



UNIVERSIDAD DE JAÉN
Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN BANCARIA PARA PYMES

Alumna: María Isabel Fernández Díaz

Mayo, 2016

RESUMEN

La crisis financiera internacional iniciada en Estados Unidos en 2007 provocó la drástica contracción del crédito concedido por las entidades bancarias. Esto supuso un problema para muchas empresas, en especial, para las pymes españolas que siempre han mantenido una importante dependencia de la financiación bancaria. En esta situación, estas compañías han tenido que plantearse otras opciones para obtener recursos ajenos. El objetivo de este trabajo es analizar esas alternativas disponibles como es el caso del crowdfunding, los business angels, el capital riesgo, el Mercado Alternativo Bursátil, las Sociedades de Garantía Recíproca, y los fondos públicos como son las líneas ICO, cada una de ellas dirigidas sobre todo a pymes.

ABSTRACT

The international financial crisis, that began in the United States in 2007, caused the drastic contraction of banking credit. This was a big problem for many companies, especially for Spanish SMEs which have always maintained an important dependence on bank financing. In this situation, these companies have had to consider other options for getting external resources. The aim of this paper is to analyze the alternatives available such as crowdfunding, business angels, venture capital, the Alternative Investment Market, the Mutual Guarantee Societies, and public resources like the ICO lines, each of them especially for SMEs.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	PROBLEMAS DE LAS PYMES PARA CONSEGUIR FINANCIACIÓN	2
3.	SISTEMAS DE FINANCIACIÓN TRADICIONALES: EVOLUCIÓN.....	5
4.	IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN ESPAÑA Y EN LA UNIÓN EUROPEA	8
5.	FUENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA PYMES	10
5.1.	EL CROWDFUNDING	11
5.1.1.	CONCEPTO Y TIPOS DE CROWDFUNDING	11
5.1.2.	PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING	13
5.1.3.	REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING	14
5.1.4.	EL CROWDFUNDING EN ESPAÑA	15
5.2.	LOS BUSINESS ANGELS	16
5.2.1.	CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y TIPOS DE BUSINESS ANGELS.....	16
5.2.2.	REDES DE BUSINESS ANGELS EN ESPAÑA	18
5.2.3.	EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE BUSINESS ANGELS EN ESPAÑA	20
5.3.	EL CAPITAL RIESGO	23
5.3.1.	CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y TIPOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL RIESGO	23
5.3.2.	IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO	25
5.3.3.	ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (ECR)	27
5.4.	EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL	28
5.4.1.	CONCEPTO Y PRINCIPALES VENTAJAS	28
5.4.2.	COSTES ASOCIADOS AL MAB	29
5.4.3.	REQUISITOS DE ACCESO AL MAB.....	30
5.4.4.	EVOLUCIÓN DEL MAB Y RETIENCIA DE LAS PYMES EN SU USO	31
5.5.	ETAPAS DE FINANCIACIÓN	32
6.	OTRAS FUENTES DE FINANCIACIÓN	34
6.1.	LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA	34
6.1.1.	DEFINICIÓN Y VENTAJAS PARA PYMES	34
6.1.2.	ECOSISTEMA DE SGR EN ESPAÑA.....	35
6.2.	FONDOS PÚBLICOS: LÍNEAS ICO	36
6.2.1.	DEFINICIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS LÍNEAS ICO	36
7.	CONCLUSIONES	37
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	39

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Clasificación de las fuentes de financiación	10
Figura 2. Esquema del funcionamiento de una red de business angels	20
Figura 3. Requisitos de acceso al Mercado Alternativo Bursátil	30
Figura 4. Número de SGR en España por Comunidades Autónomas	36
Figura 5. Esquema de funcionamiento de las Líneas ICO	37

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Problemas más importantes para las PYMES en la UE28 en 2011 (porcentaje de las empresas encuestadas).....	2
Gráfico 2. Dificultades para acceder a la financiación para pymes españolas 2011 (porcentaje de las empresas encuestadas).....	3
Gráfico 3. Problemas más importantes para las PYMES. Datos de 2015 (%)	4
Gráfico 4. Pymes que han intentado acceder a la financiación ajena (%).....	6
Gráfico 5. Importancia de las distintas fuentes de financiación en la UE28 utilizadas por las PYMES en 2015 (porcentaje de las empresas encuestadas).....	7
Gráfico 6. Tipos de plataformas de crowdfunding en España, 2014 (% sobre el total)	13
Gráfico 7. Impacto económico y social del capital riesgo en 2011 (%).....	26
Gráfico 8. Volumen de inversión en capital riesgo 2009-2015 (en millones de euros)	26
Gráfico 9. Volumen de inversión por sectores en 2015 (%)	27
Gráfico 10. Financiación total para empresas del MAB (en millones de euros).....	32
Gráfico 11. Etapas de financiación.....	33

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Endeudamiento de las empresas como porcentaje del PIB	5
Tabla 2. Requisitos para ser considerada pyme.....	8
Tabla 3. Empresas según estrato de asalariados y porcentaje total, en España y en la UE (2015)	8
Tabla 4. Empleo empresarial según estrato de asalariados para España y la UE (2015)	9
Tabla 5. Ejemplos de plataformas de Crowdfunding en España.....	14
Tabla 6. Volumen de recaudación por tipos de crowdfunding en el periodo 2012-2014 (en millones de euros).....	16
Tabla 7. Cantidad y número de inversiones business angels en España	21
Tabla 8. Cantidad y número de inversiones de business angels por tramo de inversión.....	21
Tabla 9. Cantidad y número de inversiones business angels por regiones en España.....	22
Tabla 10. Características del venture capital y del private equity	25

1. INTRODUCCIÓN

Tras la crisis de 2008, el acceso a la financiación por parte de las pymes se ha convertido en una tarea complicada, ya que las entidades de crédito han concedido los préstamos en duras condiciones. Por ello, resulta necesario analizar las distintas fuentes alternativas de recursos económicos que se han utilizado con más intensidad durante este periodo, distintas, al modelo de financiación español, caracterizado principalmente por la bancarización. Este análisis resulta de especial interés si se atiende al peso que tienen las pymes en España y en general, en la Unión Europea en su conjunto.

El objetivo principal de este trabajo es analizar en profundidad las distintas fuentes de financiación no bancaria disponibles para las pymes. Igualmente se analizan las principales magnitudes que han alcanzado estas figuras en los últimos años en España.

Para la realización de este trabajo se ha llevado a cabo una revisión de la literatura publicada al respecto. Igualmente se han utilizado diversos informes publicados por las distintas asociaciones de entidades financieras dedicadas a este tipo de operaciones.

El trabajo se organiza en cinco partes además de esta introducción y un epígrafe dedicado a las conclusiones. En primer lugar se realiza un análisis sobre los problemas de las pymes para obtener financiación. A continuación, se comenta la evolución de los sistemas tradicionales de financiación. Seguidamente, se delimita la definición de pyme y se estudia la importancia de estas empresas tanto en España como en la Unión Europea. En el siguiente epígrafe, se profundiza en las principales formas de financiación para pymes, atendiendo a las etapas por las que pasa una pyme desde su creación y a las necesidades de capital, en concreto se ha desarrollado el Crowdfunding, los Business Angels, el Capital Riesgo, el Mercado Alternativo Bursátil, las Sociedades de Garantía Recíproca y los fondos públicos a través de las Líneas ICO. En este bloque, se estudian aspectos como las ventajas e inconvenientes de estas vías para conseguir recursos financieros, la tipología que existe dentro de cada una de ellas, la evolución en España hasta nuestros días, las leyes por las que están reguladas y se muestran ejemplos de este tipo de empresas de financiación en España, entre otros. Por último, el trabajo se cierra con un apartado en el que se recogen las referencias bibliográficas consultadas.

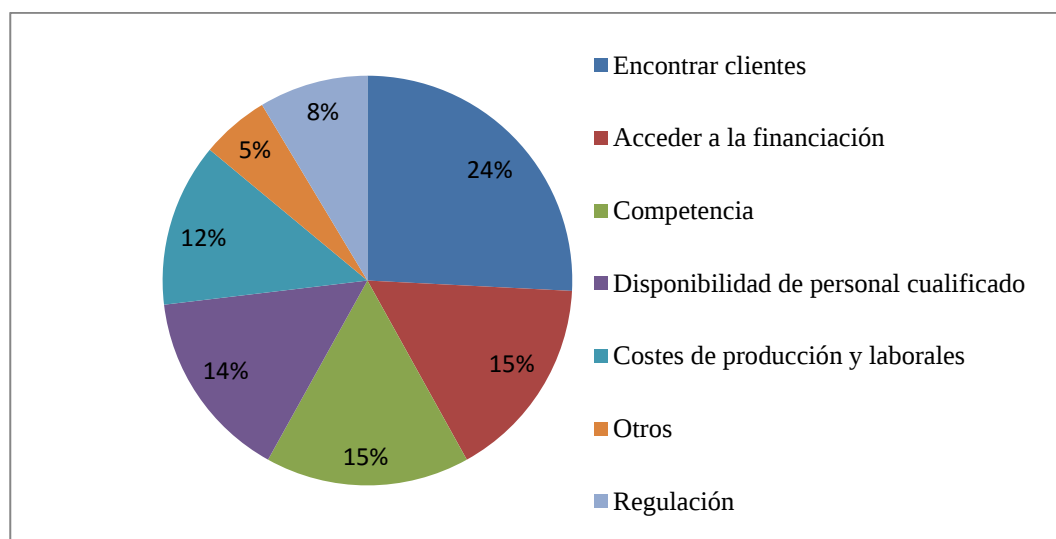
2. PROBLEMAS DE LAS PYMES PARA CONSEGUIR FINANCIACIÓN

Desde el inicio de la crisis, en 2008, hasta mediados de 2013, las pequeñas y medianas empresas (PYMES) han sufrido un colapso en lo referido a su financiación por la dificultad de acceder al crédito bancario. Además, este problema ha sido una de las mayores preocupaciones a la hora de emprender. De hecho, la falta de recursos y las dificultades para obtenerlos han ralentizado el desarrollo de nuevos proyectos empresariales. Este deterioro del acceso a la financiación ha sido más pronunciado en España que en la zona euro por el contexto económico más desfavorable al que se enfrentaba, en comparación con la Unión Económica Monetaria (Menéndez, A. y Mulino, M., 2015, p. 56).

Durante este apartado se explicarán los principales problemas a los que se enfrentan estas empresas objeto de estudio, antes y después de la crisis, y la situación de España comparada con otros países de la Unión Europea. Igualmente, se analizará la evolución del acceso a la financiación para pymes y los obstáculos encontrados por estas.

La encuesta *Survey on the access to finance of enterprises*, 2011, elaborada por la Comisión Europea, pone de manifiesto los distintos problemas a los que se enfrentan las PYMES. En el gráfico 1 se muestran estos obstáculos encontrados por las pequeñas y medianas empresas en el conjunto de la Unión Europea en 2011, es decir, en plena crisis.

**Gráfico 1. Problemas más importantes para las PYMES en la UE28 en 2011
(porcentaje de las empresas encuestadas)**

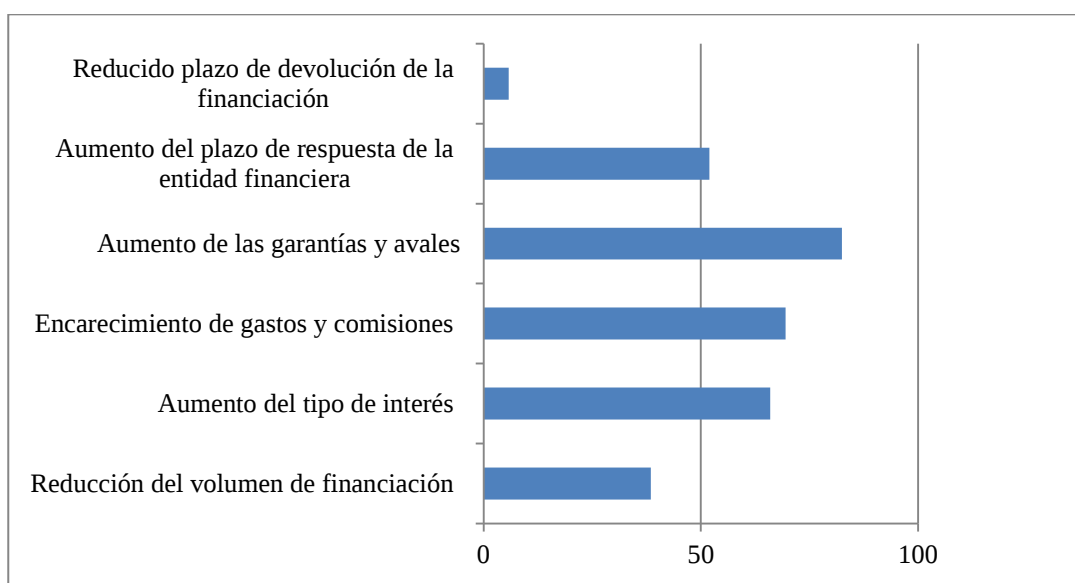


Fuente: Elaboración propia. Datos Comisión Europea (2011).

En la Unión Europea, en 2011, el segundo mayor problema para las pymes es el acceso a la financiación junto con la competencia (15% de los encuestados) como muestra el gráfico 1. Esto se debe fundamentalmente al endurecimiento de las condiciones para acceder al crédito bancario por parte de las entidades financieras.

Según la encuesta sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena, de ese mismo año del Consejo Superior de Cámaras (2011), el principal motivo, durante este periodo, del rechazo de créditos bancarios es porque las garantías eran insuficientes (gráfico 2).

Gráfico 2. Dificultades para acceder a la financiación para pymes españolas 2011 (porcentaje de las empresas encuestadas)



Fuente: Elaboración propia. Datos Consejo Superior de Cámaras (2011).

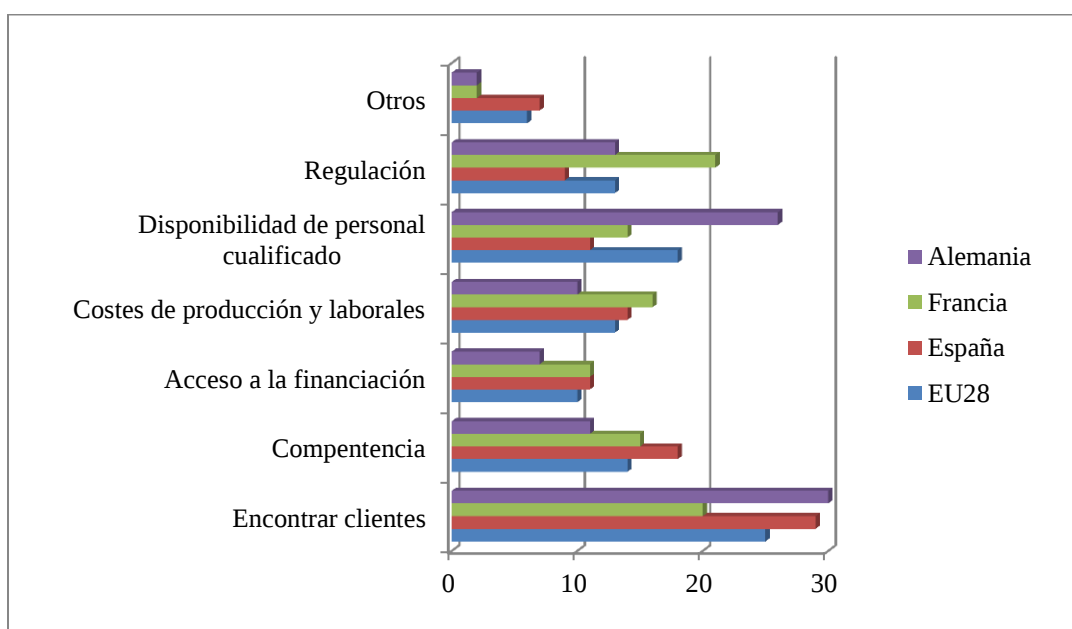
Para España, el principal problema para acceder a la financiación en 2011 era el aumento de las garantías y avales (82.5% de las empresas encuestadas) seguido del encarecimiento de gastos y comisiones y el aumento del tipo de interés a estas empresas (69.5% y un 66% respectivamente), como se puede observar en el gráfico 2, junto con otros obstáculos menos relevantes.

Todo esto, pone de manifiesto la necesidad de la aparición de otras fuentes financieras para solventar el problema del acceso a la financiación.

No obstante, los resultados de las encuestas más recientes apuntan una mejora considerable sobre la percepción de las pymes españolas para el acceso a la financiación bancaria (Menéndez, A. y Mulino, M., 2015, pp. 48-50).

En cuanto a la situación económica de las empresas, se experimenta una recuperación de la actividad económica con un aumento de los beneficios empresariales y las ventas. El problema del acceso a la financiación pierde relevancia (gráfico 3), surgiendo otros problemas de mayor importancia para las pymes como la competencia o los costes laborales. Si comparamos con otros países de la Unión Europea también se aprecia la pérdida de relevancia del acceso a la financiación. Para las pymes españolas, en 2015, este es el cuarto problema, mientras que para Francia o Alemania, es la dificultad a la que menos importancia le dan. En estos países los empresarios de pymes conceden más relevancia a encontrar clientes, disponer de personal cualificado, la regulación o los costes de producción y laborales.

Gráfico 3. Problemas más importantes para las PYMES. Datos de 2015 (%)



Fuente: Elaboración propia. Datos Comisión Europea (2015), p. 134.

Como conclusión, desde el inicio de la crisis las pymes sufrieron un deterioro en el acceso a la financiación junto con el endurecimiento de las condiciones para la concesión de préstamos por las entidades financieras. Sin embargo, las últimas encuestas realizadas a pymes ponen de manifiesto la mejoría de esta situación y la relajación de las condiciones para acceder al crédito bancario, tanto en España como en el conjunto de la UE. Esta mejora del acceso a la financiación es uno de los factores que contribuyen a la recuperación económica para España tras varios años de crisis. No obstante, además del

crédito bancario, han aparecido una variedad de fuentes alternativas de financiación para pymes.

3. SISTEMAS DE FINANCIACIÓN TRADICIONALES: EVOLUCIÓN

Para comprender cómo ha evolucionado la situación en lo referido a la financiación de las pymes es necesario tener una visión global de esta situación antes, durante y después de la crisis.

Durante los años anteriores a la crisis se creó un fuerte endeudamiento en la zona euro como porcentaje sobre el Producto Interior Bruto (PIB), en especial en España (tabla 1).

Tabla 1. Endeudamiento de las empresas como porcentaje del PIB

% del PIB	1996	2000	2004	2007
Zona del euro	57	74	78	88
Alemania	50	65	62	63
Francia	68	80	87	98
Italia	52	56	62	74
España	43	50	84	112
Holanda	85	103	95	93
Bélgica	83	129	149	154
Austria	60	77	77	78
Irlanda			100	114
Portugal	59	90	103	118
Grecia	31	42	47	56
Finlandia	74	98	96	100
Eslovenia			60	83

Fuente: Piñero Becerra, J.M. (2010), p. 41.

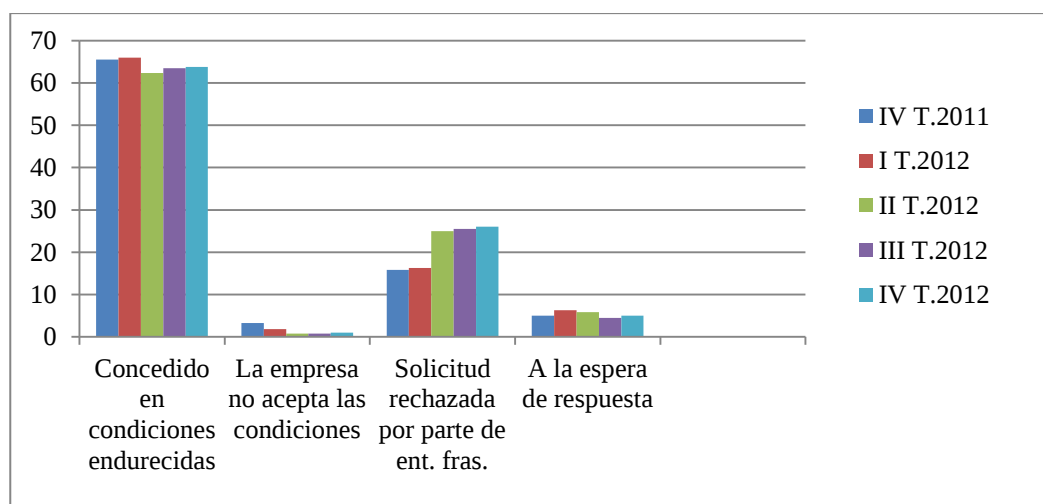
Este endeudamiento se instauró por el atractivo que suponía invertir con la finalidad de crecer, ya que se aplicaban en las operaciones crediticias unas reducidas primas de riesgo que no se correspondían con el riesgo que realmente se asumía. Esto es así porque, en este periodo anterior a la crisis, las entidades financieras tenían unas políticas comerciales fundamentadas en incrementar los beneficios a través de un alto crecimiento de la inversión. Como consecuencia de esto, se produce un aumento de la competencia y una relajación a la hora de analizar los criterios de riesgo en el momento de dar financiación. A esto, además, se une la alta liquidez existente en el mercado con históricos bajos tipos de interés y bajos niveles de inflación (Piñero Becerra, J.M., 2010, p. 41).

Así, en la tabla 1 se aprecia un porcentaje cada vez mayor de endeudamiento sobre el PIB, registrándose el más alto justo un año antes del inicio de la crisis, en 2007 con valores tales como Bélgica (154%), Portugal (118%), Irlanda (114%) y España (112%).

Esta situación fue especialmente delicada para las pymes, que durante estos años disfrutaron de un fácil acceso al crédito lo que provocó un escenario complicado.

Cuando empieza la crisis, en 2008, aparecen problemas de liquidez, acentuados aún más en septiembre de dicho año con la quiebra del Lehman Brothers. Dificultades que, además, vienen acompañadas de un aumento de la desconfianza. Las estrategias comerciales de las entidades financieras cambian y el fácil acceso de la pyme a la financiación se torna en un menor flujo de recursos económicos (Piñero Becerra, J.M., 2010, p. 44). Esto genera una preocupación para las pymes (gráfico 4), caracterizadas por una gran dependencia de la financiación bancaria. Durante el último trimestre de 2011 y el ejercicio 2012, las pymes que intentaron acceder a la financiación encontraron obstáculos y las que pudieron, lo hicieron mediante unas duras condiciones. Del total de pymes que accedieron, un 66%, reconocían haberlo hecho bajo duras condiciones. Por otra parte, se rechazaron hasta un 26% de solicitudes por parte de entidades financieras.

Gráfico 4. Pymes que han intentado acceder a la financiación ajena (%)



Fuente: Giménez Zuriaga, I. (2013), p. 187.

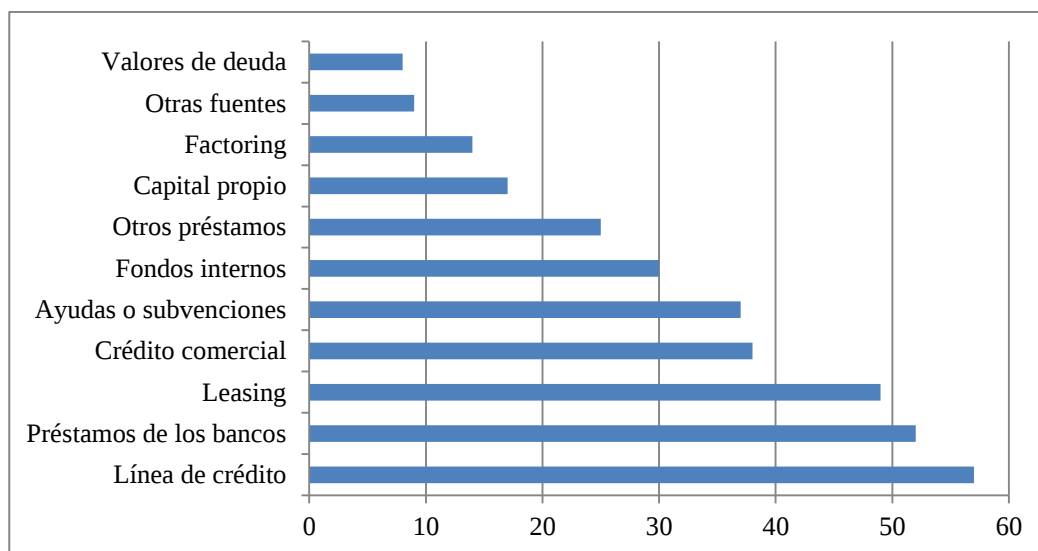
Centrándonos en el periodo actual, cuando se empieza a notar una cierta mejora de la situación económica, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona euro muestran una relajación en las condiciones de financiación, así como un aumento en la demanda de todas las categorías de préstamos. Estos resultados reflejan que continúan

debilitándose los criterios de aprobación de los préstamos bancarios en términos netos en el cuarto trimestre de 2015. Esto se debe fundamentalmente a las presiones de la competencia (Banco Central Europeo, 2016, p. 1).

Además, esta mejoría también se explica por las medidas del Banco Central Europeo (BCE), hacia el avance de la Unión Bancaria y la reestructuración del sector bancario. Adicionalmente, cabe resaltar la importancia de los factores de demanda y oferta como indicadores de la situación favorable del acceso al crédito. La solvencia en cuanto a la demanda de crédito pone de manifiesto que las pymes están aumentando su rentabilidad. Por el lado de la oferta, gracias a la reestructuración bancaria se ha dotado de mayor fortaleza a las entidades financieras y el aumento de la competencia. Todos estos son factores que contribuyen de manera positiva a la recuperación del acceso al crédito (Maudos, J., 2015).

Los resultados de la *Survey on the access to finance of enterprises*, elaborada por la Comisión Europea (2015), relatan que las fuentes más importantes de financiación externa en 2014 y 2015 fueron las líneas de crédito y préstamos bancarios. En el gráfico 5 se muestra la importancia de los distintos tipos de financiación en la Unión Europea en 2015.

Gráfico 5. Importancia de las distintas fuentes de financiación en la UE28 utilizadas por las PYMES en 2015 (porcentaje de las empresas encuestadas)



Fuente: Elaboración propia. Datos Comisión Europea (2015).

Los instrumentos más utilizados por las pymes para su financiación han sido las líneas de crédito y los préstamos bancarios. De hecho, para 2015 (gráfico 5) un 57% de las pymes

europeas acudieron a las líneas de crédito, mientras que los préstamos bancarios fueron utilizados por un 52% de estas empresas. Es también importante el recurso a la financiación mediante leasing, utilizado por casi la mitad de las empresas encuestadas.

4. IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN ESPAÑA Y EN LA UNIÓN EUROPEA.

Antes de analizar las distintas fuentes de financiación que existen para pymes y la importancia de estas en España y en la Unión Europea, sería necesario tener claro cuáles son las condiciones que tienen que cumplir para ser considerada pequeña y mediana empresa. Estos requisitos se clasifican en dos: el volumen de negocios o balance total y el número de trabajadores. Tener clara esta definición, como muestra la tabla 2, es interesante para profundizar en el acceso al capital a estas empresas.

Tabla 2. Requisitos para ser considerada pyme

Tipo de empresa	Nº de trabajadores	Volumen negocios	Balance total
Mediana	< 250	≤ 50 m €	≤ 43 m €
Pequeña	< 50	≤ 10 m €	≤ 10 m €
microempresa	< 10	≤ 2 m €	≤ 2 m €

Fuente: Comisión Europea (2006), p. 14.

Si se compara el porcentaje de pymes en España y en la Unión Europea con respecto a las grandes empresas, destaca el peso de las primeras, ya que más del 99% del tejido empresarial en ambos ámbitos está formado por pymes (tabla 3).

Tabla 3. Empresas según estrato de asalariados y porcentaje total, en España y en la UE (2015)

	Micro sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y mas	Total
ESPAÑA							
Nº	1.751.964	1.197.861	110.086	18.497	3.178.408	3.913	3.182.321
%	55,1	40,8	3,5	0,6	99,9	0,2	100
UE							
%	92,7		6,1	1	99,8	0,2	100

Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2015), p. 1.

Comparando España con la UE se aprecia que, en los dos espacios, predomina la presencia de pymes con un 99.9% y un 99.8% respectivamente. Si se desglosa esta clasificación dentro de las pequeñas y medianas empresas, en ambos ámbitos, cabe resaltar el peso de las microempresas, aquellas que tienen hasta nueve empleados, que superan el 90% del total.

Lo anteriormente analizado nos lleva a la importancia de la contribución al empleo de estas empresas (tabla 4).

Tabla 4. Empleo empresarial según estrato de asalariados para España y la UE (2015)

	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y mas	Total
ESPAÑA						
Nº	4.452.423	2.630.534	2.060.848	8.143.805	4.703.439	13.847.244
%	32,1	19	14,9	66	34	100
UE						
%	29,2	20,4	17,4	67	33	100

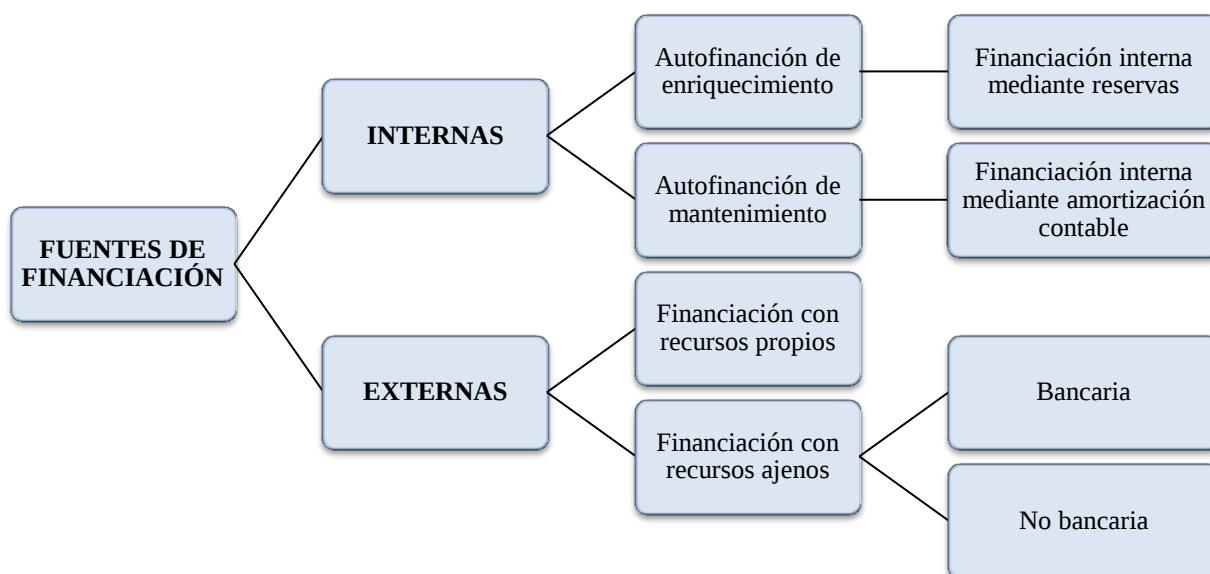
Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2015), p. 3.

En este cuadro se observa que la contribución de la pyme al empleo es mayor que en las grandes empresas, tanto en España como en la Unión Europea, con cifras similares. Si nos centramos en el caso de España, las PYME aportan el 66% del empleo empresarial. De ahí, la importancia del análisis de la situación de la financiación de las pymes.

5. FUENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA PYMES

Existen distintos tipos de financiación según el instrumento que se utilice (figura 1):

Figura 1. Clasificación de las fuentes de financiación



Fuente: Elaboración propia.

Los efectos de la crisis se han visto reflejados, entre otros, en la estructura de financiación de las pymes. El peso que ha tenido el crédito bancario como instrumento para acceder a la financiación se ha visto reducido por las duras condiciones de acceso. No obstante, la financiación bancaria y la autofinanciación siguen siendo los pilares fundamentales para la financiación de pymes (López Pascual, J., 2014, p. 122).

Esto refleja la necesidad de ampliar las distintas alternativas que tienen las pymes para obtener recursos, con el objetivo de reducir la dependencia bancaria y ser más competitivas, no solo a nivel nacional, sino a nivel internacional. Como consecuencia del fenómeno de la globalización, una empresa debe incrementar su presencia más allá de los mercados domésticos ya que la competencia es cada vez mayor.

Hoy en día, existen otras alternativas que pueden servir como complemento a la financiación tradicional o, incluso, para impulsar la globalidad y competitividad de pymes. Entre ellas se encuentra el crowdfunding, que ha tenido un gran desarrollo en los últimos años. Este va dirigido fundamentalmente, a pymes que se encuentran en su fase de

nacimiento. También han aparecido otros instrumentos como los business angels y el capital riesgo, muy parecido al anterior, que sirven como nexo entre los inversores y los emprendedores que necesitan financiarse. Otra alternativa dirigida a pymes es el acceso a los mercados de capitales, en el caso español, el mercado alternativo bursátil (MAB). Este instrumento va dirigido a pymes que quieran expandirse, ya que esta fuente de financiación ofrece una regulación adecuada a las características de este tipo de empresas (López Pascual, J., 2014, pp. 120-122).

A lo largo de este epígrafe se explicarán las fuentes alternativas de financiación a las que pueden acceder las pymes. Todas ellas son fuentes de financiación ajenas con recursos externos y no bancarias.

5.1. EL CROWDFUNDING

5.1.1. CONCEPTO Y TIPOS DE CROWDFUNDING

El crowdfunding consiste en la financiación participativa de proyectos. Esta forma de financiación hace posible poner en contacto a aquellos que quieren invertir dinero (contribuyente o inversor) con los que lo necesitan para llevar a cabo un proyecto empresarial (promotor). La principal característica que diferencia este método de otras alternativas es que esta conexión entre inversores y promotores se hace a través de una plataforma por internet. Para dar a conocer que se quiere financiar un proyecto, es necesario lanzar una campaña de marketing vía on-line con el fin de que llegue al mayor número posible de inversores interesados en el proyecto. De ahí la importancia de llevar a cabo una buena publicidad que de la máxima cobertura posible, como factor indispensable para el éxito de la financiación al proyecto. Esta alternativa de financiación no solo permite obtener recursos económicos para llevar a cabo el proyecto, sino que, también, le da la posibilidad al promotor de poder testar su producto o servicio con su potencial consumidor o usuario y, como consecuencia, podría crear una sólida base de clientes (Gracia Labarta, C., 2014, pp. 3-5).

Estamos, por tanto, ante una forma de financiación en la que los propios inversores que aportan financiación se convierten en consumidores de los proyectos. Un ejemplo de esta situación está en Wikipedia, ya que puede ser editada por una multitud de personas, por lo

tanto son usuarios a la vez que creadores de los contenidos (Sánchez Roger, M., 2015, p. 5).

Existen distintos tipos de crowdfunding dependiendo del tipo de inversor, la contraprestación y el tipo de proyecto a financiar (Gracia Labarta, C., 2014, pp. 6-7 y Asociación Española de Crowdfunding, 2014, p. 4):

- **Crowdfunding de recompensas** (reward crowdfunding): en este método, como contraprestación a la aportación del inversor o contribuyente, se ofrece un producto o servicio del promotor. Está especialmente dirigido a proyectos de productos creativos.
- **Crowdfunding de préstamos** (debt crowdfunding): en este modelo la contraprestación es monetaria, en concreto, la parte que le corresponde al inversor en el proyecto que ha financiado más un tipo de interés pactado.
- **Crowdfunding de inversiones** (equity crowdfunding): es muy parecido al anterior, con la diferencia de que el inversor tiene la posibilidad de adquirir titularidad en forma de acciones, derechos o participaciones del proyecto empresarial que ha financiado o de la empresa del promotor.
- **Crowdfunding de donaciones** (donation crowdfunding): con este modelo no se financian proyectos empresariales sino de interés general. Está especialmente dirigido a proyectos solidarios, en los cuales el inversor no recibe contraprestación.

A pesar de que se han estudiado por separado cada uno de estos modelos, cabe resaltar que en la actualidad se pueden combinar.

El tratamiento contable y fiscal de este tipo de operaciones varía según el tipo de operación que se lleve a cabo. Por ello, es determinante si quien invierte o recibe recursos económicos es una entidad jurídica o física, con el fin de establecer las responsabilidades tributarias (Benito Mundet, H. y Maldonado Gutiérrez, D., 2015, p. 77).

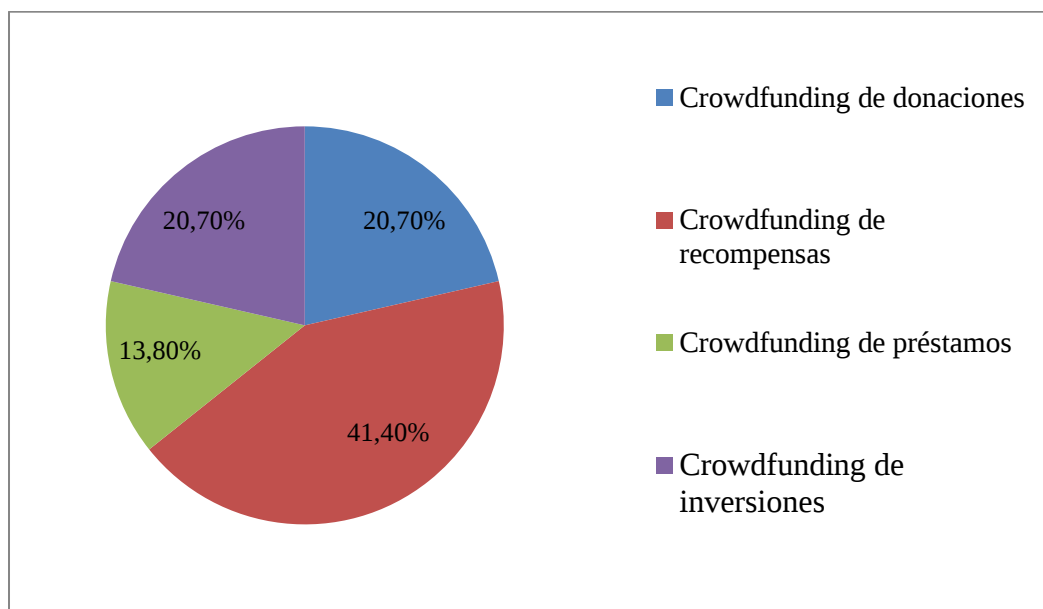
Con esta forma de financiación se trata, por ejemplo, de recuperar un sector muy acusado por la crisis como es el de la construcción. Gracias al crowdfunding cualquier persona puede ser un inversor inmobiliario. Se ofrece una alta rentabilidad bruta que puede llegar hasta un 70% en 5 años. El inversor decide en qué tipos de inmuebles invertir y cómo diversificar su riesgo, teniendo en cuenta los límites fijados para los inversores no acreditados por la Ley del Crowdfunding, (que se explica más detenidamente en siguiente

apartado). Esta fórmula ha conseguido a más de 550 inversores en un plazo de seis meses (López Letón, S., 2016).

5.1.2. PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING

La modalidad más utilizada de crowdfunding es el de recompensa, de hecho, el 41.4% de las plataformas se dedican a este modelo (gráfico 6). Le sigue el crowdfunding de donaciones e inversiones, con un porcentaje cerca del 25% para cada una. Por último, el crowdfunding de préstamos es el menos utilizado por pymes como forma de financiarse. No obstante cuenta con un gran potencial de crecimiento (Asociación Española de Crowdfunding, 2014, p. 6).

Gráfico 6. Tipos de plataformas de crowdfunding en España, 2014 (% sobre el total)



Fuente: Asociación Española de Crowdfunding (2014), p. 6.

En España existen muchas plataformas de crowdfunding, algunos ejemplos de estas son (tabla 5):

Tabla 5. Ejemplos de plataformas de Crowdfunding en España

PLATAFORMA	DESCRIPCIÓN
CROWDFUNDING DE RECOMPENSA	
Bandeed	Para conciertos bajo demanda
Crowdfunding España	Para proyectos creativos
La Tahona Cultural	Para proyectos culturales
CROWDFUNDING DE PRÉSTAMOS	
Comunitae	Empresa pionera en préstamos entre particulares
ECrowd!	Para proyectos de eficiencia energética o de redes de fibra óptica
CROWDFUNDING DE INVERSIONES	
Bestaker	Para proyectos de gran creación de valor y alto potencial de rentabilidad
Bizup	Para vender, comprar e invertir en startups, proyectos, pymes y traspasos de negocios
CROWDFUNDING DE DONACIONES	
Trustpacency	Para proyectos sociales
I love Science	Para la financiación de proyectos científicos
EcoCrowdfunding	Para proyectos centrados en el medio ambiente
MIXTO:RECOMPENSA E INVERSIÓN	
Lemon Fruits	Conecta a emprendedores y jóvenes empresas con inversores y colaboradores
Uniempre	Desarrollada por la Universidad de Valencia financiada por el Ministerio de Educación dentro del marco del programa de Atención Integral y Empleabilidad de los Estudiantes Universitarios

Fuente: Elaboración propia. Datos de Crowdacy: "Plataformas de Crowdfunding en España".

5.1.3. REGULACIÓN DEL CROWDFUNDING

La Ley 5/2015 es la reguladora de la financiación colectiva en España, que afecta al crowdfunding de préstamos y de inversión. El objetivo por el que se ha regulado es su promoción como una fuente de financiación más dentro de las distintas posibilidades existentes. Por lo tanto, se hace necesario apostar por una cobertura jurídica clara a este tipo de actividades. Los principios básicos de esta ley son dos: se considera la actividad del crowdfunding diferenciada de otras fuentes tradicionales y se busca una protección al inversor acorde con esta incipiente y novedosa forma de financiación (Arnal Martínez, J. y Bravo Álvarez, A.J., 2015, pp. 33-34).

Dicha ley se resume en las siguientes medidas (Moncada, J., 2015):

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es la encargada de supervisar, inspeccionar y sancionar las plataformas de crowdfunding.
- Dichas plataformas, deben disponer de fondos propios, siendo la cantidad mínima de 60.000€. Además, deben acreditar la capacidad de los administradores para realizar sus funciones, contar con una buena organización tanto administrativa como contable y tener un reglamento interno de conducta.
- Esta ley también exige cumplir con el principio de información y transparencia. De manera que la plataforma tiene que presentar información acerca de su funcionamiento, el nivel de riesgo que incurre en la financiación de los proyectos empresariales y el grado de supervisión de la financiación. Además, es necesario que el proyecto que se va a financiar con esta modalidad presente toda la información que necesite el inversor para decidir si financiar o no.
- Se imponen limitaciones en las plataformas para proteger al inversor y evitar conflictos de interés. Se distingue entre inversores acreditados y no acreditados y se impone que estos últimos no puedan invertir más de 3.000€ por proyecto empresarial ni 10.000€ anuales. Se reconocen como inversores acreditados todos aquellos profesionales, más los que lo solicitan y cuentan con una renta superior a 50.000€ anuales o un patrimonio financiero superior a 100.000€. También se consideran como inversores acreditados todos aquellos que tienen un contrato de asesoramiento financiero.

5.1.4. EL CROWDFUNDING EN ESPAÑA

En España, el primer caso conocido de crowdfunding lo experimentó el grupo de rock Extremoduro en 1989. Para poder editar su primer disco, pidieron a seguidores y amigos que les compraran papeletas por 1.000 pesetas para recaudar dinero, de hecho, recogieron 250.000 pesetas. La recompensa sería, recibir el disco una vez editado y aparecer en la lista de los agradecimientos.

En España se está adoptando poco a poco una economía colaborativa como una innovadora alternativa a los tradicionales sistemas de financiación. El crowdfunding está jugando un papel esencial y es, cada vez más, un instrumento de financiación alternativo utilizado por pymes. Entre 2012 y 2014 se triplicó la recaudación por crowdfunding. Aportándose este

último año 62 millones de euros a proyectos, un 114% más que en 2013 que era de 19 millones de euros (tabla 6). A pesar de que hay menos campañas de crowdfunding de inversión, es esta modalidad de financiación la que consigue mayores recaudaciones seguidas por los préstamos (Wardrop, R. et al., 2015, p. 33).

Tabla 6. Volumen de recaudación por tipos de crowdfunding en el periodo 2012-2014 (en millones de euros)

	2012	2013	2014
Crowdfunding de recompensas	8.1	19.5	35.1
Crowdfunding de préstamos	0.5	2.8	13.7
Crowdfunding de inversiones	1.2	6.2	10.5
Crowdfunding de donaciones	0.3	0.6	0.8

Fuente: Wardrop, R. et al. (2015), p. 33.

5.2. LOS BUSINESS ANGELS

5.2.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y TIPOS DE BUSINESS ANGELS

Esta alternativa de financiación consiste en la aportación de dinero por parte de un inversor privado (empresas, directivos, empresarios o ahorradores) a empresas pequeñas y no cotizadas. Estos inversores suelen invertir en proyectos que se encuentran en sectores conocidos para ellos y se ubican geográficamente cerca de su residencia habitual. Al invertir, se convierten en socios de la pyme pero con carácter minoritario, estando el poder de decisión en el equipo promotor (Colomer, A. et al., 2009, pp. 34-35).

Tiene especial importancia en la creación de empresas innovadoras, en concreto en las etapas iniciales, también llamadas semilla y arranque. Mediante este sistema, dichos inversores ayudan a suplir el problema al que se enfrentan los emprendedores cuando ponen en marcha su idea empresarial, que es la necesidad de financiación (Colomer, A. et al., 2009, p. 41).

Algunos ejemplos de empresas que han tenido éxito y que utilizaron esta fuente de financiación son Google, Starbucks o Skype (AEBAN, “Business Angels”).

Las características comunes de los business angels son (AEBAN, “Business Angels”):

- Son inversores que utilizan su propio dinero para invertir. Normalmente éste oscila entre los 25.000€ y los 250.000€ (menos del 25% de su capital disponible), dependiendo del tipo de inversores, que se estudiará más adelante.
- Las decisiones de inversión las toman ellos mismos.
- Las pymes a las que se dirigen son ajenas, es decir, no existe ningún tipo de relación con el inversor y el emprendedor, como puede ser de parentesco o amistad.
- Invierten para ganar dinero, entre otras razones.

En muchos casos, la figura del inversor no solo se limita a la aportación de capital. Puede darse el caso de que la persona que se encarga de financiar el proyecto también aporte valor añadido en forma del llamado capital inteligente o “4C”: conocimiento, confianza, contactos y capital. Esto nos lleva a distinguir entre diversas tipologías de business angels, que se clasifican según el nivel de actividad, el papel que desempeña el inversor dentro de la pyme financiada y el número de inversores (ESBAN, 2012, pp. 43-45):

a) Según el nivel de actividad:

- **Business angels operativos:** son los que realizan más de una inversión al año. Su objetivo es conseguir un volumen determinado de inversiones.
- **Business angels pasivos:** son todos aquellos que a pesar de valorar los proyectos de inversión, aún no han decidido realizar ninguna inversión en capital.

b) Según el papel que desempeña dentro de la pyme:

- **Business angels empresariales:** son directivos de empresa que, además de aportar capital, también se implican en la gestión de la empresa. La inversión ronda entre 50.000€ y 150.000€.
- **Business angels trabajadores:** directivos que deciden trabajar en la empresa que han financiado. La inversión ronda entre 50.000€ y 90.000€.
- **Business angels consultores:** directivos o profesionales que, en lugar de encargarse de la financiación de la empresa, transfieren su *know how* a los emprendedores junto con su red de contactos.

- **Business angels financieros:** son inversores que sólo aportan capital, principalmente por la razón de la rentabilidad esperada, por ello son los que más dinero aportan. La inversión suele rondar entre los 150.000€ y 300.000€.

c) Según el número de inversores:

- **Business angels individuales:** inversores que desarrollan su actividad de manera individual. Normalmente, este tipo es más adecuado para proyectos que requieren menor cantidad de inversión.
- **Business angels sindicados:** inversores que se reúnen para invertir conjuntamente.

5.2.2. REDES DE BUSINESS ANGELS EN ESPAÑA

Actualmente existen redes de business angels que tienen como fin, entre otras, poner en contacto a inversores y emprendedores. El objetivo común de los inversores que integran dichas redes, es la participación en proyectos empresariales. Se pueden crear desde distintos ámbitos: entidades públicas, agrupaciones de business angels, asociaciones empresariales, etc. Además, se pueden crear con ánimo de lucro o no (ESBAN, 2012, p. 60).

Estas redes sirven, además, para promover la competitividad de las pymes. Para ello, es necesario que el proyecto empresarial presentado por el emprendedor tenga previsión de éxito y sea atractivo entre los inversores y éstos decidan aportar su dinero. En este sentido, cobran especial importancia los planes de empresa elaborados por el emprendedor. Los ámbitos que tiene que incluir para guiar al inversor en el momento de la evaluación del proyecto son: la evaluación de la empresa, la estrategia de éxito, la protección de los accionistas minoritarios, los aspectos fiscales y, por último, la necesidad de la debida diligencia (ESBAN, 2012, pp. 66-67).

En España, hay tres tipos de redes dependiendo de las empresas a las que se dirijan (ESBAN, 2012, pp. 95-96):

- **Nacional:** llamada ESBAN (Red Española de Business Angels), cuyo objetivo es promover la competitividad y el crecimiento de pymes. Actúa bajo una forma jurídica sin ánimo de lucro y sus objetivos son, principalmente, dar a conocer este tipo de financiación entre los emprendedores, desarrollar el potencial que los

business angels pueden aportar a España, promover la inversión y agrupar a todas las redes que actúan en el país.

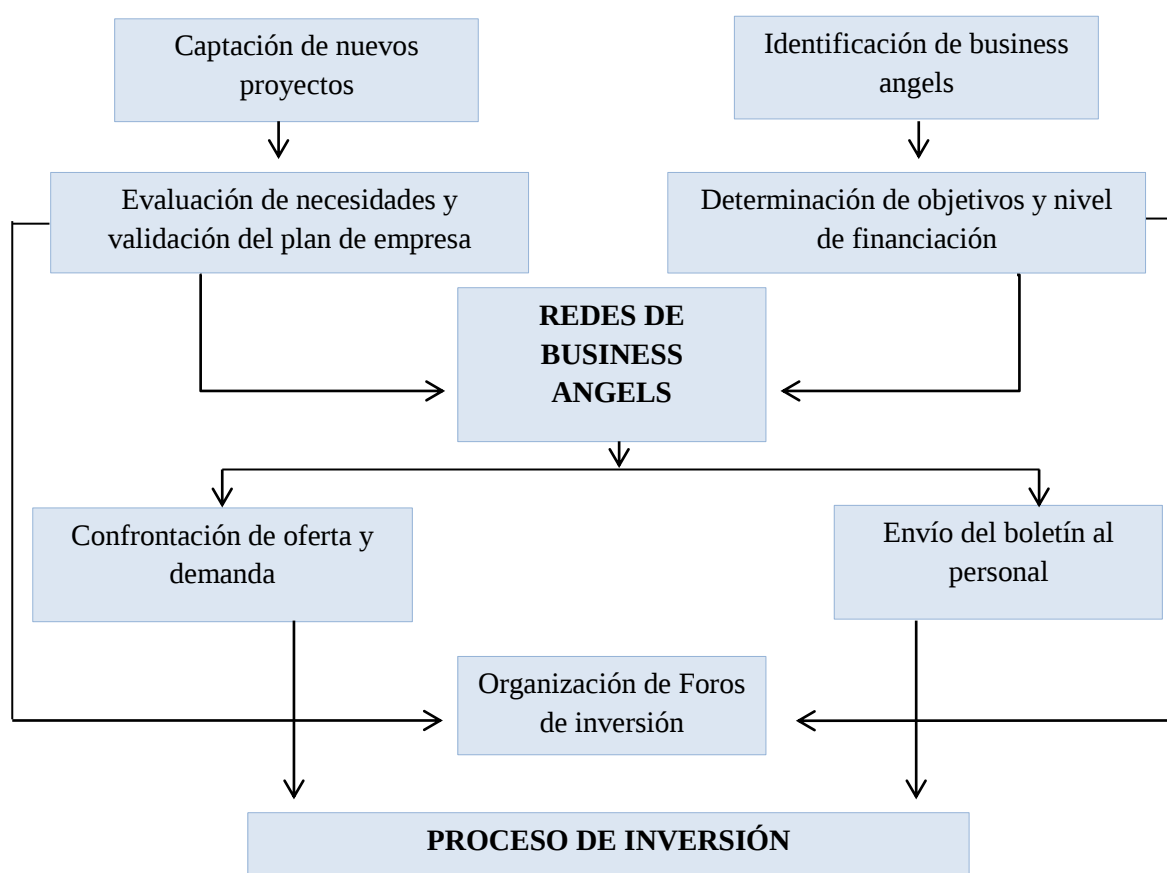
- **Regionales o locales:** se dedican a prestar sus servicios en su zona de influencia. Ejemplos de redes de este tipo podrían ser: BANC (Business Angels Network Catalunya), BANG (Business Angels Network Galicia), ASBAN (Red Asturiana de Business Angels) y AABAN (Asociación de Business Angels Networks de Andalucía).
- **Sectoriales:** estas redes persiguen promover el desarrollo de pymes de un sector concreto.

Además de estas redes, también se pueden encontrar algunas que desarrollan su actividad exclusivamente por Internet.

Como estamos ante una fuente de financiación que aún es incipiente, resulta importante resaltar la formación y el asesoramiento que realizan las escuelas de business angels. En España, la escuela de negocios IESE, de la Universidad de Navarra, ha organizado un centro de este tipo, con el objetivo de contribuir en la formación de business angels y, además, ha creado una plataforma para el intercambio de experiencias e información entre ellos (ESBAN, 2012, p. 74).

El funcionamiento de estas redes (figura 2), es muy sencillo. Primero se procede a la captación de nuevos proyectos empresariales. Esto se puede hacer desde distintos ámbitos, ya sean desde universidades, viveros de empresas, etc. A continuación, estos proyectos son validados y evaluados. Una vez que se eligen aquellos que van a ser financiados y se rechazan los que no han sido aceptados, se identifican los business angels que quieran y tengan la suficiente capacidad de aportar capital. Seguidamente, se establecen los objetivos y el nivel de financiación. Por último, se inicia el proceso de relación del inversor y emprendedor que puede o no, concluir con la inversión del business angels en el proyecto empresarial.

Figura 2. Esquema del funcionamiento de una red de business angels



Fuente: ESBAN (2012), p. 71.

5.2.3. EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE BUSINESS ANGELS EN ESPAÑA

La financiación vía business angels en España es un fenómeno reducido pero con potencial de crecimiento ya que cada año se supera el volumen de inversión. La cantidad invertida por esta fuente de financiación se incrementó en un 18.4% en 2014, situándose en 22.7 millones de euros, de los cuales 20.6 millones fueron destinados a nuevas inversiones (tabla 7). Sin embargo, el número de ofertas mostró un descenso de un 3.6% (Webcapitalriesgo, 2015, p.11).

Tabla 7. Cantidad y número de inversiones business angels en España

Tipo de inversión	Cantidad invertida (millones de euros)			Número de operaciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Nuevas inversiones	11.2	17.9	14	190	297	282
Inversiones de seguimiento	1.2	1.3	2.1	20	38	41
Total	12.4	19.2	22.7	210	335	323

Fuente: Webcapitalriesgo (2015), p.11.

Si se atiende a la etapa del ciclo de vida de la empresa a financiar, el grueso se encuentra en la primera fase, en la que predomina este tipo de financiación (Webcapitalriesgo, 2015, p. 12).

Si nos centramos en la inversión por sectores, el sector más financiado por business angels es el de Internet y Comunicaciones (56% del total), seguido de la Informática y Tecnología (28% del total). Por último, el que menos predomina es el de Ciencias (7% del total). (Webcapitalriesgo, 2015, p. 12).

Dependiendo del tipo de inversor, la cantidad de inversión varía, siendo la más alta la que realizan los business angels financieros. En este sentido, el 96% de la inversiones realizadas en 2014 fueron de una cantidad inferior a 250.000€. Solo se registraron 2 operaciones entre 500.000€ y 1.000.000€, y tan solo una operación que supera el millón de euros (tabla 8).

Tabla 8. Cantidad y número de inversiones de business angels por tramo de inversión

Tramo de inversión (millones de euros)	Cantidad invertida (millones de euros)			Número de operaciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
0-0.25	9.78	14.76	17.21	207	323	310
0.25-0.5	0	3.11	3.02	0	10	10
0.5-1	1.28	1.30	1.23	2	2	2
1-2.5	1.30	0	1.25	1	0	1
Total	12.36	19.17	22.70	210	335	323

Fuente: Webcapitalriesgo (2015), p. 12.

Por último, este tipo de inversión también varía según la zona de España, siendo más utilizada por empresas de Cataluña (173 empresas), la cual representa el 35.6% del total nacional. Le sigue la región de Madrid, con un total de 154 empresas y un porcentaje cercano al anterior, un 31.7%. Valencia representa un 14.8% con un total de 72 empresas. El resto está repartido por las demás regiones que tienen menor actividad en este tipo de financiación (tabla 9).

Tabla 9. Cantidad y número de inversiones business angels por regiones en España

	Cantidad (millones de euros)			Número de empresas		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Madrid	6.7	9.0	11.4	62	121	154
Cataluña		10.1	17.9	38	100	173
Andalucía	1.1	1.5	3.0	3	9	13
País Vasco	0.1	0.1	0.4	2	5	13
Galicia	0.0	0.0	0.2	0	0	2
Castilla-León	1.3	1.8	0.8	2	3	2
Castilla-La Mancha	0.0	0.0	0.1	1	1	2
Aragón	0.3	0.3	0.3	3	5	5
Extremadura	0.0	0.0	0.0	0	0	0
Canarias	0.0	0.0	0.0	0	0	0
Navarra	0.0	0.0	0.0	0	1	1
Asturias	0.0	0.3	0.3	1	6	8
Comunidad valenciana	0.5	4.5	9.1	10	36	72
Baleares	2.6	3.7	3.7	27	36	36
Murcia	0.0	0.0	0.0	0	1	1
Cantabria	0.0	0.1	0.1	1	2	2
La rioja	0.0	0.0	0.1	1	1	2
Ceuta/Melilla	0.0	0.0	0.0	0	0	0
Total	17.0	31.5	47.4	151	327	486

Fuente: Webcapitalriesgo (2015), p.14.

5.3. EL CAPITAL RIESGO

5.3.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y TIPOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL RIESGO

El capital riesgo es un instrumento de intermediación financiera no bancaria dirigido sobre todo a pymes que se encuentran en la fase de nacimiento o expansión. Las iniciativas emprendedoras de estas empresas son las que habitualmente encuentran mayores dificultades para obtener capital, sobre todo, si se trata de cubrir mediante financiación bancaria, ya que el nivel de riesgo en el que se incurre es elevado. Es en este contexto, donde la figura del capital riesgo cobra mayor importancia, puesto que puede ser una buena opción para conseguir fondos a largo plazo (Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R., 2015, p. 35).

Mediante esta alternativa de financiación, se aportan recursos financieros a empresas no cotizadas a través de recursos propios a cambio de una participación temporal mayoritaria o minoritaria en el capital de las empresas financiadas. Las características del capital riesgo son (Lavilla Rubira, C., 2014, pp. 101-102):

- La financiación se lleva a cabo mediante un inversor especializado (entidad de capital riesgo) que aporta, además de recursos económicos, capacidad de gestión y creación de valor.
- Se aporta capital a la pyme a través de la suscripción de acciones, aunque no se descarta la utilización de otros instrumentos financieros.
- La duración de la inversión suele rondar entre los tres y siete años.
- La desinversión se puede llevar a cabo mediante la venta (a otra empresa, a otra entidad de capital riesgo o al equipo directivo) o la colocación en el mercado de valores.
- La inversión de capital riesgo puede darse en cualquier etapa de la vida de una empresa.

Se puede hablar de distintos tipos de inversión en capital riesgo según la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa participada (Zozaya González, N. y Rodríguez Guerra, J., 2007, pp. 4-3):

- **Semilla (seed):** se aportan recursos antes de que se inicie la producción del producto. Suele ir dirigido a financiar la prueba de prototipos, el diseño del producto, etc.
- **Arranque (start-up):** se aportan recursos para financiar el desarrollo inicial y la primera comercialización.
- **Expansión:** se aportan recursos para financiar el crecimiento de la empresa. Suele ir destinado a la adquisición de activos fijos y al acceso a nuevos mercados, entre otros.
- **Sustitución:** se adquieren acciones existentes que se encuentran en poder de otra entidad de capital riesgo u otro accionista.
- **Adquisición con apalancamiento (Leveraged Buy-out-LBO):** se trata en la compra de empresas en la que una parte es financiada con recursos ajenos y otra con activos de la empresa adquirida. Las adquisiciones pueden venir por parte de los directivos de la empresa (MBO) o por los directivos de una empresa similar (MBI).
- **Reorientación:** se aportan recursos a empresas que se encuentran con dificultades financieras.
- **Refinanciación de deuda:** tiene como objetivo disminuir el nivel de endeudamiento de una empresa y para ello se sustituye la deuda por recursos propios.

Existen dos términos que se utilizan para diferenciar entre las inversiones que se realizan en la fase inicial o de desarrollo en una empresa (venture capital), y las que se realizan en empresas consolidadas (private equity). Aunque en el caso de España se utiliza el término de capital riesgo para englobar a ambas inversiones, cada vez se hace más esta distinción. Estas dos formas de financiación tienen en común la participación mediante un inversor profesional y la inversión en empresas no cotizadas. También tienen características distintivas (tabla 10):

Tabla 10. Características del venture capital y del private equity

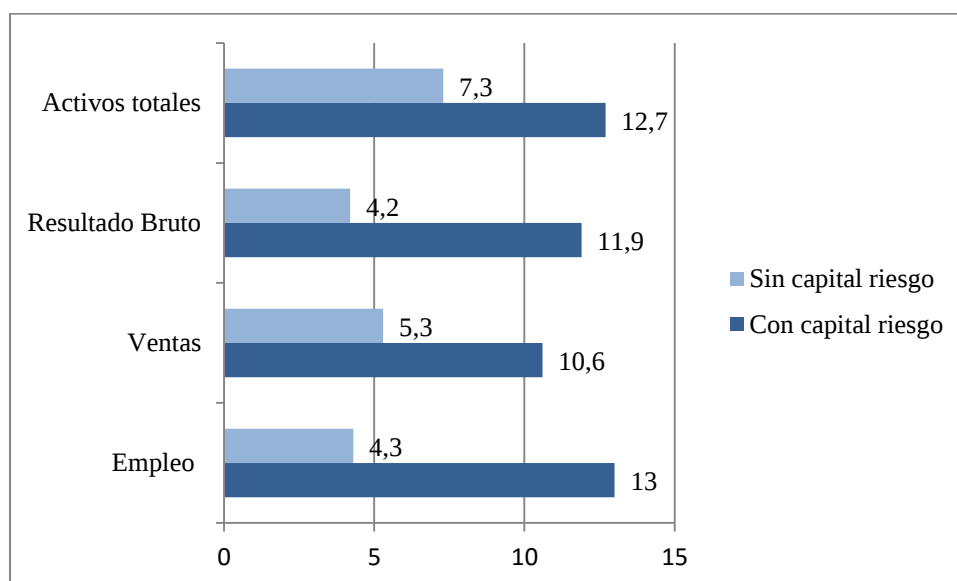
VENTURE CAPITAL	PRIVATE EQUITY
Gestión del conocimiento	Gestión de los flujos de caja
Apoyo al emprendedor	Apoyo a los directivos expertos
Tecnología innovadora	Sectores tradicionales ya establecidos
<i>Due diligence</i> financiera limitada	<i>Due diligence</i> financiera amplia
Generalmente inversión minoritaria	Generalmente inversión mayoritaria
Desinversión incierta	Desinversión clara
Alto riesgo	Riesgo limitado

Fuente: Lavilla Rubira, C. (2014), p. 103.

5.3.2. IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO

Se puede decir que las pymes que son financiadas mediante el capital riesgo crecen más rápido, generan más empleo e invierten y se internacionalizan con más fuerza que las empresas que no optan por esta opción (gráfico 7) (Lavilla Rubira, C., 2014, p. 104). Tanto es así, que en términos de crecimiento de empleo, en 2011 supuso un 13% para aquellas empresas que habían recibido capital mediante esta vía de financiación, frente a un 4.3% para las que no habían optado por esta alternativa. Diferencias que también destacan en las ventas (5.3% más en las financiadas por capital riesgo), en el resultado bruto (7.7% más de beneficios) y en los activos totales (5.4% más de activo total). Por lo tanto, el capital riesgo estimula la economía y la dinamiza. Además también se ha demostrado que reduce la tasa de fracaso empresarial. Todo esto es posible gracias al factor de creación de valor que va incluido junto con la aportación de capital. De manera que, además de aportar recursos, se aporta profesionalización en la gestión empresarial, estabilidad financiera y credibilidad frente a terceros, entre otros (Lavilla Rubira, C., 2014, p. 103).

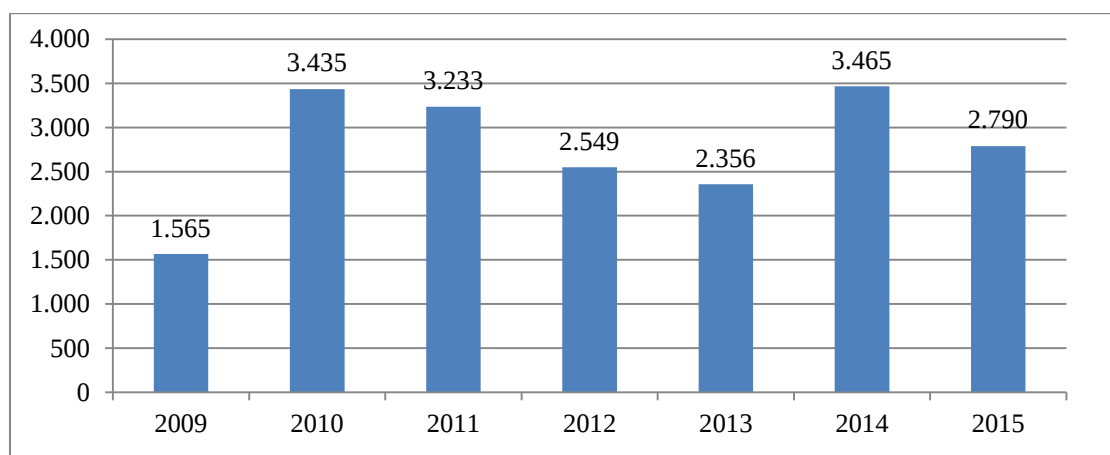
Gráfico 7. Impacto económico y social del capital riesgo en 2011 (%)



Fuente: Lavilla Rubira, C. (2014), p. 104.

En el gráfico 8 se representa el volumen total de inversión en capital riesgo para el periodo 2009-2015. La etapa del 2009-2013 se conoce como “cese de crecimiento de la actividad” ya que la crisis también afectó a las inversiones realizadas por capital riesgo y se encontraron problemas para captar nuevos fondos. Aun así, este sector siguió invirtiendo, sobre todo, gracias a la presencia de los fondos internacionales de capital riesgo (Lavilla Rubira, C., 2014, p. 106). En 2014 se registra el mayor volumen de inversión (3.465 millones de euros) disminuyendo en un 19.5% en 2015 respecto al 2014. Esto se debe al menor número de operaciones cerradas por encima de 100 millones de euros (ASCRI, 2016, p. 4).

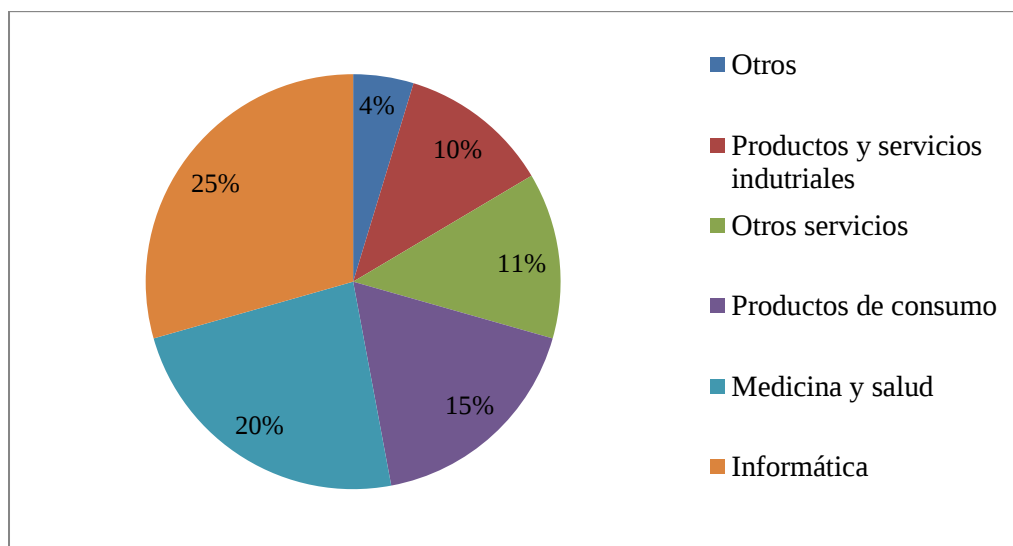
Gráfico 8. Volumen de inversión en capital riesgo 2009-2015 (en millones de euros)



Fuente: ASCRI (2016), p. 4.

Si se desglosan los 2.790 millones de euros invertidos mediante capital riesgo en 2015 por sectores (gráfico 9), destaca la inversión en el sector de medicina y salud e informática que alcanzan conjuntamente casi la mitad de la inversión, con un 20% y 25% respectivamente (ASCRI, 2016, p. 7).

Gráfico 9. Volumen de inversión por sectores en 2015 (%)



Fuente: ASCRI (2016), p.7.

5.3.3. ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (ECR)

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre es la encargada de regular en España las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, con el objetivo de dotarlas de un marco jurídico flexible que promueva el desarrollo de esta actividad consistente en la dotación de recursos a empresas que realizan actividades de I+D+i (Investigación, Desarrollo e Innovación) según la propia ley. Las entidades que están autorizadas para desarrollar la actividad de capital riesgo son en España las Sociedades de Capital Riesgo (SCR), los Fondos de Capital Riesgo (FCR) y las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR).

La labor de estas entidades es principalmente (Aparicio González, M., 2014, pp. 3 y 5):

- **Sociedades de Capital Riesgo.** Son entidades de capital riesgo que obtienen capital de inversores a través de una actividad comercial con el objetivo de crear beneficios para estos. Se caracterizan por la adopción de forma de sociedades anónimas. Algunos ejemplos de Sociedades de Capital Riesgo son: Activos y

Gestión Accionarial (Madrid), Aser Capital (Barcelona), Sinensis Seed Capital (Valencia), Talde Promoción y Desarrollo (Bilbao) o Ivercaria (Andalucía).

- **Fondos de Capital Riesgo.** Son patrimonios que pertenecen a muchos inversores. Su gestión y representación se lleva a cabo a través de una Sociedad Gestora de Capital Riesgo. Algunos ejemplos de Fondos de Capital Riesgo son: Ahorro Corporativo Infraestructuras, gestionado por Ged Capital Development; Fond- Ico Global, gestionado por Axis Participaciones Empresariales o Jereime Andalucía, gestionado por Inversión, Gestión y Desarrollo de Capital Riesgo de Andalucía.

Entre los casos en los que se ha utilizado este tipo de financiación, se encuentran por ejemplo el de la Joyería Tous. En 2015, se lleva a cabo una operación de capital riesgo por sustitución a la Joyería Tous con la venta de una posición minoritaria dentro de su capital. El inversor ha sido Partners Group que es una entidad de inversión suiza que gestiona 37.000 millones de euros, tiene relación con España por algunas de sus participaciones en empresas como Softonic (Expansión: “Tous ya tiene favorito para entrar en su capital”).

Otro ejemplo fue la operación de capital riesgo por refinanciación de deuda a Telepizza por la firma de capital riesgo KKR y otros fondos del 49% de la compañía en 2014. Esto dio como resultado que la deuda que tenía la empresa financiada pasara de 485 a 285 millones de euros y, con esta reducción de deuda, Telepizza podrá continuar con su internacionalización (Cinco días: “KKR y otros fondos se hacen con el 49% de Telepizza”).

5.4. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

5.4.1. CONCEPTO Y PRINCIPALES VENTAJAS

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) surge en 2009 como vía para conseguir que las pymes sean más competitivas, financiando su expansión a mercados diferentes en los que operan, ya sean nacionales o internacionales. Por esta razón, el principal objetivo del MAB es financiar a empresas de reducida capitalización que se encuentran en la fase de expansión a través de recursos propios. Este mercado de valores tiene una regulación específica y está supervisado y controlado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Calderón Patier, C., y González Lorente, A., 2012, p. 81).

Esta alternativa para obtener recursos económicos, tiene ventajas tanto para las empresas que consiguen liquidez (empresas participantes) como para los inversores. Estas son (Calderón Patier, C., y González Lorente, A., 2012, pp. 86-88):

1. Una vez que la empresa está dentro del mercado, la línea de financiación es permanente, es decir, se permite hacer sucesivas ampliaciones de capital según se vayan desarrollando la necesidad de expansión de la empresa. Esto se traduce en un fácil acceso a la financiación.
2. Por el hecho de cotizar en el MAB, la empresa tiene la oportunidad de darse a conocer y le proporcionará, además, prestigio y buena imagen.
3. Como es el propio mercado el que fija el precio de las acciones, permite valorar a la empresa, esto da lugar a que los inversores tengan una referencia objetiva sobre el valor de sus activos y sirve también de garantía.
4. Mejora la eficiencia y la eficacia en la gestión de pymes, además de facilitar su profesionalización.
5. El accionista o inversor cuenta con la posibilidad de convertir sus acciones en dinero y aumentar su liquidez.
6. Existen incentivos fiscales para los inversores.

5.4.2. COSTES ASOCIADOS AL MAB

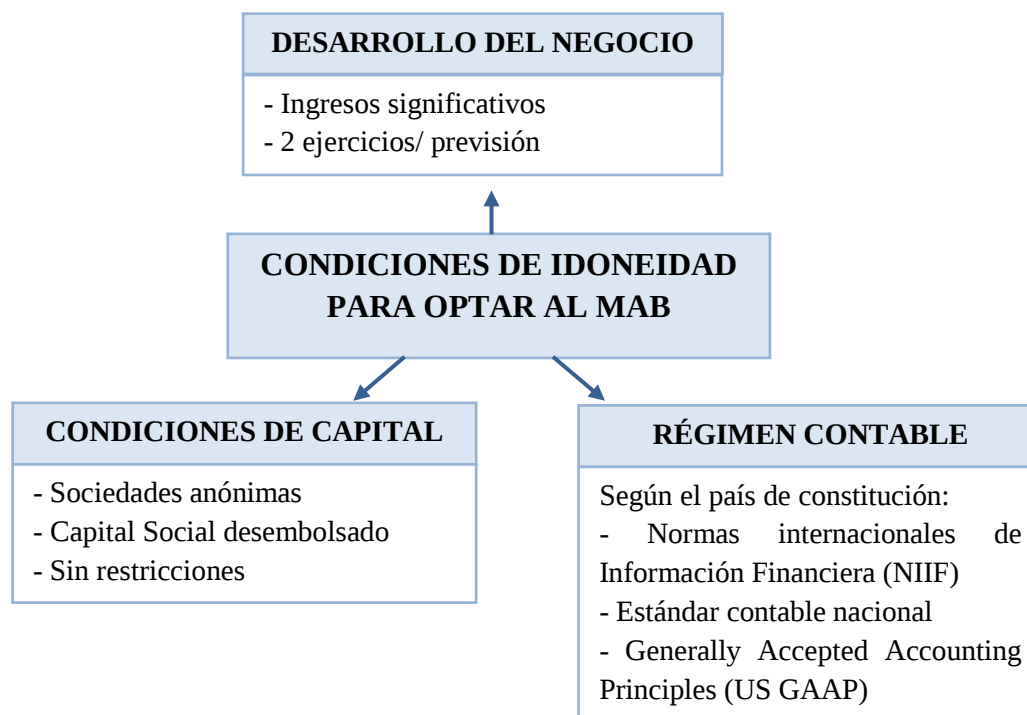
El Mercado Alternativo Bursátil tiene unos costes de incorporación y mantenimiento derivados de los servicios profesionales y de la gestión y administración (MAB, p. 24):

- Se aplica una tarifa fija de 6.000€ más una variable de 0.05 por mil sobre la capitalización de los valores.
- Los costes de mantenimiento fijos son de 6.000€ anuales.
- Si se realiza una ampliación de acciones, la entidad que colabora recibirá una comisión que variará en función del tamaño y características de la oferta.
- Se incurre en costes por los servicios prestados por otras entidades que participan en el proceso de acceso al mercado.

5.4.3. REQUISITOS DE ACCESO AL MAB

Para que las empresas puedan optar a conseguir financiación a través del MAB, tienen que cumplir con unas condiciones de idoneidad que se dividen en tres bloques: condiciones de capital social, régimen contable y nivel de desarrollo del negocio (figura 3) (MAB, pp. 12-13).

Figura 3. Requisitos de acceso al Mercado Alternativo Bursátil



Fuente: Elaboración propia. Datos MAB (2015), p. 11.

a) Según las condiciones de Capital Social.

Las empresas tienen que constituirse como sociedades anónimas, además de contar con un Capital Social desembolsado y que no cuenten con ningún tipo de restricción legal o estatutaria.

b) Según las condiciones del Régimen Contable.

Los estándares de régimen contable que pueden aplicar dependen de donde esté constituida la empresa. Si está constituida dentro de la Unión Europea puede escoger las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) u optar por el estándar contable nacional

de su país. Si está constituida fuera de la Unión Europea podrá escoger entre NIIF o por Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)¹.

c) Según las condiciones del desarrollo del negocio.

Las empresas tienen que demostrar que su negocio posee un determinado nivel de desarrollo, mostrando que cuenta con ingresos significativos derivados de la comercialización de sus productos o servicios. Además, tienen que ser pymes que al menos cuenten con dos ejercicios completos o, en su defecto, tienen que presentar unas previsiones.

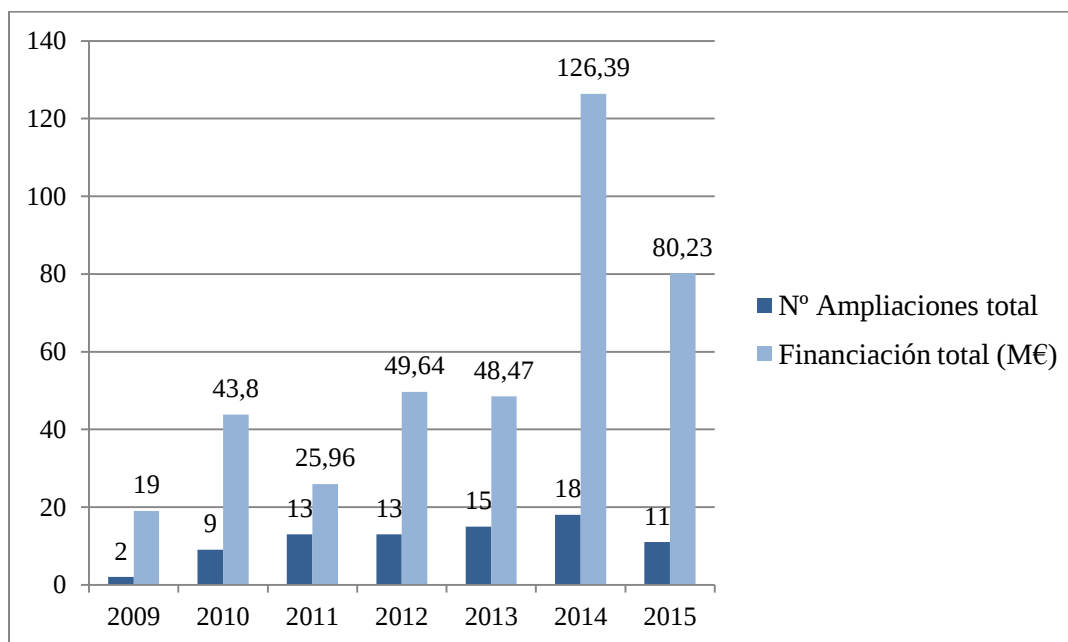
Una vez que las pymes son admitidas en el MAB, tienen que presentar información periódica de sus estados financieros anuales auditados. Además, también se le exigirá presentar toda información que sea relevante como son las participaciones significativas y las operaciones realizadas por administradores y directivos (Giralt Serra, A., González Nieto-Márquez, J., 2015, p. 82).

5.4.4. EVOLUCIÓN DEL MAB Y RETIENCIA DE LAS PYMES EN SU USO

Desde que se constituyó el MAB en 2009, se han ido incorporando empresas, contando en 2015 con 31 pymes que obtienen recursos económicos a través de este mercado de valores. En total, han sido casi 400 millones el importe total de financiación acumulada desde 2009 (gráfico 10). El objetivo es hacer que, en el futuro, el MAB sea considerado como una alternativa elegida por empresas de reducida capitalización para financiar su expansión.

¹ Principios de contabilidad generalmente aceptados por empresas con sede en Estados Unidos.

Gráfico 10. Financiación total para empresas del MAB (en millones de euros)



Fuente: Giralt Serra, A., González Nieto-Márquez, J. (2015), p. 87.

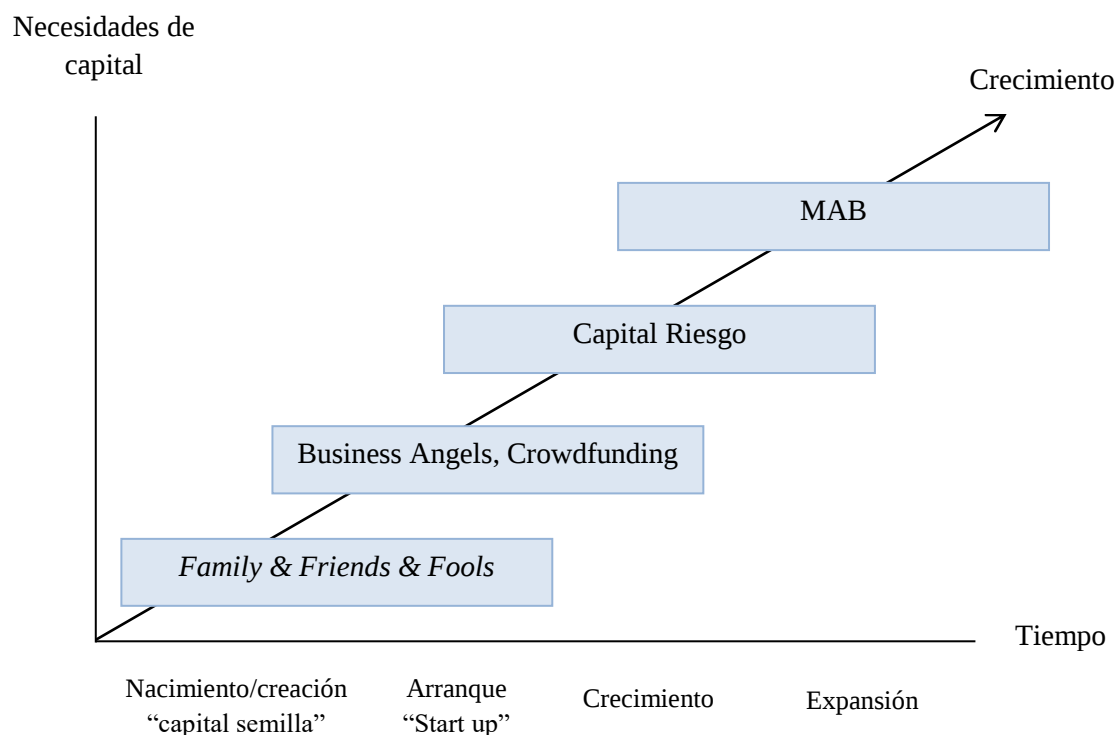
Sin embargo, a pesar de las ventajas que supone la obtención de recursos económicos por el MAB, las pymes españolas no lo utilizan. Son varias las razones que explican este comportamiento (Giralt Serra, A., González Nieto-Márquez, J., 2015, p. 80):

- La abundancia de la financiación bancaria.
- El temor de los empresarios a perder el control de su empresa.
- La complejidad regulatoria y la transparencia que exige estar en el MAB.
- Los costes en los que se incurre para su acceso y permanencia hay quienes los consideran elevados.

5.5. ETAPAS DE FINANCIACIÓN

Una vez que se ha profundizado en las principales alternativas a la financiación bancaria, para las pymes, se puede establecer una relación entre la fase en la que se encuentra la empresa y la mejor opción de financiación (gráfico 11).

Gráfico 11. Etapas de financiación



Fuente: Elaboración propia. Datos de Colomer, A. et al. (2009), p. 32.

En el nacimiento de la empresa, se requiere del llamado “capital semilla” para cubrir las necesidad de recursos económicos que requiere su creación. La solución tradicional a esta falta de capital y la más común es recurrir a lo que se conoce como “*Family & Friends & Fools*” (familia, amigos y “locos”). Estos aportan liquidez que sirve para complementar al capital aportado por los empresarios. Además, se pueden convertir en socios de la empresa creada, motivados por la relación de confianza con los emprendedores.

Una vez que la empresa ya ha sido creada, se pasa a lo que se conoce como “arranque”, y en este caso, la mejor alternativa para cubrir la falta de recursos económicos es acudir a los business angels o al Crowdfunding.

Cuando llega a la etapa de crecimiento, las necesidades de capital van aumentando y la modalidad más adecuada sería el capital riesgo.

Por último, cuando la empresa ya está consolidada y quiere aumentar su competitividad a través de la expansión internacional o nacional, la mejor vía de financiación es acceder al MAB.

6. OTRAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Además de las fórmulas que ya se han comentado, existen otras posibilidades a las que pueden acudir las pymes. Entre ellas se puede destacar las Sociedades de Garantía Recíproca, que si bien no le aportan directamente financiación, le facilitan el acceso a ella. Por otro lado, estarían las líneas de financiación del ICO que se gestionan a través de las entidades bancarias pero con recursos aportados expresamente por el organismo oficial.

6.1. LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA

6.1.1. DEFINICIÓN Y VENTAJAS PARA PYMES

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son entidades que facilitan el acceso al crédito a pymes y autónomos. El objetivo es que consigan la financiación necesaria para llevar a cabo sus proyectos en mejores condiciones de plazo e interés, a través de la prestación de avales ante bancos, cooperativas de crédito, cajas de ahorro o Administraciones Públicas. También proporcionan información y asesoramiento financiero a los socios, así como formación financiera. Están sujetas a la supervisión e inspección del Banco de España. La Confederación Española de Garantía Recíproca (CESGAR) es la encargada de asumir las funciones de cooperación, coordinación, defensa y representación de las SGR en España. Las ventajas que puede obtener una pyme por tener un aval de las SGR son (CESGAR: “SGR”):

- Para empresas o autónomos que no cuentan con suficientes garantías para acceder al crédito, les permite acceder y cubrir las necesidades de capital.
- Las SGR no solo facilitan el acceso al crédito sino que lo hacen bajo mejores condiciones gracias a los convenios que negocian con las entidades de crédito.
- Analizan la viabilidad del proyecto que las pymes quieren llevar a cabo y les propone alternativas.
- Canalizan y tramitan líneas de ayuda.

Un ejemplo reciente de esta última ventaja que le aportan las SGR a las pymes es el impulso de una línea de financiación por parte de las SGR y el Instituto de Crédito Oficial (ICO) con el fin de facilitar los fondos necesarios para inversiones productivas dentro y fuera de España y las necesidades de liquidez. Esta línea de garantía ICO-SGR va dirigida a todas aquellas pymes, autónomos y entidades públicas y privadas que tengan un aval con

una Sociedad de Garantía Recíproca. El importe máximo en una o varias operaciones es de 2 millones de euros (El Economista: “Las Sociedades de Garantía Recíproca y el ICO impulsan su línea de financiación a pymes y autónomos”).

Se pueden encontrar dos tipos de socios: los partícipes y los protectores. Los primeros, también llamados mutualistas, tienen el derecho de obtener la garantía de la SGR, mientras que los protectores no. Además, los partícipes tienen derechos adicionales como exigir el reembolso de las aportaciones (Calvo Bernardino, A. et al., 2014).

6.1.2. ECOSISTEMA DE SGR EN ESPAÑA

La figura 4 ilustra cómo están repartidas las Sociedades de Garantía Recíproca en España por Comunidades Autónomas, siendo estas entidades las siguientes (iPYME: “Elección de la forma jurídica, relación de SGR”):

- Andalucía: Suraval y Avalunion
- Aragón: Avalia
- Canarias: Sogarte y Sogapyme
- Cantabria: Sogarca
- Castilla- La Mancha: Aval Castilla- La Mancha
- Castilla y León: Iberaval
- Cataluña: Avalis de Catalunya
- Comunidad de Madrid: Avalmadrid, Transaval, Fianzas y Servicios Financieros, Audiovisual, Saeca y Cesgar.
- Comunidad Foral de Navarra: Sonagar
- Comunidad Valenciana: SGR de la Comunitat Valenciana
- Extremadura: Extraval
- Galicia: Sogarpo, Afigal
- Islas Baleares: Isba
- País Vasco: Elkargi, Oinarri
- Principado de Asturias: Astugar
- Región de Murcia: Undemur

Figura 4. Número de SGR en España por Comunidades Autónomas



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo: “Relación de Sociedades de Garantía Recíproca”.

6.2. FONDOS PÚBLICOS: LÍNEAS ICO

6.2.1. DEFINICIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS LÍNEAS ICO

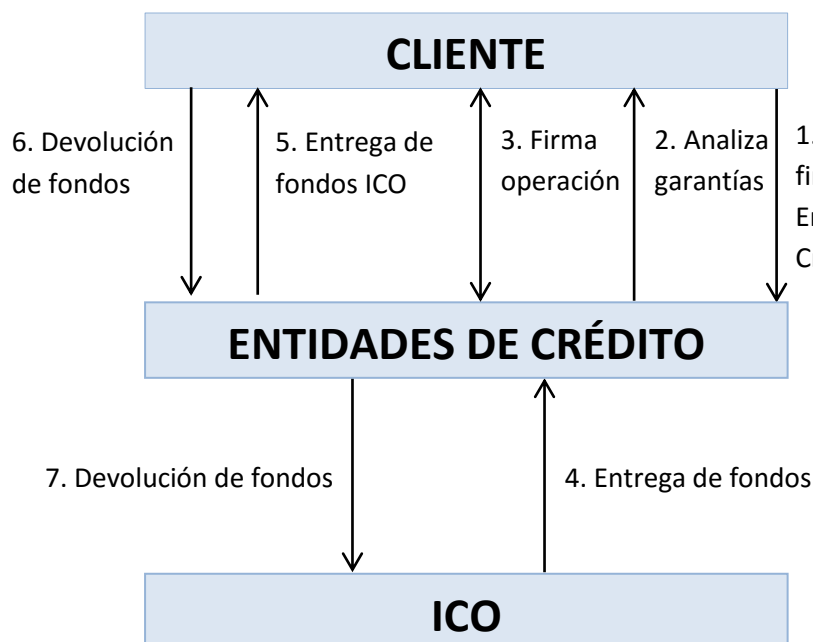
Las Líneas de Mediación o Líneas ICO son líneas de financiación en las que el Instituto Oficial de Crédito, por medio de entidades de crédito, concede recursos económicos a pymes. La función que le corresponde al ICO es la de dotar dichos fondos y establecer las características y condiciones financieras en dicha operación. Por otra parte, las entidades de crédito son quienes asumen el riesgo de impago, estudian la viabilidad de la operación, determinan las garantías y deciden si conceder o no la financiación. Por lo tanto, el ICO aporta los fondos necesarios y las Entidades de Crédito tramitan la operación (ICO: “¿Cómo funciona la mediación?”).

A modo ilustrativo, la figura 5 muestra el funcionamiento de esta operación, que consta de las siguientes fases:

1. La empresa se pone en contacto con la entidad de crédito para solicitar financiación.

2. La entidad de crédito analiza la viabilidad y determina las garantías exigidas a la empresa.
3. Ambos, tanto la empresa como la entidad de crédito, firman la operación.
4. El ICO entrega los fondos necesarios a la Entidad de Crédito.
5. Dicha entidad entrega los fondos del ICO al cliente que ha solicitado la financiación.
6. Pasado el plazo de amortización y con las condiciones establecidas, el cliente devuelve los fondos a la entidad de crédito que se los ha prestado.
7. Finalmente, dicha entidad entrega los fondos del cliente al ICO.

Figura 5. Esquema de funcionamiento de las Líneas ICO



Fuente: ICO: “¿Cómo funciona la mediación?”.

7. CONCLUSIONES

Cuando una pyme tiene la necesidad de cubrir desfases de financiación o requiera de liquidez para llevar a cabo un proyecto empresarial, debe explorar y analizar las distintas fuentes de financiación, más allá de acudir al crédito bancario tradicional.

Tras la crisis de 2008, han tomado importancia distintas vías para conseguir recursos financieros, algunas más consolidadas y otras aún incipientes, que deben conocer las pymes para encontrar su financiación óptima según las necesidades de capital y la etapa empresarial en la que se encuentren.

Sería necesario destacar el papel de las pymes en España y, en general, en la Unión Europea, ya que son el motor de la economía en cuanto a la generación de empleo y creación de valor añadido. Además, por sus características con respecto a la gran empresa, son especialmente frágiles ante los problemas de financiación.

Debido a este problema anteriormente descrito, adquiere importancia conocer las distintas vías para obtener recursos económicos, sobre todo, aquellas orientadas a este tipo de empresas, ya que sus condiciones se adaptan a las características propias de las pymes. Así, se han analizado el Crowdfunding y los Business Angels como vías apropiadas para pymes que se encuentran en la fase de arranque, también conocida como “start up”, en las que un conjunto de inversores confían y financian el proyecto que la pyme quiere llevar a cabo. Seguidamente, el Capital Riesgo, ideal para aquellas que están en crecimiento y el nivel de riesgo es elevado, por lo que resulta difícil acceder al crédito a través de una entidad financiera, y si así lo fuera, sería con duras condiciones. Cuando la pyme se proponga financiar su expansión a mercados diferentes de los que ya opera, sean nacionales o internacionales, la necesidad de recursos económicos es elevada y una vía adecuada para conseguirlo podría ser entrar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que, a pesar de los costes asociados a la permanencia en este, permite a la pyme un fácil acceso a la financiación cuando lo requiera y la dota de prestigio y confianza ante los futuros inversores.

Finalmente, habría que tener también en cuenta, la labor de las Sociedades de Garantía Recíproca como entidades que, a través de la concesión de avales, facilitan el acceso al crédito a pymes. Igualmente, las Líneas ICO permiten la obtención de recursos económicos para pymes a través de entidades de crédito.

Este trabajo resulta de gran utilidad para aquellas pymes que buscan financiación o para emprendedores que comienzan su actividad y necesitan de liquidez para llevar a cabo su proyecto empresarial. Esto es así, porque pueden conocer las distintas alternativas no bancarias que se pueden ajustar a sus necesidades de capital y financiación ajena.

8. BIBLIOGRAFÍA

AEBAN: “Business Angels”. <http://www.aeban.es/sector>

Aparicio González, M. (2014): “Nuevo régimen de las entidades de capital riesgo (Ley 22/2014)”, *Análisis Gómez-Acebo & Pombo*, noviembre 2014, pp. 1-6.

Arnal Martínez, J. y Bravo Álvarez, A.J. (2015): “Un breve estudio de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial”, *Boletín Económico del ICE*, nº 3067, del 1 al 30 de septiembre de 2015, pp. 29-37.

ASCRI (2016): “Resumen de la actividad de capital riesgo en España en 2015”, Enero 2016. <http://www.ascr.org/wp-content/uploads/2016/01/Presentaci%C3%B3n-Enero-2016-1.pdf>

Asociación Española de Crowdfunding (2014): “Informe de la encuesta de la Asociación Española de Crowdfunding sobre las plataformas españolas de crowdfunding”. <http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2014/06/INFORME-DE-LA-ENCUESTA-DE-LA-ASOCIACI%C3%93N-ESPA%C3%91OLA-DE-CROWDFUNDING.pdf>

Banco Central Europeo (2016): “Resultados de la Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del 4º Trimestre de 2015”, Nota de prensa. http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/16/Arc/Fic/presbce2016_07.pdf

Benito Mundet, H. y Maldonado Gutiérrez, D. (2015): “La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa”, *Análisis financiero*, nº 129, p. 69-78.

Calderón Patier, C., y González Lorente, A. (2012): “Políticas Públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: El Mercado Alternativo Bursátil”, *Revesco*, nº 109, pp. 81-88.

Calvo Bernardino, A., Parejo Gámir, J. A., Rodríguez Sáiz, L. y Cuervo García, A. (2014): *Manual del Sistema Financiero Español*, 25ª edición actualizada: septiembre de 2014.

CESGAR: “SGR”. <http://www.cesgar.es/sgr-3/>

Cinco días (2014): “KKR y otros fondos se hacen con el 49% de Telepizza”, Edición digital 20/10/14.

http://cincodias.com/cincodias/2014/10/20/empresas/1413823786_480374.html

Colomer, A., Arís, G., Clos, J., D’Espona, A. y Queralt, M. (2009): *Los business angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*, ESBAN, Red Española de Business Angels, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

http://www.ipyme.org/Publicaciones/BUSINESSANGELS_CulturaFinanciacion.pdf

Comisión Europea (2006): “La nueva definición de pyme”.

<http://www.ipyme.org/es-ES/CPyme/Documents/NuevaDefinicionPyme.pdf>

Comisión Europea (2011): “Survey on the access to finance”.

http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys/index_en.htm

Comisión Europea (2015): “Survey on the Access to finance of enterprises”.

http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys/index_en.htm

Consejo Superior de Cámaras (2011): “Encuesta sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena”.

<http://www.camarabilbao.com/ccb/contenidos.downloadatt.action?id=8048397>

Crowdacy: “Plataformas crowdfunding en España. Guía Completa de Plataformas”.

<http://www.crowdacy.com/crowdfunding-espana/>

ESBAN (2012): *Los Business Angels en España, una nueva vía de financiación para la pyme*, Estudio para el fomento de las redes de Business Angels en España. ESBAN, Red Española de Business Angels.

<http://upoemprende.upo.es/media/upload/2012/05/28/businessangelsestudio.pdf>

Expansión (2015): “Tous ya tiene favorito para entrar en su capital”, Edición digital 11/05/15.

<http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2015/05/11/5550f5aee2704e6e7f8b4571.html>

- Giménez Zuriaga, I. (2013): “La financiación de pymes antes y después de la crisis”, En Martínez-Pardo del Valle, R. y Zapata Cirugeda, F.J. (Dir), *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 183-217.
- Giralt Serra, A., González Nieto-Márquez, J. (2015): “El Mercado Alternativo Bursátil. Evolución y perspectivas”, *Papeles de Economía Española*, nº 146, pp. 78-89.
- Gracia Labarta, C. (2014): “Presente y futuro del crowdfunding como fuente de financiación de proyectos empresariales”, *Revista Española del Capital Riesgo*, nº 1/2014, pp. 3-19.
- ICO: “¿Cómo funciona la mediación?”.
<https://www.ico.es/web/ico/funcionamiento-mediacion>
- Lavilla Rubira, C. (2014): “El capital riesgo como forma de financiación empresarial”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, nº 879, 2014, pp. 101-111.
- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2005-19412>
- López Letón, S. (2016): “Cómo convertirse en inversor inmobiliario con 100 euros”, *El País* 09/01/16, edición digital.
http://economia.elpais.com/economia/2016/01/08/vivienda/1452247422_885811.html
- López Pascual, J. (2014): “Evolución y análisis de la financiación de la pyme en España”, *Información Comercial Española, ICE. Revista de Economía*, nº 879, pp. 113-122.
- MAB (2015): “Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el Mercado Alternativo Bursátil”.
http://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia_MaB_Buenas_pr%C3%A1cticas_EMITORES.pdf

Moncada, J. (2015): “Claves de la regulación del crowdfunding en España”, *La Bolsa Social*.

<https://www.bolsasocial.com/blog/claves-de-la-regulacion-del-crowdfunding-en-espana/>

Maudos, J. (2015): “Mejora del acceso a la financiación en España”, *FuncasBlog*.

<http://blog.funcas.es/mejora-el-acceso-a-la-financiacion-en-espana/>

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

Ministerio de Industria, Energía y Turismo: “Relación de Sociedades de Garantía Recíproca”.

<http://www.ipyme.org/esES/DesarrolloProyecto/FormasJuridicas/garantiareciproca/Paginas/ListadoRelacionInformadores.aspx>

Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2015): “Retrato de la pyme”.

http://ipyme.org/Publicaciones/Retrato_PYME_DIRCE_1_enero_2015.pdf

Oliver, D. (2015): “El mercado español de la financiación alternativa se triplica en 2014”.

<http://web.spaincrowdfunding.org/el-mercado-espanol-de-la-financiacion-alternativa-se-triplica-en-2104/>

Piñero Becerra, J. M., (2010): “La financiación a las pymes antes y después de la crisis”, *Bolsa*, 2º Trimestre 2010, pp. 40-46.

Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R. (2015): “Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-Ico Global”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, Universidad Pontificia Comillas, nº 94, enero-abril 2015, pp. 31-65.

Sánchez Roger, M. (2015): “Crowdfunding y la economía de Internet”, *Análisis financiero*, nº 127, pp. 1-12.

Wardrop, R., Zhang, B., Ran, R. y Gray, M., 2015: *Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmarking Report*, Universidad de Cambridge.

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf

Webcapitalriesgo (2015): “Startup Financing in Spain (VC, Business Angels, Acceletators, Loans)”, pp. 1-28.

https://www.webcapitalriesgo.com/descargas/4714_07_15_353136675.pdf

Zozaya González, N. y Rodriguez Guerra, J. (2007): “Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo”, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Secretaría General de Industria, marzo 2007.

<http://www.ipyme.org/Publicaciones/SituacionCRSpain.pdf>