of Cambridge, 2015). La evolución de estos también ha sido positiva y ha aumentado en el periodo estudiado, especialmente en Francia y Alemania, los cuales han incrementado notoriamente sus recaudaciones de 2013 a 2014, superando a los países nórdicos.

Figura 25: Volúmenes recaudados por país y año (en millones de euros)



(1) Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia

Fuente: Elaboración propia a partir de "The European Alternative Finance Benchmarking Report"

De los datos anteriores podemos sacar las siguientes conclusiones:

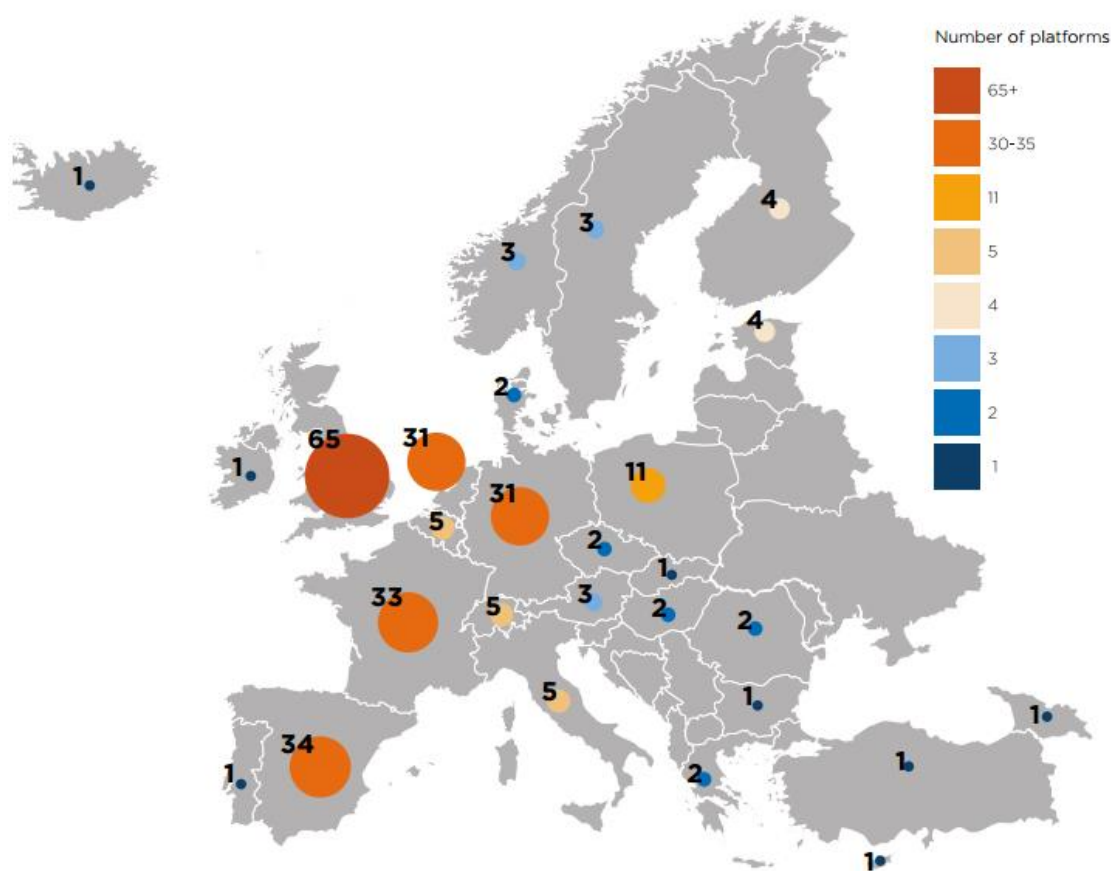
- La financiación colectiva basada en recompensas es la que mayores fondos capta.
- El crowdlending es el que mayor tasa de crecimiento ha experimentado en el último año en España (un 363%).
- El crowdfunding en general está en expansión en nuestro país.
- El volumen recaudado es independiente del número de plataformas activas.

El resto de países del continente americano poseía un número insignificante de plataformas, a excepción de Brasil con 21 y Canadá con 17 plataformas.

La situación en Australia y Asia es similar, existiendo 18 y 16 plataformas en 2012, respectivamente. En cambio, el continente africano apenas poseía 4 plataformas en dicho año.

Europa, en cambio, era y continúa siendo el segundo continente con mayor número de plataformas (Massolution, 2012). La situación en 2012, donde se recogían 188 plataformas, era similar a la actual; Reino Unido localiza el mayor número de plataformas y capta el mayor volumen de fondos mediante este sistema. El número de plataformas concentradas en Europa en 2014 fue de 255, de las cuales 65 pertenecían a Inglaterra (University of Cambridge, 2015).

Figura 27: Distribución de las plataformas de crowdfunding en Europa (año 2014)



Fuente: The European Alternative Finance Benchmarking Report

En términos generales, el número de plataformas en los distintos países de la Unión se ha incrementado o mantenido, excepto en casos como el de Italia, Portugal, Bélgica, Dinamarca o Irlanda, donde su importancia era menor y se ha visto todavía más reducida. Los países que recogían numerosas plataformas en 2012 han aumentado en mayor medida, especialmente España y Reino Unido.

En lo referente a la legislación, España es el que mayores límites fija a sus inversores. A continuación analizaremos la legislación presente en Canadá, Estados Unidos, Nueva Zelanda, Francia, Reino Unido, Alemania e Italia.

Canadá

Las provincias British Columbia, Saskatchewan, Manitoba, Québec, New Brunswick y Nova Scotia adoptaron en mayo de 2015 nueva normativa en materia de crowdfunding. Star-tups y empresas Early Stage podrán captar fondos hasta los 500.000 dólares al año. Los inversores podrán invertir hasta 1.500 dólares cada vez, pudiendo recapacitar durante 48 horas sobre esta decisión. Las compañías beneficiarias o *fundraisers* podrán recaudar hasta 250.000 dólares por proyecto, estando autorizadas a lanzar hasta dos proyectos al año, los cuales tienen una duración máxima de 90 días (CBC News, 2015).

La normativa adoptada por Ontario, sin embargo, incluye límites distintos. De esta forma los inversores en dicha provincia podrán destinar hasta 2.500 dólares por inversión hasta un límite de 10.000 dólares al año. En cambio, start-ups y Early Stage podrán recaudar fondos de hasta un millón y medio de dólares por año (CBC News, 2014).

Estados Unidos

Igual que ocurre en Canadá o España, Estados Unidos obliga a sus plataformas a asegurarse de que los inversores conocen los riesgos que conllevan los proyectos de crowdfunding. Dichas plataformas deben registrarse en la SEC (Securities and Exchange Commission), bien como brokers o bien como portales de captación de fondos, y también inscribirse en alguna agencia reguladora (Cunningham, 2012).

En cuanto a los límites fijados para la inversión, los particulares podrán destinar 2.000 dólares o hasta el 5% de sus ingresos netos si estos son inferiores a 100.000 dólares. Si son superiores, podrán invertir hasta el 10% de los mismos con un máximo de 100.000 dólares. Las compañías que durante su último año hayan registrado beneficios inferiores al billón de dólares (conocidas como *Emerging Growth Companies* o EGC) únicamente podrán invertir hasta un millón de dólares al año (Cunningham, 2012).

The JOBS Act (legislación que regula el crowdfunding), como la legislación española, diferencia entre inversores acreditados y no acreditados. Los primeros son aquellas personas cuyo beneficio neto anual de alguno de los dos últimos años haya sido superior a 200.000 dólares, o a 300.000\$ en conjunto con su cónyuge. Igual que en el caso español, los límites para inversores no acreditados son mucho más estrictos que los relativos a inversores acreditados (Cunningham, 2012).

Nueva Zelanda

The Financial Markets Authority (FMA) reguló en 2013 el equity crowdfunding y el crowdlending (Buddle Findlay, 2013), los cuales son considerados legalmente desde entonces como mecanismos de financiación alternativa (Schroter, 2014). Aunque no estableció límites a las inversiones de los particulares, sí lo hizo con las cantidades recaudadas por las empresas. Los *fundraisers* pueden financiarse hasta con 2 millones de dólares al año (Schroter, 2014). Además, la legislación obliga a las plataformas a informar a los promotores previa inversión de los riesgos asociados, tasas, comisiones y otros servicios, y gestionar las quejas y disputas que puedan darse (Cotton, 2015).

En cambio, el crowdfunding basado en donaciones no se rige por normativa alguna. Los individuos donan fondos libremente y los proyectos no tienen un límite de fondos a recaudar, siendo esta decisión de la asociación o persona que inicie el mismo.

La regulación del crowdfunding ha beneficiado a numerosas compañías, especialmente pequeñas y medianas empresas. La venta de acciones o participaciones sociales en este tipo de empresas llevaba asociados unos costes muy elevados al deberse cumplir los requisitos establecidos en la *Securities Act* de 1978 (Buddle Findlay, 2013).

Francia

Al contrario que en los países anteriores, Francia no establece máximos a sus inversores. Sin embargo, obliga a las plataformas a comprobar que estos disponen del capital suficiente para hacer frente a las mismas (Root, 2014). Tampoco establece capital mínimo para poder constituir una plataforma (Cañete, 2014b).

Sin embargo, sí existen limitaciones en el ámbito del crowdlending. Cada individuo podrá aportar hasta 1.000€ por proyecto, pudiendo la empresa recaudar hasta 1 millón de euros. En cuanto al crowdfunding basado en donaciones o en recompensas, cuando la plataforma recaude más de 3 millones de euros deberá cambiar su estatus para poder continuar la captación de fondos (Root, 2014).

Igual que Estados Unidos o España, Francia también diferencia entre inversores acreditados y no acreditados. Sin embargo, la forma que tiene este país para protegerlos no es el establecimiento de límites como ocurría en los países analizados anteriormente; la legislación francesa aboga por la transparencia (Cañete, 2014b). Los inversores disponen de toda la información sobre la empresa y el proyecto antes de realizar la inversión, y una vez efectuada esta se les otorgan derechos de voto. Además, igual que en el resto de países, deben confirmar que entienden los riesgos asociados con la operación (Root, 2014).

Francia es el segundo país de la Unión Europea que más recauda mediante el crowdfunding, tras el Reino Unido. Esto se debe en gran medida a la ausencia de límites a los inversores (University of Cambridge, 2015).

Reino Unido

La FCA (Financial Conduct Authority), en su declaración política CP13/13 establece límites y normativa específica para los modelos de crowdlending y equity crowdfunding, también conocido como crowdinvesting. Esta propuesta legislativa entró en vigor en abril de 2014 y es aplicable a empresas que utilicen o vayan a utilizar plataformas de crowdlending o crowdinvesting. De esta forma, aquellas compañías que operen mediante financiación colectiva basada en donaciones o recompensas no precisan de autorización por la FCA.

En el primer modelo se exige a las empresas que se beneficien de él mantener el 0,3% de los 50 primeros millones + el 0,2% de los 450 millones siguientes y el 0,1% de aquellas cantidades que superen los 500 millones o el pago fijo de 20.000 dólares. Esta cantidad variará a partir de abril del 2017, pasando a ser de 50.000 dólares.

Para proteger a inversores potenciales, estos deben recibir información de contacto de la empresa, prueba de que esta ha sido autorizada por la FCA, cuáles son los posibles resultados a

esperar, la política de conflicto de intereses empresarial, posibles costes y cargos y detalles sobre las medidas de salvaguarda del dinero de los inversores. Además, deberá firmarse por escrito un acuerdo en el que se establezcan los derechos y obligaciones del cliente y se deberá informar periódicamente de las transacciones que se realicen, debiendo enviar esta información al menos una vez al año. Los inversores que no estén satisfechos con los servicios recibidos deberán presentar sus quejas a la propia empresa, la cual dispone de ocho semanas para estudiar la misma y contactar con el cliente. Después, el proceso queda en manos de la FOS (Financial Ombusman Service).

Las empresas deberán informar a la FCA de elementos como su tasa de retorno, número de inversores, cantidades invertidas, tipo de interés, etc.

En cuanto la normativa reguladora del crowdfunding, la FCA limita la venta de valores que pertenezcan a un sistema de inversión colectiva no regulado a inversores profesionales, a aquellos que puedan ser considerados como “inversores sofisticados” y a clientes que acrediten tener un patrimonio elevado. A su vez, cuando se trate de acciones o valores de deuda no cotizados, estos solo podrán ser ofrecidos a inversores sofisticados, con elevado patrimonio, a aquellos que se comprometan a recibir asesoramiento en relación a los mismos por una autoridad reconocida, o a clientes que no vayan a invertir más del 10% de su patrimonio en las mismas (también denominados “inversores restringidos”).

La FCA en su Conduct Of Business Sourcebook (COBS) define los conceptos de *inversores sofisticados* o auto-certificados como sofisticados, e inversores con elevado patrimonio. Los primeros deberán poseer una certificación escrita firmada dentro de los 36 meses anteriores por una empresa que confirme que este ha recibido asesoramiento por la misma y alcanzado un conocimiento suficiente de los riesgos en inversiones de este tipo. Deberán además haber firmado en el último año un comunicado que dicte:

I make this statement so that I can receive promotional communications which are exempt from the restriction on promotion of non-mainstream pooled investments. The exemption relates to certified sophisticated investors and I declare that I qualify as such

I accept that the investments to which the promotions will relate may expose me to a significant risk of losing all of the money or other property invested. I am aware that it is open to me to seek advice from an authorised person who specialises in advising on non-mainstream pooled investments.

Signature:

Date:

Aquellos que se auto-certifiquen como inversores sofisticados declararán además entender las implicaciones que conllevan este tipo de inversiones y acreditarán el cumplimiento de al menos una de las siguientes características:

- Haber sido miembro de algún grupo de business angels durante al menos los 6 meses anteriores.

- Haber realizado inversiones en empresas no cotizadas en los dos últimos años.
- Trabajar o haber trabajado en los dos últimos años a título profesional en el sector del capital privado o proporcionando financiación a pymes.
- Ser o haber sido en los dos últimos años director de una compañía con beneficios superiores al millón de libras.

Los segundos deberán haber firmado una certificación similar a la anterior, en la cual se incluirá una confirmación de haber recibido ingresos superiores a las 100.000 libras o de haber disfrutado durante el año anterior de un patrimonio superior a las 250.000. No se considerarán patrimonio a estos efectos la propiedad en la que se resida o los préstamos adquiridos en los que se haya utilizado esa propiedad como garantía, derechos en virtud de un contrato de calificación de seguros, o aquellas pensiones u otros que sean pagaderos tras la muerte o retiro del individuo y que sus descendientes sean o puedan ser titulares.

Inglaterra es el país de la UE que mayor volumen de transacciones alcanza. El 80% de los fondos recaudados en Europa en 2014 fueron en el Reino Unido (University of Cambridge, 2015).

Alemania

Igual que ocurre en el Reino Unido, para poder financiarse mediante el crowdfunding en Alemania, a excepción de empresas que recauden fondos de hasta 2,5 millones de euros (Irene, 2015) o que tengan por objeto el corretaje de inversiones y contratos (Bustillo, 2014) es necesario el permiso del BaFin (Cañete, 2014b), la Autoridad Federal de Supervisión Financiera. Esta autorización deberá estar por escrito (Cañete, 2014b) y en inglés se conoce bajo el término *prospectus*.

De nuevo nos encontramos ante un país que diferencia entre inversores minoristas o no acreditados e inversores profesionales o acreditados. Los primeros podrán destinar hasta 1.000€ a cada inversión, ampliándose este límite a 10.000€ si confirman el conocimiento de los riesgos que conlleva la operación. Los segundos, en cambio, podrán invertir las cuantías que consideren oportunas en función del riesgo y rentabilidad de la operación.

A pesar de los límites que este país establece a inversores y plataformas, es el tercer país europeo que mayores volúmenes de fondos recauda dentro de la Unión Europea (University of Cambridge, 2015).

Italia

Fue el primer país europeo en emitir normativa reguladora del crowdfunding aunque esto no se vio reflejado en el éxito de la financiación colectiva (Pymnts, 2015). Únicamente 4 proyectos de crowdinvestment alcanzaron su objetivo (Tordera, 2015) debido a las estrictas restricciones que la legislación exigía a las empresas para poder utilizar esta vía de financiación. Esta situación llevó al gobierno italiano a modificar la legislación para que pudiese beneficiarse de esta un mayor número de pymes (Pymnts, 2015).

La normativa emitida en 2013 únicamente permitía a aquellas startups reconocidas como tales por la Cámara de Comercio (Tordera, 2013); es decir, aquellas que estuvieran registradas. Para poder llevar a cabo una campaña, estas requerían que un inversor profesional, una fundación bancaria o un “business angel” suscribiese un porcentaje igual o superior al 5% del capital a

recaudar, siendo este como máximo de 5 millones de euros (Tordera, 2013). En el caso de que dicho inversor enajenase tal participación a un tercero, el resto de inversores tiene el derecho de retirarse vendiendo sus acciones (Tordera, 2013).

La nueva legislación relativa al equity crowdfunding amplía el acceso a la financiación mediante este mecanismo a pymes cuyo beneficio anual sea inferior a los 50 millones de euros, siempre y cuando cumplan una de las siguientes condiciones (Tordera, 2015):

- Que el 3% de sus ventas o costes (el que sea mayor) sea originado por actividades de I+D.
- Que un tercio de los empleados posea estudios universitarios primarios, o que un quinto esté cursando o haya obtenido un doctorado.
- Que sea propietaria de una patente.

Además, la anterior modificación también permite a los fondos de inversión Early Stage beneficiarse de la inversión colectiva. De esta forma ya no serán las empresas startup las únicas beneficiarias del crowdfunding (Tordera, 2015).

El CONSOB, equivalente a la CNMV española, no limita la inversión a un determinado tipo de inversor; basta con demostrar que se tiene consciencia de los riesgos asociados a dicha inversión y que se poseen los recursos necesarios para hacer frente a posibles pérdidas (Tordera, 2013).

Únicamente se permite la creación de plataformas de crowdfunding a bancos o entidades financieras y a aquellos individuos que cumplan determinados requisitos de profesionalidad y confianza, como la experiencia suficiente en determinados ámbitos financieros o carecer de antecedentes penales (Tordera, 2013).

5.6 Tres grandes proyectos financiados por el micro mecenazgo

La estatua de la libertad

El crowdfunding analógico ha sido utilizado para financiar proyectos tan increíbles como la estatua de la libertad o conciertos del propio Mozart (Schroter, 2014). Sin embargo, Internet permite propagar la información en cuestión de segundos, por lo que la inexistencia del mismo en la antigüedad ralentizaba los procesos de financiación colectiva. Las facilidades de acceso a la información actuales permiten conseguir grandes sumas de dinero en cuestión de minutos, algo que resultaba imposible en épocas anteriores. Mozart, a pesar de su fama, tardaba hasta dos años en financiar sus conciertos mientras que con plataformas como Verkami, se recaudan fondos para conciertos en menos de 40 días.

En 1865 se celebró un gran banquete en la ciudad de Versalles. Allí se conocieron Edouard de Laboulaye, abogado e historiador, y Frédéric-Auguste Bartholdi, escultor. Ambos decidieron homenajear el centenario de Estados Unidos haciendo al país un imponente regalo: una gran estatua (Piñeiro, 2008).

Los costes del monumento serían sufragados por los franceses y los del pedestal por los americanos. Los primeros se estimaron inicialmente en 400.000 dólares y para poder hacer frente a los mismos se creó en 1874 la Unión Franco-Americana. De esta forma, y mediante la

celebración de fiestas, espectáculos, concursos, etc. se fueron recaudando poco a poco los fondos. En 1884 la estatua estaba terminada (Piñeiro, 2008).

Sin embargo, todavía había que desmontarla y enviarla a América. Aún se requerían 100.000\$ para poder hacerlo y las perspectivas de conseguirlos no eran nada alentadoras. Fue entonces cuando Joseph Pulitzer, director del *New York World*, tuvo una brillante idea: solicitar a sus lectores que contribuyeran a la causa. *Ningún lector era demasiado humilde, ninguna donación demasiado pequeña, y cada persona que contribuyera recibiría una mención en el periódico* (Piñeiro, 2008). Gracias al crowdfunding y a la generosidad de los lectores del *New York World*, se recaudaron 120.000\$ y el monumento fue llevado a América.

La campaña seguida para financiar la Estatua se aprecia en la siguiente imagen.

Podemos

El partido de Pablo Iglesias rechaza la financiación ofrecida por los bancos y obtiene los recursos que necesita para sus campañas de aportaciones de los ciudadanos. En junio de 2014 había recaudado, desde que se inició el partido, 100.997€ gracias al crowdfunding (Otto, 2014b).

Actualmente el proyecto principal del partido es la denominada *Ruta del cambio*, mediante la cual buscan recorrer España para conocer quejas, opiniones y cambios sugeridos por los ciudadanos de todo el país. Su objetivo es recaudar 31.750€, de los cuales ya han conseguido 19,362.64€ (Podemos, 2015).

El éxito de su iniciativa de crowdfunding demuestra que tanto partidos políticos como empresas escasas de recursos pueden conseguir financiar sus proyectos utilizando esta herramienta sin depender así de la financiación bancaria, y además en mejores condiciones.

Podemos no es el único partido político que ha aumentado su popularidad gracias a esta herramienta. En Estados Unidos, el propio Barack Obama realizó una campaña de crowdfunding en 2008 gracias a la cual potenció su presencia en internet y aumentó su impacto en la opinión pública (Huang, 2008). El crowdfunding no permite únicamente obtener financiación del exterior, sino que es capaz de mejorar la imagen de empresas o partidos.

The Pebble E-Paper Watch

Pebble Technology Corporation (PTC) consiguió recaudar 10.266.845 dólares en 37 días para desarrollar este reloj inteligente, siendo uno de los primeros en tener un precio asequible en el mercado (Schroter, 2014). 68.929 patrocinadores apoyaron económicamente este proyecto y es a día de hoy el que más fondos ha recaudado en una plataforma de crowdfunding. La comunidad mediante la cual se realizó esta operación fue Kickstarter y este proyecto fue el más rápido en conseguir el millón de dólares, en tan solo 30 minutos (Sung, 2015).

La campaña llevada a cabo por Pebble en la plataforma ofrecía a los inversores distintos premios en función del tipo de donación que realizaran.

Figura 28: Recompensas entregadas en la campaña de Pebble por dólar invertido

Reward	USA*	Canada*	International*
Early Bird Black Pebbles.	\$ 99.00	\$ 109.00	\$ 114.00
One Black Pebble.	\$ 115.00	\$ 125.00	\$ 130.00
One Color Pebble.	\$ 125.00	\$ 135.00	\$ 140.00
Two Black Pebbles.	\$ 220.00	\$ 230.00	\$ 235.00
Hacker Special.	\$ 235.00	\$ 255.00	\$ 265.00
Two Color Pebbles.	\$ 240.00	\$ 250.00	\$ 255.00
Office Pack. (Five Pebbles, any colour)	\$ 550.00	\$ 560.00	\$ 565.00
Distributor Pack. (Ten Pebbles, any colour)	\$ 1,000.00	\$ 1,010.00	\$ 1,015.00
Custom Watchface + five Color Pebbles.	\$ 1,250.00	\$ 1,260.00	\$ 1,265.00

*All values listed in USD

Fuente: Otten (2012) Plataforma Kickstarter

Las primeras 200 personas que donaron 99 dólares al proyecto recibieron un smartwatch Pebble negro valorado en 150\$ y lo mismo los primeros 40.799 en donar 115 dólares. A los 14.350 que aportaron 125\$ se les entregó un Pebble del color que escogieran y a los 3.800 que pagaron 220\$ dos smartwatch negros. Los 100 primeros en donar 235\$ recibieron la "Hacker Special": un prototipo del reloj Pebble en agosto y acceso al SDK (Software Development Kit) para poder codificar y crear aplicaciones, además de otro smartwatch cuando el resto de relojes estuvieron fabricados. 4.925 personas aportaron 240\$ y recibieron dos relojes de colores, novecientos 550\$ a cambio de cinco, cuatrocientos ochenta y dos ofrecieron 1.000\$ por diez smartwatch de colores, veinte 1.250\$ a cambio de 5 y uno personalizado, y treinta y uno 10.000\$ por 100 Pebbles de colores. En todos los casos el envío fue gratuito para Estados Unidos y a coste de 10\$ para Canadá y 15\$ para otros países (Cunningham, 2012).

Además, 8 días antes de que finalizara el plazo para aportar fondos, ofrecieron al público contribuir con 1\$ y recibir las últimas noticias, alertas e información acerca de Pebble. 2.615 personas donaron fondos de esta forma (Cunningham, 2012).

Pero, aunque los fondos se obtuvieron a una velocidad sin precedentes, su primer reloj no estuvo disponible en el mercado hasta 10 meses después de que finalizara la campaña de recaudación de fondos. Los patrocinadores del mismo, conforme pasaron los primeros meses, empezaron a dudar de la veracidad del proyecto y transmitieron a Kickstarter su disconformidad, lo cual llevó a la plataforma a lanzar el mensaje "Kickstarter Is Not a Store" (Schroter, W., 2014) a pesar de que en ella se ofrezcan productos a cambio de dinero.

It's hard to know how many people feel like they're shopping at a store when they're backing projects on Kickstarter, but we want to make sure that it's no one. Today we're introducing a number of changes to reinforce that Kickstarter isn't a store — it's a new way for creators and audiences to work together to make things. We'd like to walk you through these changes now (Strickler, Chen, y Adler, 2012).

5.7 Recomendaciones

A pesar de que nuestro país es el segundo de la Unión Europea en número de plataformas, está por debajo de la mayoría de países en cuanto a volúmenes recaudados. La principal causa de esto es la restrictiva legislación presente en España, la cual, para proteger al inversor, limita los importes a recaudar por proyecto y plataforma y las cantidades a invertir para cada tipo de inversor.

La escasa cultura financiera existente en nuestro país obliga al Gobierno a tomar esta serie de medidas, por lo que el principal objetivo debe ser mejorarla para así poder potenciar alternativas a la financiación bancaria. La oferta de cursos sobre instrumentos financieros en universidades y colegios fomentaría el nivel cultural de la población más joven. La emisión de cortos televisivos analizando diferentes modalidades de financiación o la referencia a ejemplos de crowdfunding que hayan alcanzado resultados destacables permitiría a la población de mayor edad conocer la existencia, características y beneficios que se pueden alcanzar utilizando este tipo de financiación.

España es uno de los países con límites más restrictivos en materia de crowdfunding. A pesar de la aceptación y crecimiento que ha experimentado este, la legislación vigente ralentiza el progreso por lo que sería conveniente la revisión en materia legislativa del crowdfunding. Además, estas limitaciones suponen el fracaso de numerosos proyectos con necesidades financieras superiores a las contempladas en la ley (una novena parte de las start-ups no logran alcanzar sus objetivos financieros) (Otto, 2014a).

Partiendo de una población financieramente formada, las restricciones establecidas en la Ley de fomento de la financiación empresarial podrían suavizarse reduciendo o eliminando los límites a la inversión como ocurre en países como el Reino Unido o Francia, donde los volúmenes recaudados por las plataformas de crowdfunding son mucho mayores. De esta forma, ofreciendo a los inversores toda la información relativa a la plataforma de crowdfunding, al proyecto y al riesgo y rentabilidad asociados a los mismos, se alcanzaría la transparencia necesaria para que estos pudiesen tomar decisiones adecuadas. Las empresas cuyos proyectos sean objeto de crowdfunding deberían ser las responsables del riesgo que estas inversiones suponen para aquellos que destinan sus fondos a los mismos (Otto, 2014a).

También sería recomendable mejorar la comunicación entre los desarrolladores del proyecto y los inversores. En muchas ocasiones las malas experiencias vividas por algunos inversores afectan negativamente a la reputación del crowdfunding, disminuyendo su atractivo. Kickstarter quedó al margen de estas relaciones con su lema "Kickstarter is not a store", pero este comunicado no soluciona la falta de comunicación en numerosas ocasiones entre unos y otros. Igual que ocurre con las ventas por internet, donde los compradores valoran y puntúan la actitud de los vendedores y el trato de los mismos, la comunicación continuada entre desarrolladores e inversores contribuiría a dar buena publicidad al crowdfunding.

Por último, para incrementar la publicidad de esta alternativa, el Gobierno debería invitar a organismos públicos a invertir en proyectos de crowdfunding. Así, aquellos inversores de

carácter más conservador aumentarán su confianza en este instrumento. Bancos y entidades financieras también deberían publicitarlo, tanto a inversores como a pymes, para que ambas partes conozcan las características, riesgos y beneficios que implica.

Reducir el escepticismo que genera el crowdfunding debe ser la principal prioridad del mismo. La mala publicidad de algunos proyectos y la elevada tasa de fracaso frenan a las pymes más tradicionales, lo cual las perjudica sobremanera. Para ello, es muy importante dar a conocer esta alternativa e incrementar su atractivo, por ejemplo, aumentando las deducciones fiscales.

6. ANALOGÍA Y DIFERENCIAS ENTRE CAPITAL RIESGO Y CROWDFUNDING

6.1 Similitudes

Como se ha observado en los apartados anteriores tanto el capital riesgo como el crowdfunding son alternativas en las cuales el inversor **no busca el control** de la empresa, sino proporcionarle la financiación que necesita y obtener por ello una rentabilidad. El objetivo es apoyar a la empresa en los momentos de mayor necesidad para posteriormente dejar paso a otro socio, que podrá ser externo o no a la empresa. En el contrato de entrada se deberán pactar las condiciones del mismo, así como la forma de salida, duración, etc.

A pesar de que el crowdfunding recoge cinco modalidades distintas, dos de ellas coinciden en forma con el capital riesgo. La entrada **vía capital** del capital riesgo se realiza del mismo modo que el **crowdinvesting**; el inversor, bien sea de capital riesgo o de crowdfunding, adquiere acciones de la empresa y de esta forma inyecta capital en la misma. Si la entrada se realiza **vía préstamos** se equipara al **crowdlending**. Se otorga un préstamo a la pyme bajo unas determinadas condiciones y a cambio de cuotas periódicas de capital e intereses. En este último los intereses tributan del mismo modo que los intereses bancarios, por lo que son deducibles en el impuesto de sociedades del beneficiario, considerándolos gastos financieros.

A su vez, ambos instrumentos poseen **carácter temporal** ya que el objetivo no es permanecer en la empresa como socio, accionista o acreedor en el caso de otorgar préstamos, sino obtener un beneficio por la prestación o inversión de dicho capital. Podemos decir, por tanto, que es una inversión con carácter **especulativo** a pesar de su elevada duración.

Se puede afirmar que tanto cuando se prestan fondos **vía capital** como **vía préstamos** la inversión es a **largo plazo**, por lo que la **liquidez** de la misma es **reducida**. Debido a este factor, los inversores deberán realizar un **análisis previo** de la empresa en la que se desee invertir para así reducir la incertidumbre y el riesgo que esta genera. Debido también a la duración de estos instrumentos, los **periodos de carencia** o tiempo transcurrido hasta que comienzan a hacerse patentes los resultados de la inyección de capital son, a su vez, elevados, siendo la media de 3 a 5 años.

Los **sectores** que mayores volúmenes de inversiones recogen son, para ambos instrumentos, el sector **tecnológico y de la innovación, telecomunicaciones, y de negocios**, fundamentalmente en **empresas emprendedoras y jóvenes**. Esto se debe en gran medida a que los emprendedores poseen un perfil más **arriesgado** que otro tipo de pymes debido a los reducidos resultados que poseen para apoyar su inversión y recibir de este modo financiación. Aquellos inversores o empresas con perfil más conservador optan por financiar sus proyectos por otras vías, por lo que sectores como la construcción, sector servicios, etc. prefieren formas de financiación más tradicionales.

La última coincidencia encontrada entre capital riesgo y crowdfunding es la relativa a las **deducciones fiscales** para las personas o entidades cedentes de capital. Aquellos inversores que, como personas físicas, inviertan en pymes tributarán únicamente un 20% para bases imponibles de hasta 6.000 euros, un 22% cuando esta se encuentre entre 6.000 y 50.000 y un 24% cuando supere esta última cantidad (El Economista, 2015). En el caso del capital riesgo, el incentivo fiscal es todavía mayor ya que el 99% de los beneficios obtenidos por la empresa de capital riesgo están exentos de tributar, lo que beneficia ampliamente a las ECR, SGFCR y FCR.

6.2 Diferencias

En el capital riesgo, un único inversor proporciona capital a una o varias empresas. Sin embargo, en el crowdfunding un colectivo de inversores proporciona capital a uno o varios proyectos.

En el primero, la duración de proceso de aceptación o rechazo de la propuesta de inversión en la pyme constituirá el periodo de espera para que esta obtenga la financiación deseada. Durante este tiempo la empresa de capital riesgo evaluará la propuesta, el historial, perspectivas, etc. de la pyme y a partir de estas tomará una decisión. Sin embargo, en el caso del crowdfunding, la empresa deberá enviar su propuesta a una Plataforma, donde se aceptará o rechazará su proyecto. Si se acepta, la pyme deberá lanzar su campaña online (de entre 30 y 82 de duración media en función del modelo de crowdfunding) y, si alcanza su importe objetivo, recibe la financiación. De lo contrario, siendo utilizado generalmente el Todo o Nada, la pyme deberá devolver a sus inversores el capital que estos le hayan proporcionado.

En cuanto a la participación de los inversores en cada modalidad, las empresas de capital riesgo ofrecen asesoramiento, contactos y un apoyo que es en muchas veces más valorado que la propia inyección de fondos. En cambio, el inversor de crowdfunding se limita a aportar sus recursos y a recibir información periódica sobre la evolución de la empresa.

Aquellas empresas con necesidades de capital superiores a los 5 millones de euros no podrán conseguirlos utilizando crowdfunding en una única plataforma, por lo que deberán diversificar sus fuentes de financiación o recurrir al capital riesgo. En este último los volúmenes de financiación que pueden proporcionar las empresas de capital riesgo son mucho más elevados y no poseen un límite, al ser el capital social mínimo de estas de 1,2 millones de euros y tener la obligación de invertir al menos el 60% de estos en las empresas cuyo objeto sea financiar.

Sin embargo, el alcance geográfico del crowdfunding es mucho mayor. Las plataformas de internet permiten publicitar los proyectos y captar fondos de multitud de zonas geográficas en cuestión de segundos. En cambio, la velocidad de difusión y el alcance geográfico del capital riesgo es mucho menor a pesar de las ventajas que ofrece internet para potenciarlo.

Si nos centramos en el punto de vista del inversor, el capital riesgo permite un menor número de inversiones por persona (física o jurídica). Debido a la necesidad de implicarse y asesorar a la empresa que presta apoyo, la empresa de capital riesgo únicamente podrá centrarse en un pequeño grupo de pymes para así controlar la situación. Sin embargo, los inversores de crowdfunding invierten cantidades reducidas, lo que les permite destinar fondos a un mayor número de empresas. De esta forma el riesgo asumido por un inversor de capital riesgo es mucho más elevado que el que soporta uno de crowdfunding, al no poder el primero diversificar sus inversiones. Este factor, sumado al hecho de que las cantidades invertidas por las ECR son mayores, implica que estas esperarán unas tasas de rentabilidad elevadas.

Las ECR pactarán las condiciones de salida de forma que la rentabilidad vaya en concordancia con el riesgo asumido. Generalmente se fijarán precios elevados de salida, los cuales deberán ser desembolsados por otros inversores ajenos a la empresa o por socios, accionistas o directivos de la misma en el caso de no encontrar compradores o no desear perder control de esta.

Por tanto, los costes que soporta la pyme cuando recurre al capital riesgo son la inclusión de la ECR en la toma de decisiones, y la posible obligación de recomprar finalizado el contrato las acciones que esta haya adquirido, a un precio previamente pactado. Como se ha mencionado previamente el capital riesgo no busca controlar la empresa por lo que no suele adquirir una participación mayoritaria; sin embargo, la pyme debe facilitar información a la ECR periódicamente e informarle de sus decisiones y posibles actuaciones, debiendo escuchar y considerar las opiniones de esta al respecto. En el caso de que estas acciones sean compradas por terceros, el coste para la empresa será mínimo, al no haber de desembolsar tal cantidad.

En cuanto al coste que supone el crowdfunding, puede resultar más elevado que el del capital riesgo. La pyme debe pagar las comisiones pertinentes a la plataforma, y a su vez debe satisfacer los costes que suponga la elaboración de su campaña. Por último, deberá entregar a los inversores la recompensa, beneficio, préstamo, etc. que se haya prometido en la campaña, y hacerlo en el tiempo pactado, ya que de lo contrario la publicidad negativa podría afectar a futuros proyectos de la empresa.

La última diferencia encontrada reside en el tipo de inversor. La empresa de capital riesgo al estar legalmente constituida y poseer sus integrantes una formación mínima, se puede clasificar como un inversor de carácter serio o profesional. Este estudiará en profundidad sus inversiones y evaluará riesgos y perspectivas detalladamente. En cambio, el requerimiento de tecnología y telecomunicaciones, la variedad de proyectos y modalidades de crowdfunding, su difusión en redes sociales y su reciente existencia y evolución hacen que el crowdfunding sea un instrumento financiero atractivo para una población más joven que la anterior, y con un perfil más emprendedor.

Tabla 15: Diferencias entre el capital riesgo y el crowdfunding

Diferencia	Capital Riesgo	Crowdfunding
Inversores	SCR, FCR o SGFCR	Múltiples
Duración proceso aceptación	Acuerdo	Plataforma + campaña
Participación inversor	Capital y asesoramiento	Capital
Volumen invertido	Elevado	Reducido
Límite por inversor	No	Sí
Alcance geográfico	Menor	Mayor
Rapidez difusión	Media-lenta	Elevada
Número inversiones	Pocas por inversor	Muchas por inversor
Riesgo	Elevado	Menor por diversificación y menor capital invertido
Rentabilidad	Elevada	Menor por lo anterior
Coste pyme	Poder decisión + salida ECR	Plataforma + campaña + pago
Perfil inversor	Serio	Joven y emprendedor

Fuente: Elaboración propia

6.3 Análisis DAFO

A continuación se analizarán las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de ambos instrumentos. Es recomendable que la empresa realice diversos DAFOs para poder tomar así mejores decisiones. De esta forma, con un DAFO sobre su situación y otro para cada una de las alternativas entre las que tenga que decidir, podrá analizar cuál es la mejor manera de corregir sus debilidades, afrontar sus amenazas, explotar sus oportunidades y mantener sus fortalezas.

Capital Riesgo

En primer lugar estudiaremos las debilidades y fortalezas por encontrarse en el ámbito interno de la pyme, y posteriormente se analizarán las amenazas y oportunidades de este instrumento, las cuales se encuentran en el área externa a la empresa.

Figura 29: DAFO Capital Riesgo

<p style="text-align: center;"><u>Debilidades</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Pérdida de control en favor ECR• Suministrar información periódica• Contratos complejos y restrictivos• Entrada de capital escalonada	<p style="text-align: center;"><u>Amenazas</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Escasa cultura financiera• Escepticismo• Situación del país• Otras alternativas de financiación
<p style="text-align: center;"><u>Fortalezas</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Asesoramiento y contactos• Largo plazo• Coste reducido• Aporta confianza a clientes	<p style="text-align: center;"><u>Oportunidades</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Crecimiento empresarial• Mejora imagen empresa

Fuente: Elaboración propia

Debilidades:

El capital riesgo implica la entrada de un tercero en la empresa. Esto implica la pérdida de control de la pyme sobre sus decisiones en favor de otro. Sin embargo, esta pérdida de control es relativa ya que el objetivo del capital riesgo es apoyar a la empresa, no controlarla, como se ha mencionado anteriormente.

La segunda debilidad a destacar es la obligación de enviar información periódica al inversor de capital riesgo, presentando escenarios, decisiones y justificación de la toma de las mismas. A su vez, serán necesarias reuniones a lo largo de la inversión y se deberá escuchar y tener en consideración las propuestas que este realice. Esto puede generar problemas en la relación cuando las opiniones de pyme e inversor difieran.

La pyme deberá, a su vez, tener en cuenta la complejidad del proceso, tanto para conseguir la aprobación del inversor y firmar un contrato, como durante la vigencia del mismo. En general la entrada de capital no se produce en única suma para analizar así la evolución y respuesta de la pyme a la inversión, por lo que esta debe hacer un uso lo más eficiente posible de los recursos que recibe.

Las pymes deberán intentar, en la medida de lo posible, corregir estas debilidades, integrándolas en la empresa y haciéndolas menos restrictivas para esta.

Fortalezas:

En cuanto a las fortalezas del capital riesgo, la más valorada por las empresas es el asesoramiento, experiencia y contactos que aporta el inversor. De esta forma, la pyme dispondrá de mayor información a la hora de tomar decisiones ya que el inversor probablemente haya vivido situaciones similares y sepa dar respuesta a las mismas.

En segundo lugar, al ser financiación a largo plazo la empresa disfruta de un elevado periodo de tiempo para llevar a cabo las inversiones y operaciones necesarias para el éxito del proyecto para el cual buscaba financiación. A su vez, el coste de este instrumento es muy reducido como se ha mencionado anteriormente.

Por último, disponer de un inversor de capital riesgo en la empresa refuerza la confianza de clientes y trabajadores, evitando que abandonen la empresa si esta se encuentra en una situación difícil.

Las fortalezas son puntos que la pyme debe mantener a lo largo de la inversión. Debe aprovechar al máximo los consejos y contactos que aporta el inversor de capital riesgo, así como las posibilidades que aporta la financiación a largo plazo a tan bajo coste.

Amenazas:

Centrándonos en el área externa a la pyme, encontramos una serie de amenazas que pueden llevar a la pyme a no recurrir al capital riesgo.

La principal es la escasa cultura financiera de la población española. Muchas pymes se limitan a la financiación bancaria fundamentalmente porque desconocen la existencia o utilidades de otros instrumentos y prefieren apostar por valores más tradicionales. De esta falta de formación se deriva el escepticismo que generan alternativas diferentes a las ofrecidas por las entidades financieras.

La última amenaza encontrada es la situación económica del país. Si las perspectivas de crecimiento son negativas, u otros instrumentos de financiación ofrecen mejores condiciones, la pyme optará por ellas o por mantenerse en la misma situación.

Para afrontar estas amenazas, la pyme deberá informarse de todas las alternativas a su disposición y las características de las mismas para realizar un análisis de las mismas.

Oportunidades

La utilización del capital riesgo proporcionará a la pyme financiación a bajo coste a largo plazo. Este tipo de financiación, unida a proyectos bien gestionados, puede proporcionar a la empresa

una ventaja competitiva ya que gracias a esta podrá crecer y expandirse a otros mercados o segmentos.

Además, la colaboración de los inversores de capital riesgo aporta prestigio a la empresa al encontrarse en manos de expertos. De esta forma pueden captarse nuevos clientes, inversores, pactar mejores condiciones con proveedores, etc.

Estas oportunidades deben ser explotadas por la pyme.

Crowdfunding

Del mismo modo que se ha realizado con el capital riesgo, a continuación analizaremos los puntos que forman el DAFO.

Figura 30: DAFO crowdfunding

<p style="text-align: center;"><u>Debilidades</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Limitaciones capital recaudado • Lentitud proceso (aceptación plataforma, alcance objetivo, etc.) • Fracaso campaña = mala reputación 	<p style="text-align: center;"><u>Amenazas</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Limitaciones inversión a promotores • Escasa cultura financiera • Escepticismo
<p style="text-align: center;"><u>Fortalezas</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Velocidad de difusión • Alcance geográfico • No cede control a otros 	<p style="text-align: center;"><u>Oportunidades</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Mejora imagen empresa • Inversores = potenciales clientes • Publicita empresa y proyecto

Fuente: Elaboración propia

Debilidades:

La mayor debilidad que posee el crowdfunding es la establecida por su propia ley reguladora. La pyme que desee recaudar capital para financiar sus proyectos podrá demandar hasta 5 millones de euros dentro de una misma plataforma, cuantía que puede ser insuficiente en algunos sectores. Además, para aquellas empresas que necesiten financiar varios proyectos dentro de esta no se amplía el límite, lo cual merma la capacidad de financiación de estas.

A este factor debe sumársele la lentitud en el proceso de obtención de capital. En primer lugar, el proyecto, campaña y requerimientos de estos deben ser aceptados por la plataforma de crowdfunding. Tras la valoración y publicación del proyecto, deberá conseguir la financiación fijada como objetivo durante los días que esté en vigor la campaña. Esta puede alcanzar su

objetivo o no hacerlo, por lo que el proceso y coste de este mismo suele ser más elevado que el del capital riesgo y las garantías de éxito tras la finalización de la campaña son más reducidas.

El fracaso al intentar recaudar fondos mediante crowdfunding proporciona mala imagen a la pyme, la cual puede verse gravemente afectada por este.

Para corregir estas debilidades, es fundamental estudiar con detenimiento las condiciones ofrecidas en el contrato de crowdfunding, la plataforma escogida y la forma de presentación de la campaña, ya que pueden ser determinantes para alcanzar el objetivo financiero fijado. Además, pymes y emprendedores deberían buscar la modificación legislativa que limita el capital al que pueden optar las empresas financiadas por esta vía.

Fortalezas:

Las mayores fortalezas de esta herramienta son su velocidad de difusión y su amplio alcance geográfico. Gracias a internet es posible enviar un mensaje y que este llegue a millones de personas en cuestión de segundos. Esto mismo sucede con el crowdfunding, donde, gracias a las plataformas, cientos de inversores pueden acceder a los distintos proyectos que pymes y otras empresas publican.

Estas características deberán ser aprovechadas por la pyme para poder conseguir financiación de la forma más rápida posible. El alcance geográfico de este instrumento permite a las empresas obtener fondos de distintas zonas geográficas, de modo que se diversifica la procedencia de fondos. Esto resulta especialmente beneficioso, ya que si se limitase el capital a una zona determinada se dependería de la situación económica de dicha zona.

La última fortaleza registrada por el crowdfunding es la no cesión de control a terceros. Al ser inversiones realizadas de forma colectiva, no es necesario incluir a los inversores en la toma de decisiones, a no ser que adquieran porcentajes elevados de capital de la empresa u otorguen cuantías elevadas de préstamos, casos poco frecuentes en esta modalidad. La pyme, por tanto, podrá llevar a cabo su plan original sin ver afectadas sus relaciones con los inversores al no deber informar o atender sus peticiones de la misma forma que en el capital riesgo. Esto le aporta una mayor independencia muy valorada por muchas pymes, especialmente en aquellas de menor tamaño.

Amenazas:

Las amenazas en cuanto a cultura financiera de las pymes españolas y el escepticismo generado por esta aparecen tanto en crowdfunding como en capital riesgo. Sin embargo, la situación del país afecta en menor medida al crowdfunding al permitir internet la inversión en los distintos países del mundo.

Sin embargo, las limitaciones a las cantidades permitidas para inversores comunes o profesionales frenan los volúmenes que estos podrían destinar a financiar proyectos. Estos importes son mucho menores que los permitidos en el resto de países, por lo que disponer de numerosas plataformas de crowdfunding en España no se ve acompañado de elevados volúmenes de recaudación.

Para poder afrontar las amenazas anteriores serían necesarios, además de los cambios mencionados en las amenazas del capital riesgo, cambios en la legislación reguladora del crowdfunding que ampliasen las cantidades a invertir por cada promotor.

Oportunidades:

Para acabar, las oportunidades que el crowdfunding ofrece a las pymes son varias.

En primer lugar publicita a la empresa y al proyecto que esta desea financiar. De esta forma se da a conocer sin tener que recurrir a medios más costosos como la publicidad o las relaciones públicas. Además, muchos inversores pueden convertirse en clientes si al conocer en mayor profundidad la empresa deciden adquirir sus productos o servicios.

A su vez, recaudar los fondos que se habían fijado como objetivo proporciona a la empresa una imagen positiva al exterior que mejora su reputación.

Las pymes deberán explotar estas oportunidades, ya que gracias a ellas pueden alcanzar ventajas competitivas que les permitan diferenciarse de su competencia.

7. CONCLUSIÓN Y COMENTARIOS

Conclusión y comentarios

A pesar del papel que representan las pymes en nuestro país y de su importancia dentro de nuestra economía, los instrumentos financieros que existen en nuestro país no están adaptados a las mismas. La duración, coste o características de los mismos dificultan la obtención de capital a pequeñas y medianas empresas, obligándolas a aceptar financiación en condiciones muy estrictas. A su vez, debido a su tamaño la negociación de mejora en las condiciones de pago a sus proveedores se ve limitada ya que su influencia es menor que la de grandes empresas. Las limitaciones establecidas en la ley de morosidad en este aspecto también reducen sus posibilidades de negociación, aunque mejoran los plazos de cobro de sus clientes.

Estos factores, unidos a la reciente crisis económica, al endurecimiento de los requisitos para conseguir crédito, y a la reducida recurrencia a financiación a través de mercado en comparación con otros países, han hecho disminuir el número de pymes de nuestro país y limitado a muchas a la supervivencia. Esta situación debería servir de punto de partida a muchas pymes y llevarlas a cambiar su estructura financiera, disminuyendo su financiación bancaria y optando por otras alternativas más flexibles, económicas y en definitiva más adecuadas para ellas.

Aunque España se encuentra por detrás de la mayoría de países en utilización y volúmenes de capital invertidos en alternativas distintas a la bancaria, la situación está cambiando progresivamente a mejor. El desarrollo de nuevas tecnologías e instrumentos financieros permiten a pymes e inversores ponerse en contacto con mayor facilidad. Sin embargo, la escasa cultura financiera de la población española limita en gran medida las posibilidades de crecimiento de estos. El escepticismo ante estas herramientas se ha reducido durante los últimos años, aunque sigue siendo muy elevado, especialmente en aquellos de mayor edad y perfil conservador.

Las dos alternativas financieras estudiadas en el presente trabajo han sido el capital riesgo y el crowdfunding. En la primera, una única empresa ofrece un elevado volumen de capital a la pyme, mientras que en la segunda son múltiples inversores los que ofrecen pequeñas cantidades a la empresa.

La recesión económica experimentada recientemente ha tenido impactos distintos en los diferentes instrumentos. El capital riesgo ha sufrido el impacto reduciendo el número de empresas dedicadas a esta actividad, los volúmenes invertidos por estas y el número de inversiones. En cambio, el crowdfunding se ha beneficiado de esta situación económica y ha crecido considerablemente año tras año. Esto ha posibilitado el desarrollo de numerosas start-ups y otras pymes dedicadas especialmente a los sectores tecnológicos, de la innovación y de las telecomunicaciones. Estos sectores son los que recogen un mayor número de emprendedores, los cuales por su perfil arriesgado e innovador se atreven con este tipo de mecanismos.

A pesar de que el capital riesgo ha sufrido una evolución desfavorable, los volúmenes con los que opera son, en la actualidad, superiores a los del crowdfunding. Sin embargo, la situación puede cambiar en un futuro cercano si el crecimiento del crowdfunding continúa al mismo ritmo.

Para posibilitar el crecimiento y mejorar estas alternativas, se han identificado cinco cambios imprescindibles.

En primer lugar, es fundamental que el Gobierno lleve a cabo medidas para incrementar los conocimientos financieros de pymes y de la población en general. A su vez, sería importante publicitar y explicar las características de cada una de las alternativas financieras disponibles y de los beneficios y riesgos que estas conllevan. Informar sobre el éxito de proyectos que han utilizado el capital riesgo, crowdfunding, u otras alternativas animaría a muchas pymes a utilizarlas. De esta forma las empresas podrían negociar sus condiciones crediticias en base a un mayor conocimiento de las mismas y comparar las distintas alternativas para elegir aquella que mejor se adapte a sus necesidades.

En segundo lugar, sería necesario una mayor especialización de las empresas de capital riesgo y business angels dentro de los sectores a los que proporcionan capital. La experiencia y los contactos serían mucho más ricos, y la interacción entre la pyme y la ECR sería más fluida y provechosa.

En tercer lugar, son precisos cambios en la ley reguladora del crowdfunding, ya que los límites establecidos en la misma, tanto para las empresas como para los inversores, son demasiado rígidos y frenan el crecimiento de esta herramienta. España es el segundo país con más plataformas de crowdfunding de la UE, pero los volúmenes recaudados distan mucho de los que recogen otros países donde los límites son mucho menores.

En cuarto lugar, es importante que las pymes aprendan a diversificar sus fuentes de financiación. Aprovechar la financiación ofrecida por los proveedores, ofrecer descuentos a clientes por pronto pago, la autofinanciación, etc. son formas de financiación sin coste que deben unirse a la financiación externa, la cual debería proceder de distintos promotores. De esta forma se reduce el riesgo de que no concedan el crédito por demandar cantidades excesivas, y también se diversifica la estructura financiera empresarial.

Por último, sería interesante el estudio de las necesidades de las pymes en función del tamaño y sector, para así crear instrumentos financieros adecuados a las mismas. El plazo, coste y condiciones en que estos se otorgan en la actualidad suele ser más ventajoso para las grandes empresas que para pymes, viéndose estas perjudicadas. El desarrollo de instrumentos adaptados a las características de estas empresas beneficiaría su crecimiento, y con este, el de la economía en general.

8. BIBLIOGRAFÍA

Acconcia, V. (2015a). “Guía básica de crowdfunding #2: El crowdfunding” en *Vanacco*, 4 de junio. <<https://vanacco.com/guia-crowdfunding/>> [Consulta: 10 de septiembre 2015].

Acconcia, V. (2015b). “Guía básica de crowdfunding #4: El crowdfunding de recompensa” en *Vanacco*, 18 de junio. <<https://vanacco.com/guia-crowdfunding-recompensa/>> [Consulta: 10 de septiembre 2015].

Acconcia, V. (2015c). “Guía básica de crowdfunding #7: El crowdfunding de donación” en *Vanacco*, 9 de julio. <<https://vanacco.com/guia-crowdfunding-donacion/>> [Consulta: 12 de septiembre 2015].

ADICAE (2013). *Nivel de educación financiera de la población española.*

AEF (2015). *Estadísticas 2014; Estadísticas 2013; Estadísticas 2012; Estadísticas 2011; Estadísticas 2010.* < <http://www.factoringasociacion.com/estadisticas.php#>> [Consulta: 7 de octubre 2015].

AFI (2015). *Ayudas de la Comisión Europea.*

AFIC (2014). *The second French paradox. France outperforms the US and Europe in Private Equity returns.* 2014

Alba, C. (2015) “El capital riesgo, en busca de rentabilidad”. Madrid: Dirigentes Digital <<http://www.dirigentesdigital.com/articulo/gestiona-tu-dinero/fondos/219084/papel/capital/riesgo/salidas/bolsa.html>> [Consulta: 6 de mayo 2015].

Alonso, A. (2015). “La crisis destapa el problema de la financiación de las pymes en Europa” en *Vozpopuli*. <<http://vozpopuli.com/economia-y-finanzas/64069-la-crisis-destapa-el-problema-de-la-financiacion-de-las-pymes-en-europa>> [Consulta: 10 de octubre 2015].

Álvarez, M. (2008). “Estrategias financieras en la pequeña y mediana empresa” en *International Journal of Good Science*, 2008, vol. 3(2) pp. 65-104.

ASCRI, (2014) *Informe de Capital Riesgo en España 2014.*

Barua, D. (2013). *El apoyo de la UE a los PYMES - MFF 2014-2020 Objetivos e Instrumentos de la Unión Europea.*

Berges, A., (2012). “Las PyME al sol”. *El País*, 12 de julio. <<http://blogs.elpais.com/finanzas-a-las-9/2012/07/las-pyme-al-sol.html>> [Consulta: 10 de octubre de 2015].

BOE (2015). *Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento a la financiación empresarial.* Num. 101. Madrid: BOE.

BME. *Estructura y organización. Cotizar en Bolsa.* <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2010/IM_visualizarPagina.aspx?codigo=I_7#c> [Consulta: 11 de noviembre de 2015].

BME (2012). “Contra el déficit de financiación: más mercado” en *Bolsa*, 2012, num. 193 pp. 28-30.

BME (2014). *Texto refundido de los requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión.* Circular 2/2014. BME.

- BME (2015).** *Requisitos y procedimiento de incorporación.*
<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_ComoIncorporarse.aspx#ss_costes>
[Consulta: 11 de noviembre 2015].
- Buddle Findlay (2013).** “Playing to the crowd: funding under the financial markets conduct act 2013 (FMCA)” en *Lexology*. <<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=55090b66-5056-4aac-baa9-c2e5986ed9e9>> [Consulta: 6 de septiembre de 2015].
- Bustillo, A. (2014).** “Qué pasa en otros países” en *Expansión*.
<<http://www.expansion.com/2014/03/05/emprendedores-empleo/empredimiento/1394048793.html>> [Consulta: 8 de octubre 2015].
- Calahorrano, S.M. (2011).** “Una de cada tres quiebras se debe a retrasos en el pago de las facturas” en *Expansión*. <<http://www.expansion.com/2011/06/07/empresas/1307400357.html>>
[Consulta: 15 de junio 2015].
- Calvo, P. (2015).** “La pyme española sigue enganchada a la banca y los proveedores para financiarse” en *ElConfidencial*. <http://www.elconfidencial.com/economia/2015-03-01/la-pyme-espanola-sigue-enganchada-a-la-banca-y-los-proveedores-para-financiarse_718019/> [Consulta: 20 de mayo 2015].
- Cantalapiedra Arenas, M. (2015).** “Préstamo participativo” en *Expansión*.
- Cantalapiedra, M. (2011).** “Cinco diferencias entre los business angels y el capital riesgo” en *Gestores de riesgo y morosidad*, 1 de marzo.
<<http://www.gestoresderiesgo.com/colaboradores/cinco-diferencias-entre-los-business-angels-y-el-capital-riesgo>> [Consulta: 1 de junio 2015].
- Cañete, B. (2014a).** “¿Cómo es el crowdfunding en otros países?” en *Rankia*, 24 de julio.
<<http://www.rankia.com/blog/autonomos-y-emprendedores/2398958-como-crowdfunding-otros-paises>> [Consulta: 10 de octubre de 2015].
- Cañete, B. (2014b).** “Alternativas a la financiación bancaria. Jornada en la Bolsa de Valencia” en *Rankia*, 18 de octubre. <<http://www.rankia.com/blog/opiniones/2504321-alternativas-financiacion-bancaria-jornada-bolsa-valencia>> [Consulta: 10 de septiembre de 2015].
- Casas Jiménez, CM (2015).** “Deuda subordinada” en *Expansión*. 2015
- Castrataro, D. (2011).** “A social history of crowdfunding” en *SocialMediaWeek*.
<<http://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/>> [Consulta: 10 de octubre de 2015].
- Cavanna, J.M (2013).** “¿Sustituirá el crowdfunding al capital riesgo?” en *Compromiso empresarial*. <<http://www.compromisoempresarial.com/finanzas-sociales/crowdfunding/2013/09/sustituira-el-crowdfunding-al-capital-riesgo/>> [Consulta: 11 de octubre 2015].
- Cazorla Papis, L.; Céspedes Lorente, J.; Cano Guillén, J. (1997).** “Estrategia inversora de las entidades de capital riesgo: un análisis de los principales factores determinantes”.
Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de Empresa. Vol. 3, N^o 1, 1997, pp. 77-91
- Cazorla Papis, L. (2003).** *Problemática financiera de la PYME: Análisis teórico de los factores determinantes*. s.l. : Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería, 2003.
- CBC News (2014).** “OSC proposes new crowdfunding rules” en *CBC News*
<<http://www.cbc.ca/news/business/osc-proposes-new-crowdfunding-rules-1.2580217>>
[Consulta: 17 de octubre 2015].

CBC News (2015). “Securities regulators in 6 provinces agree to crowdfunding rules for startups” en *CBC News*. <<http://www.cbc.ca/news/business/securities-regulators-in-6-provinces-agree-to-crowdfunding-rules-for-startups-1.3075773>> [Consulta: 3 de noviembre 2015].

Cejudo, A. y Ramil, X. (2013). *Crowdfunding. Financiación colectiva en clave de participación*. AEFR, pp. 1-16.

Strickler, Y., Chen, P. y Adler, C. (2012). “Kickstarter is not a store” en *Kickstarter Blog*, 20 septiembre. <<https://www.kickstarter.com/blog/kickstarter-is-not-a-store>> [Consulta: 28 de octubre 2015].

Clifford, C. (2015). “Crowdfunding nearly tripled last year, becoming a \$16 billion industry” en *Entrepreneur*. <<http://www.entrepreneur.com/article/244503>> [Consulta: 27 de octubre 2015].

Comisión Europea (2006). *La Nueva Definición de PYME*. s.l. : Publicaciones de Empresa e Industria, 2006.

Comisión Europea (2015). *Pequeñas Empresas*. <http://www.nomeparo.eu/ayudas-a-emprendedores/pequenas-empresas_n-31.htm> [Consulta: 11 de septiembre 2015].

Cotton, J. (2015). “The real deal with NZ’s equity crowdfunding love affair” en *Idealog*, 14 de agosto. <<http://idealog.co.nz/venture/2015/08/real-deal-nzs-equity-crowdfunding-love-affair>> [Consulta: 12 de octubre 2015].

Cunningham, W.M. (2012). *The JOBS Act*. Nueva York: Apress.

De la Fuente Gutierrez, J. (2013). “Ley antimorosidad: última reforma” en *Garrigues*. <http://www.garrigues.com/es_ES/noticia/ley-antimorosidad-ultima-reforma> [Consulta: 6 de junio 2015].

De Tembleque Moreno, C.R. (1994) “Cierre y posterior seguimiento de la operación: el problema de la valoración” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

DGIPYME y CEPYME (2015). *Boletín de morosidad y financiación empresarial*. Julio 2015, Vol. 5 pp. 1-21

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2007). *Retrato de las PYME 2007*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2008). *Retrato de las PYME 2008*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2009). *Retrato de las PYME 2009*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2010). *Retrato de las PYME 2010*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2011). *Retrato de las PYME 2011*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2012). *Retrato de las PYME 2012*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2013). *Retrato de las PYME 2013*.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2014). *Retrato de las PYME 2014.*

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2015). *Retrato de las PYME 2015.*

Dirección General de Fondos Comunitarios. *Regiones de convergencia.*

<<http://www.dgfc.sggp.meh.es/sitios/dgfc/es-ES/ipr/fcp0713/p/por/Paginas/RegionesConvergencia.aspx>> [Consulta: 13 de julio 2015].

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2014). *“Cifras PyME. Datos noviembre 2014”.*

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. *Ayudas e incentivos para empresas.* <<http://www.ipyme.org/es-ES/BBDD/AyudasIncentivos/Paginas/AyudasCCAA.aspx>> [Consulta: 1 de junio 2015].

El Economista (2015). *“Las ventajas fiscales de invertir en una start-up” en El Economista.* <<http://www.economista.es/emprendedores-pymes/noticias/6548040/03/15/Las-ventajas-fiscales-de-invertir-en-una-startup.html>> [Consulta: 11 de noviembre 2015].

Escolano Sitjes, C. (2013). *“Crowdfunding y crowdlending: ¿un cambio de paradigma?” en Arboribus, 25 de marzo.* <<http://blog.arboribus.com/crowdfunding-y-crowdlending-financiacion-empresas/>> [Consulta: 27 de septiembre 2015].

Estellés, E. (2012). *“¿Qué es el crowdfunding? Hacia una definición integradora” en Crowdsourcing-Blog.* <<http://www.crowdsourcing-blog.org/que-es-el-crowdsourcing-definicion-de-crowdsourcing/>> [Consulta: 17 de octubre 2015].

EVCA (2015). *2014 European Private Equity Activity.* EVCA.

FCA (2013). *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities).* CP13/13. London: FCA.

FCA (2015). *Conduct of Business Sourcebook.* COBS 4.12. London: FCA.

Federación de Empresarios de la Rioja. *“Nueva definición de pyme de la Unión Europea (Marzo 2005)”.*

Fernández Guadaño, J. (2015). *“Financiación interna de la empresa” en Expansión.* 2015.

Gábilos. *Entidades de Capital-Riesgo y las Soc. Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.* <http://www.gabilos.com/comosehace/formasjuridicas/textoEntidadesCapRiesgo2.htm#cuadro_soc> [Consulta: 21 de mayo 2015]

García, F. (2015). *“Diferencias entre crowdfunding y crowdlending”.* <<https://www.crowdlending.es/blog/diferencias-entre-crowdfunding-y-crowdlending>> [Consulta: 17 de octubre 2015].

Garrigasait, M (2008). *“Los “private equity” o capital riesgo y la orgía del apalancamiento” en Investorsconundrum, 20 de diciembre.* <<http://investorsconundrum.com/2008/12/20/los-%E2%80%9Cprivate-equity%E2%80%9D-o-capital-riesgo-y-la-orgia-de-apalancamiento/>> [Consulta: 21 de mayo 2015].

González Ménez, C.D. (2015). “¿Qué es un préstamo puente y cómo funciona para una empresa?” en *LaVozDeHouston* <<http://pyme.lavoztx.com/qu-es-un-prstamo-puente-y-cmo-funciona-para-una-empresa-8451.html>> [Consulta: 7 de septiembre de 2015].

Howe, J. (2006). “The rise of crowdfunding” en *Wired*. <<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>> [Consulta: 23 de octubre 2015].

Huang, B. (2008). “The 2008 Election and the Impact of the Internet” en *IndiegogoBlog*, 13 de noviembre. <<https://es.go.indiegogo.com/blog/2008/11/the-2008-election-was-an-especialy-historic-one-for-a-number-of-reasons-but-its-not-what-you-are-thinking-yes-barack-ob.html>> [Consulta: 25 de octubre 2015].

Hwang, V.M, (2012). “What's The Difference Between Private Equity And Venture Capital?” en *Forbes*. <<http://www.forbes.com/sites/victorhwang/2012/10/01/presidential-debate-primer-whats-the-difference-between-private-equity-and-venture-capital/>> [Consulta: 14 de abril noviembre 2015].

Irene (2015). “Germany adopts crowdfunding rules” en *European Crowdfunding Network*. <<http://eurocrowd.org/2015/04/28/germany-adopts-crowdfunding-rules/>> [Consulta: 21 octubre 2015]

LF, S. (2013). “Historia del crowdfunding” en *LaFlecha*. <<http://laflecha.net/historia-del-crowdfunding/>> [Consulta: 11 de septiembre 2015].

Maldonado, L. (2015). *El dinero en 2033. Cómo nos financiaremos y ahorraremos en 2033*. Pwc.

Maldonado Trinchant, J.M. (1994). “**La elaboración del plan de negocio**” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

María Torrenjo, J. (2015). “Crowdfunding y Equity crowdfunding, nuevos modelos de financiación colectiva” en *ElReferente*. <<http://www.elreferente.es/noticia/crowdlending-y-equity-nuevas-modelos-de-financiacion-colectiva-28491>> [Consulta: 13 de octubre 2015].

Marín, L. (2014). “Las ayudas públicas para pymes más importantes en 2015” en *elEconomista*. <<http://www.economista.es/gestion-franquicias/noticias/6311247/12/14/Las-ayudas-publicas-para-pymes-mas-importantes-en-2015.html#.Kku85iRY13xpQhi>> [Consulta: 3 de septiembre 2015].

Massolution (2012). *Crowdfunding Industry Report*.

Marquina, J. (2014). “El crowdfunding financió 1,2 millones de proyectos en 2013” en JulianMarquina, 1 de julio. <<http://www.julianmarquina.es/el-crowdfunding-financio-12-millones-de-proyectos-en-2013/>> [Consulta: 10 de septiembre 2015].

Martí Pellón, J. (1994a). “La salida del inversor de capital riesgo” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Martí Pellón, J. (1994b). “La financiación mediante capital riesgo” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Martí Pellón, J. (1994c). “La experiencia de Estados Unidos y Europa” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Martín Jiménez, D. (1994). “Implicaciones de la entrada de un socio financiero en una empresa existente” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Menéndez, A. y Mulino, M. (2015). *Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE.* 2015, Boletín económico. Banco de España pp. 45-52.

MyMajorCompany (2015). *¿Qué es My Major Company?*
<<https://www.mymajorcompany.com/about>> [Consulta 13 de septiembre 2015].

Navarro Delgado, J.F. (2014). *El crowdfunding como fuente de financiación.* Trabajo Fin de Grado. Sevilla: Universidad de Sevilla.

Novoa, J. (2013). “¿Qué es el Private Equity?” En *ElBlogSalmón*, 6 de junio.
<<http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-el-private-equity>> [Consulta 11 de septiembre 2015].

Novoa, J. (2015). “Crowdfunding in Spain: €62 million in 2014, still way behind other European markets” en *NovoBrief*, 25 de febrero. <<http://novobrief.com/crowdfunding-platforms-spain/>> [Consulta 23 de octubre 2015].

Otten, S. (2012). “International Pledge Note.” Actualization nº 12 en *Kickstarter*
<<https://www.kickstarter.com/projects/597507018/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android/posts/229329>> [Consulta: 27 de octubre 2015].

Otto, C. (2014a). “Las webs de crowdfunding piden cambios en la ley propuesta por el Gobierno” en *ElConfidencial*. <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2014-03-06/las-webs-de-crowdfunding-piden-cambios-en-la-ley-propuesta-por-el-gobierno_98163/> [Consulta: 6 de noviembre 2015].

Otto, C. (2014b). “Los diez proyectos de crowdfunding que más dinero han recaudado en España” en *ElConfidencial*. <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2014-06-06/los-diez-proyectos-de-crowdfunding-que-mas-dinero-han-recaudado-en-espana_142023/> [Consulta: 3 de octubre 2015].

Outlaw, S. (2013). “Which type of crowdfunding is the best for you?” en *Entrepreneur*
<<http://www.entrepreneur.com/article/228524>> /> [Consulta: 10 de octubre 2015].

Penalva, J. (2013). “El Cosmonauta: momento de la verdad para el mayor crowdfunding en español” en *Xataka*. <<http://www.xataka.com/historia-tecnologica/el-cosmonauta-momento-de-la-verdad-para-el-mayor-crowdfunding-en-espanol>> [Consulta: 10 de octubre 2015].

Piñeiro, D. (2008). *La construcción de la Estatua de la Libertad.*
<<http://www.unabrevehistoria.com/2008/07/la-construccion-del-icno-de-la-libertad.html>> [Consulta: 2 de octubre 2015].

PMCM (2014). *Informe morosidad 2014.*

Podemos (2015). *Ruta del Cambio.* <<https://crowdfunding.podemos.info/campaigns/ruta-del-cambio/>> [Consulta: 3 de octubre 2015].

Pymnts (2015). “Italy’s new crowdfunding rules leaves 99.98% of SMEs out in the cold” en *Pymnts*. <<http://www.pymnts.com/in-depth/2015/italys-new-crowdfunding-rules-leaves-99-98-of-smes-out-in-the-cold/>> [Consulta: 17 de octubre 2015].

Rodolfo Lavilla, C. (1994) “Modelos y fases de la toma de participación en una operación de capital riesgo” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Roig Hernando, J. (2015). *Crowdfunding de préstamos para PyMEs en España: Un análisis empírico.* Universidad Politécnica de Cataluña, 2015. Vol. 33-1 pp. 301-3018.

Rojas, A. y López Somoza, J. (2013). “Alternativas de financiación para las pymes” en *Cuadernos de información económica*. Funcas: Madrid. 2013, Vol. 232 pp. 21-28.

Root, A. (2014). “French crowdfunding regulation: an overview” en *crowdfunding.org*, 26 de febrero. <<http://www.crowdsourcing.org/editorial/french-crowdfunding-regulation-an-overview/30712>> [Consulta: 23 de octubre 2015].

Roth, S. (2013). *How far can crowdsourcing go?*

Sarasa Urtasun, J.Á. (1994). “Concepto y características del capital riesgo o inversión en capital” en Martí Pellón et al. (1994), *La financiación de pymes mediante capital riesgo*, Valencia: IMPIVA.

Schroter, W. (2014). “Crowdfunding around the world” en *Forbes*. [En línea] <<http://www.forbes.com/sites/wilschroter/2014/07/09/crowdfunding-around-the-world/>> [Consulta: 4 de noviembre 2015].

Segura, J. (2015). “¿Cómo declaro mis ingresos de crowdlending?” en *EstrategaFinanciero*. <<http://estrategafinanciero.com/fiscal-crowdlending-declaracion-renta/>> [Consulta: 3 de noviembre 2015].

Serrano Acitores, A. (2012). *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Tesis. Madrid: Universidad Rey Juan Carlos.

Sharma, A. (2010). “*Crowdsourcing Critical Success Factor Model - Strategies to harness the collective intelligence of the crowd*”.

Sierra Clemares, M. (2014). “Extremoduro inventó el crowdfunding hace 25 años” en *MarcosSierra*, 21 de julio. <<http://marcosierra.com/2014/07/21/extremoduro-la-banda-espanola-que-invento-el-crowdfunding/>> [Consulta: 12 de octubre 2015].

Silchenko, V. (2014). “How to raise money but preserve your equity: royalty based crowdfunding (interview with Arthur Lipper)” en *HuffingtonPost*. <http://www.huffingtonpost.com/victoria-silchenko/how-to-raise-capital-but-_b_6253304.html> [Consulta: 26 de octubre 2015].

Sullivan, M. (2013).

Sung, D. (2015). “Biggest wearable crowdfunding success stories of all time” en *Wearable*. <<http://www.wearable.com/crowdfund/biggest-wearable-crowdfunding-success-stories-of-all-time-911>> [Consulta: 10 de octubre 2015].

Triper, B. (2015). “La plataforma contra la Morosidad denuncia que el Gobierno “recibe pensiones” para no sacar adelante el régimen sancionador” en *DiarioFinanciero*. <<http://www.diariofinanciero.com/2015/07/09/la-plataforma-contra-la-morosidad-denuncia-que-el-gobierno-recibe-presiones-para-sacar-adelante-el-regimen-sancionador/>> [Consulta: 7 de agosto 2015].

The World Bank (2013). “Crowdfunding’s potential for the developing world”.

Tordera, I. (2013). “A look at Italy’s enacted regulations for equity crowdfunding” <<http://news.crowdvalley.com/news/italy-enacts-regulations-for-equity-crowdfunding>> [Consulta: 11 de octubre 2015].

Tordera, I. (2015). “Italy expands equity crowdfunding to innovative SMEs” en *Crowdvalley* <<http://news.crowdvalley.com/news/italy-expands-equity-crowdfunding-to-innovative-smes>> [Consulta: 11 de octubre 2015].

University of Cambridge (2015). *Moving Mainstream – The European alternative finance benchmarking report.*

Vera-Colina, M.A. (2011). *Metodología para el análisis preliminar de la gestión financiera en Pymes. Borrador preliminar.* Bogotá D.C.: Universidad Nacional de Colombia.

Vera Hervás, L. (2015). “Las cuatro nuevas subvenciones y ayudas para pymes” en *CincoDías*. <http://cincodias.com/cincodias/2015/02/04/guias_pyme/1423048720_466022.html> [Consulta: 2 de julio 2015].

Verkami (2015). “Qué es Verkami” < <http://www.verkami.com/page/about>> [Consulta: 7 de septiembre 2015].

Webcaprisk Servicios, S.L. (2008). *Historia en España.* [En línea] <<https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L4>> [Consulta: 3 de junio 2015].

Webcaprisk Servicios, S.L. (2014). *El Venture Capital en España 2013.*

Webcaprisk Servicios, S.L. (2014). *El Private Equity en España 2014.*