



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Administración y Dirección de Empresas con Mención Internacional (E4)

RELACIÓN ENTRE CROWDFUNDING Y VENTURE CAPITAL

Autor: Constance Rigaudière

Director: Carlos Bellón Nuñez-Mera

Madrid

Junio, 2018

Índice

Índice de figuras y tablas	ii
1. Introducción	1
2. Marco teórico	4
2.1. Ideas principales sobre el crowdfunding	4
2.2. Ideas principales sobre el Venture Capital	10
3. Problemas que resuelven el Venture Capital y el Crowdfunding	17
3.1. “Moral hazard” y riesgo de agencia.....	17
3.2. Incertidumbre y asimetría de información	20
3.3. Los criterios comunes de la selección de proyectos	22
3.4. El Crowdfunding presenta menos sesgos	25
3.4.1. El caso del arte.....	25
3.4.2. El caso de los géneros	27
3.4.3. El caso de la localización geográfica	30
4. Conclusión	33
5. Bibliografía.....	35
6. Apéndice	41

Índice de figuras y tablas

Figura 1: La “Venture capital financial intermediation” 11

Tabla 1: Tamaño medio por fuente de financiación de los "new ventures" 14

Resumen

Este trabajo de investigación empírico tiene como objetivo analizar y comparar dos métodos de financiación: el Crowdfunding y el Venture Capital en sus procesos de decisión.

Con esta revisión de la literatura comentada se puede entender porque el Crowdfunding ganó importancia de manera rápida en el sector del emprendimiento. Se realizó un análisis de los criterios de selección de ambas formas de financiación, los problemas que resuelven y las ventajas que presentan.

Tras este análisis se concluyó que el Crowdfunding y el Venture Capital tienen en cuenta criterios de calidad comunes lo que puede explicar la idea de complementación entre los dos métodos de financiación. Además, el crowdfunding parece restablecer una cierta justicia con respecto a sesgos relativos al género o el área geográfica que están arraigados al método del Venture Capital.

Palabras clave: crowdfunding, comunidad, venture capital, emprendimiento, financiación, criterios, problemas, campaña, sesgos

Abstract

The purpose of this research is to analyse and compare two financing methods: Crowd Funding and Venture Capital, in their respective decisions making processes.

The literature review offers us an understanding on why crowd funding has gained importance quickly in the entrepreneurial sector. An analysis has been made of the selection criteria of both forms of financing, the problems they solve and the advantages they present.

After this analysis, it is concluded that Crowd Funding and Venture Capital consider common quality criteria, which may explain the idea of complementation between the two financing models. In addition, crowd funding seems to restore some justice with respect to biases related to gender and the geographical area that are rooted in the Venture Capital method.

Key-words: crowd funding, crowd, venture capital, entrepreneurship, funding, criteria, problems, campaign, biases

1. Introducción

- Justificación del tema:

La aparición del Crowdfunding como nueva fuente de financiación ha cambiado de manera significativa el paisaje del emprendimiento. Además, con el uso creciente de las redes sociales, el crowdfunding aparece como un medio de financiación accesible a todos. Permite a emprendedores de proyectos con cierto nivel de riesgo, acceder a recursos financieros sin entrar en contacto con los intermediarios financieros tradicionales como los venture capitalists, por ejemplo. Hoy en día, la idea de que existe una complementación entre el crowdfunding y el venture capital gana importancia.

Es pertinente entender el funcionamiento del crowdfunding, pero sobretodo sus dinámicas, como ha ganado importancia y como ha conseguido obtener una posición relevante en este sector en los últimos años.

Al ser un proceso reciente, hay que preguntarse como se estructura el proceso de crowdfunding y sobretodo explicar que la unión de gente que pertenece a diferentes horizontes y que no se conocen, permite llevar a cabo proyectos de manera exitosa. El tema de calidad, es un elemento que llama la atención. En efecto, es muy interesante dilucidar si un medio de financiación bastante reciente podría igualar la calidad de las instituciones clásicas.

Es importante recalcar, que el crowdfunding representa una gran oportunidad para aquellos negocios innovadores con poco o ningún historial y que con total certeza, tendrían dificultades serias para encontrar otros tipos de financiación que permitiesen llevar a cabo el proyecto hacia delante.

- Objetivos:

El objetivo de esta investigación es analizar y comparar dos formas de financiación: el Crowdfunding y el Venture Capital en sus procesos de decisión.

Este trabajo estudia los procesos y las características propias de cada uno de ellos. Además, se presenta el análisis de los factores comunes y diferenciales de ambas formas de financiación, vitales, a la hora de tomar decisiones y seleccionar los proyectos a

financiar. Se estudia también los problemas que se presentan y como cada sistema, da solución a cada uno de ellos.

También se estudia cómo el crowdfunding puede hacer disminuir el nivel de sesgos que existe a través del proceso de Venture Capital.

A través de este trabajo, se analiza como Crowdfunding se está posicionando en el mercado frente a métodos de financiación clásicos, como el Venture Capital y las ventajas que presenta.

- **Metodología:**

Este trabajo de investigación pretende ser una revisión de la literatura académica comentada sobre el Crowdfunding y el Venture Capital para entender el funcionamiento de esas dos formas de financiación, compararlas, observar las ventajas que presentan y lo que sabemos de ellas.

Para realizar este trabajo se recurre a fuentes de información, tanto primarias como secundarias. En efecto, se han estudiado tanto textos académicos a través de plataforma como Google Scholar, a modo de ejemplo, pero también se ha analizado y estudiado información desde artículos de prensa y páginas web.

Además, siendo un medio de financiación bastante innovador que ha conocido un desarrollo muy rápido en los últimos años, todavía queda mucho por estudiar sobre el tema. En consecuencia, fue necesario recurrir a otras fuentes de información como páginas web o artículos de prensa que siguen el desarrollo del tema de manera más constante.

- **Partes del trabajo:**

El trabajo de investigación se divide en tres grandes partes. Primero, se presenta el marco teórico donde se estudian y se compararán los temas del crowdfunding y Venture Capital, sus orígenes, los contextos actuales en los que se encuentran y la descripción de sus procesos.

En segundo lugar, se analizará los criterios comunes que ambos procesos de financiación tienen en cuenta a la hora de seleccionar proyectos a apoyar.

En tercer lugar, se estudiará los problemas que son resueltos por el crowdfunding y de manera más concreta, como permite disminuir ciertos sesgos relativos al Venture Capital. Por último, se ha tratado de plasmar unas conclusiones tanto acerca de la parte teórica como acerca de la parte analítica añadiendo observaciones sobre cómo se podrían posicionar los dos métodos de financiación en el futuro.

2. Marco teórico

El crowdfunding es una fuente de financiación considerada como revolucionaria en el paisaje del emprendimiento por algunos. Además, se ha desarrollado de manera muy rápida en los últimos años. En la primera parte de este trabajo, se define el concepto de crowdfunding, su origen, sus diferentes formas y sus características principales.

2.1. Ideas principales sobre el crowdfunding

¿Qué es el “crowdfunding”? Es un proceso de financiación colectiva de proyectos, relativamente nuevo. Podría decirse que la idea de recaudar fondos gracias a la unión de un grupo de personas ha sido el objeto de una experimentación continua desde los años 1990. El elemento que lo hace nuevo, es el modo de recaudación online, usando internet (Bradford, 2012).

Este concepto tiene sus raíces en lo que se conoce como “micro finance” (Morduch, 1999) y “crowdsourcing” (Poetz y Schreier, 2012) pero representa su propia y única categoría de percepción de fondos, que se ve impulsada por un número creciente de páginas web dedicadas al tema.

Basándose en las definiciones de Schwienbacher y Larralde (2010) y Mollick (2014): el crowdfunding se refiere a los esfuerzos realizados por parte de los individuos y grupos de emprendedores -cultural, social y “for non-profit”- para financiar sus proyectos recurriendo a pequeñas contribuciones por parte de un número relativamente importante de individuos usando internet, sin el estándar de los intermediarios financieros.

El crowdsourcing, como se define por el Wired Magazine, representa “el acto de una compañía o institución de asumir una función previamente asumida por los empleados y externalizar esa función a una red indefinida (y generalmente importante) de personas con una convocatoria abierta. Las plataformas de crowdsourcing y de “open innovation” permiten a personas de diferentes orígenes culturales, económicos y educativos, colaborar para desarrollar tecnologías innovadoras (Ferrari y Fidanboyly, 2013).

Creo que es importante destacar que la esencia del crowdfunding se basa en la “constitución de una comunidad de personas”. Se puede entender que, gracias a él, se

puede recaudar un importe de dinero o unos recursos suficientes a través de internet para que un emprendedor pueda llevar a cabo su proyecto hasta ahora calificado como “potencial”. Una comunidad se compone de personas que comparten valores, puntos de vista y que se unen para que un proyecto salga adelante. En general, esas últimas están vinculadas socialmente y tienen unos objetivos comunes.

En efecto, hasta un cierto tiempo si un emprendedor quería lanzar un proyecto, tenía que recurrir a métodos clásicos de financiación como los préstamos, las subvenciones o la ayuda de su familia y de amigos. El crowdfunding se presenta como un medio alternativo a los métodos de inversión clásica. Además, es un método de financiación directa que, originalmente, estaba destinado a pequeños inversores. El crowdfunding se diferencia de otros métodos de financiación de empresas startup por la relación particular que se establece entre los fundadores y los inversores que puede cambiar según el contexto y la naturaleza de la financiación (Belleflamme et al., 2012; Mollick, 2014).

El crowdfunding se dirige a emprendedores que no disponen de fondos necesarios para llevar a cabo su proyecto o desarrollar su actividad. Puede ser utilizado por personas que no desean o no pueden pedir ayuda a entidades bancarias porque el proyecto presenta un nivel de riesgo demasiado alto. También, hay emprendedores que recurren a este tipo de financiación porque buscan una solución de financiación complementaria a las que ya poseen. Finalmente, otras personas consideran con más importancia el aspecto “comunitario” que ofrece el crowdfunding. No solo como método de financiación, sino como una especie de “sandbox” donde se puede probar un producto o un servicio ante una comunidad de clientes potenciales antes de lanzarlos realmente al mercado.

En efecto, si analizamos las razones por las que alguien se plantea usar el crowdfunding como método de financiación, Ethan Mollick, en su estudio acerca de los resultados de las campañas de crowdfunding y de los inversores en Kickstarter encuentra diversas opciones, a tipo de ejemplo cabe mencionar las siguientes: “para analizar si existe demanda para el proyecto”, “como medio para hacer “marketing” del proyecto”, “para conectar directamente con una comunidad de fans o supporters”. El 54% de las personas

convinieron en que “el proyecto no podría haber sido creado sin recaudar el importe objetivo” (Mollick y Kuppuswamy, 2014).

Explica también que existen varias tipologías de crowdfunding.

Las comunidades pueden invertir según diferentes formas: donación, préstamo, inversión. El primer tipo de crowdfunding se denomina “donación”. Los proyectos humanitarios o artísticos siguen un modelo de patrocinio, considerando los inversores como filántropos, es decir que no esperan un retorno directo sobre su inversión.

El mercado el más importante para las donaciones es el de Norte América con 210,38 millones de dólares financiados en 2015. El continente entero alcanzó los 215,56 millones de dólares en 2015 (Wardrop et al. 2016).

El segundo tipo de crowdfunding está denominado el “crowdlending” (o “crowdfunding de préstamo”). Con este modelo, los fondos se consideran préstamos, en otras palabras, se espera una cierta tasa de retorno sobre la inversión realizada. En el caso de los préstamos micro financiados, el prestador puede estar más interesado en el bien social promocionado por el proyecto que en un retorno generado por el préstamo. Podría concluirse que se trata de una financiación en masa, a través de préstamos de una empresa a cambio de un tipo de interés por el dinero prestado.

Lendingtree es la plataforma de “crowdlending” más importante en términos de número de visitantes.

La tercera forma bajo la cual se declina el crowdfunding se denomina el “reward-based crowdfunding” (crowdfunding de recompensas). Esta última corresponde a la más exitosa y conocida forma, hoy en día. Con este concepto los aportantes reciben una recompensa por apoyar un proyecto. Puede incluir ser acreditado en una película, tener un “input” en un producto en desarrollo o también encontrar a los creadores del proyecto. Este tipo de crowdfunding considera los inversores como clientes previos permitiéndoles de tener acceso a los productos en una fecha previa, con mejor precio u otro beneficio social. La venta anticipada de productos a clientes previos es una característica común de esos

proyectos de crowdfunding que se parecen a proyectos emprendedores como los proyectos produciendo software, hardware o productos de consumo innovadores.

En el continente americano, el volumen de mercado generado fue de 658,37 millones de dólares con respecto a este tipo de crowdfunding (Wardrop et al. 2016).

El tamaño medio de todas las campañas de reward-based crowdfunding en Estados Unidos en 2015 fue de 38,000 dólares y de 25,000 dólares en 2016 (Ziegler et al. 2017).

Esta forma de crowdfunding está representada por plataformas famosas como Kickstarter e Indiegogo (Forbes y Schaefer, 2017).

Kickstarter es una de las plataformas de crowdfunding más conocidas. Nació en 2009 en New York. Cuenta con un equipo de 121 personas. Ha alcanzado cifras muy relevantes en el sector: 14,387,005 contribuidores del mundo entero, 141,073 proyectos completamente financiados y casi 4,000 proyectos en curso por un importe total recogido de 3,6 mil millones de dólares. Se puede destacar ocho categorías: Diseño y tecnología, Gastronomía y creación, Arte, Cinema, Música, BD e ilustraciones, Edición y Juegos. Los sectores que recibieron los mayores importes fueron los siguientes: diseño (21%), tecnología (20%), cinema (11%) y video (6%). Las plataformas de crowdfunding suelen seguir un modelo “all or nothing” es decir que un proyecto está financiado si se ha conseguido obtener el 100% de los recursos pedidos. En este caso solamente, el emprendedor puede recoger la participación de los aportantes. Es posible que un proyecto obtenga más recursos de los necesarios (Kickstarter, 2018).

Por último, nos enfrentamos al cuarto tipo de crowdfunding denominado el “crowdequity” legalizado en los Estados Unidos en abril del 2012 con el *Jumpstart Our Business Startups Act* y previamente en otros países. Esta forma de crowdfunding considera los aportantes como inversores, ofreciéndoles “equity stakes” u otras consideraciones similares a cambio de su inversión.

El modelo de inversión de crowdfunding puede también tomar otras formas como, por ejemplo: participación sobre los beneficios futuros o royalties; una porción de retornos para una adquisición u OPA; una participación sobre una inversión inmobiliaria entre otras opciones. Es la forma de financiación colectiva mediante la cual el emprendedor logra la inversión necesaria para su startup a través de aportaciones de capital de una cantidad de inversores particulares o profesionales. Se podría decir que es una versión del

crowdfunding en la que las populares recompensas se sustituyen por participaciones empresariales. La diferencia sustancial en relación al crowdfunding “puro” es la participación en el capital de la empresa en lugar de la mera recepción de un producto según la cantidad económica aportada. Con respecto al crowdlending, la diferencia radica en que esta última se basa en el modelo bancario -pero a través de plataformas online independientes-, o préstamo de una cantidad determinada de dinero que se devolverá al inversor mes a mes junto al tipo de interés previamente pactado.

En el continente americano, 598,05 millones de dólares en “equity” fueron vendidos a través de las plataformas de crowdfunding. sobre todo, en Estados Unidos y Canadá en 2015 (Wardrop et al. 2016).

En Estados Unidos, los tamaños medios de todas las campañas de equity-crowdfunding alcanzaron unos 965,361 y 861,852 de dólares en 2015 y 2016 respectivamente (Ziegler et al., 2017).

Este tipo de crowdfunding está representado por plataformas tal que Crowdcube y Seedrs (Forbes y Schaefer, 2017).

El crowdfunding ha sido creciendo de manera muy importante con más de 2 mil millones de dólares a través de equity y reward-crowdfunding recaudado solo en los Estados Unidos en 2015 (Mollick, 2016).

Se espera que el crowdfunding respalde la actividad del emprendimiento (Allison et al. 2015), estimule la recuperación económica, cree empleos y fomente las innovaciones (Golic, 2014; Rossi, 2014; Cavaliere et al., 2014).

Es imprescindible mencionar el tema de las campañas de crowdfunding. En efecto, esta etapa es clave para un emprendedor a la hora de construir una comunidad importante. Este último tendrá que publicar informaciones tales como la descripción del producto o servicio promocionado, la cantidad necesaria de recursos (“goal”), el tiempo de recaudación y las recompensas ofrecidas. Se suele publicar el proyecto por un tiempo determinado (uno o dos meses). La comunicación es también un elemento clave de las campañas de crowdfunding. Los aportantes pueden ver en cada momento el importe generado por el proyecto y el número de participantes.

Después de la campaña, el emprendedor tendrá que informar a la comunidad que ha movilizado, entregar las contrapartidas prometidas.

El modelo usual de las plataformas, por ejemplo, Kickstarter y Ulule, es el del “all-or-nothing”. En concreto, solo si el importe “goal” ha sido alcanzado durante el plazo establecido se transfieren los importes prometidos por las “crowds”. En caso contrario se devuelve el dinero a los aportantes. Las plataformas en sí mismas se remuneran gracias a las comisiones percibidas sobre los importes invertidos. Las plataformas proponen también un acompañamiento personalizado para cada uno de los proyectos lanzados en sus diferentes etapas: antes, durante y después de la recogida de los fondos.

El proyecto DAO DenimLin : *el primer Jean cultivado en Francia* fue publicado en la plataforma de crowdfunding Ulule en 2018. Consiste en lanzar la producción de eco-jeans en lino con una fabricación, tejido 100% Made in France. En la plataforma, se puede observar que el objetivo se ha alcanzado. En solo una semana, se consiguió alcanzar el 300% de los recursos necesarios, quedaban 27 días de plazo. Se puede notar que dicho proyecto sigue el tercer modelo de crowdfunding mencionado previamente: el “reward-based” crowdfunding. Como se detalla en la plataforma, si el aportante invierte más de 10€, recibirá una muestra de jean en lino con una tarjeta de agradecimiento. Una persona que invierte más de 355€ recibirá un tee-shirt, un jean y una chaqueta de DAO DenimLin con consejos personalizados y entrega gratuita. Como lo hemos mencionado previamente, el emprendedor debe seguir informando a su comunidad. Se puede observar que el equipo de DAO DenimLin respeta esta regla, puesto que informa a sus aportantes de cada etapa a llevar a cabo. Actualmente desean convertir el prototipo en un producto con stock todo el año. Esta exprimido también el deseo de ampliar el equipo contratando a 2 empleados más. Además, motivan a la comunidad para que hablen del proyecto en su entorno y atraer así más inversores que faciliten las siguientes etapas del proyecto.

Ulule es una plataforma pionera en el financiamiento participativo, localizada en Paris. Se convirtió en solo 6 años en la primera a nivel europeo. Cuenta con más de 21.000 proyectos financiados y 2 millones de miembros en el mundo entero. La tasa de éxito alcanza el 70%.

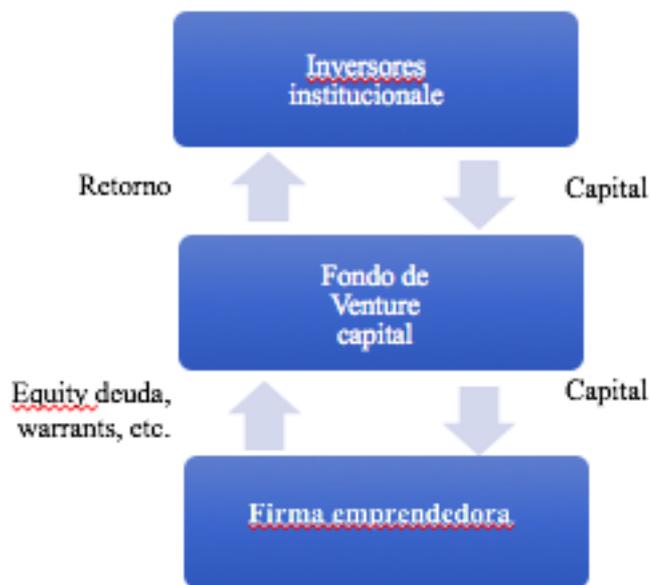
2.2. Ideas principales sobre el Venture Capital

Tras haber aprehendido el tema del crowdfunding, el segundo capítulo de este trabajo estudia el tema, la estructura y los elementos clave del proceso de Venture Capital. Además, se comparará esta última fuente de financiación calificada como tradicional con el proceso de crowdfunding.

Los académicos hacen notar la gran importancia que tienen aquellos expertos que, históricamente han tenido una posición privilegiada en determinadas industrias, actuando como árbitros de “taste”, calidad y propiedad. (Abbott, 1988; Caves, 2000; Ginsburgh, 2003; Zuckerman, 1999).

El Venture Capital y los fondos de private equity son intermediarios financieros entre fuentes de inversión (inversores institucionales) y empresas con alto potencial de crecimiento o empresas de alta tecnología (Cumming y Johan, 2009).

Figura 1: “Venture capital financial intermediation”



Fuente: basado en Cumming y Johan (2013)

Los inversores, en los fondos de capitales, son instituciones de gran tamaño como fondos de pensiones, entidades financieras, compañías de seguros y fondos de universidades- todo ellos aportan un pequeño porcentaje de sus fondos en inversiones de alto riesgo. Esperan un retorno entre el 25% y el 35% por año, durante el plazo de la inversión (Zider, 1998).

Esas inversiones representan una parte tan pequeña de sus carteras de los inversores institucionales que los venture capitalists tienen mucha libertad. Lo que lleva a esas instituciones a invertir en un fondo, no es tanto la inversión específicamente sino el historial de la firma, la historia del fondo y la confianza en los socios. Contra la financiación de una startup, los venture capitalists esperan un retorno de diez veces más del capital, en un plazo de cinco años. La idea es invertir en una compañía y su infraestructura, hasta que alcance un tamaño y una credibilidad suficientes para que sea vendida a una corporación o que las “institutional public-equity markets” puedan entrar

y proporcionar liquidez, es decir, salir a bolsa a través de una IPO. En resumen, los venture capitalists compran una “participación en la idea” de un emprendedor, luego la alimentan durante un cierto tiempo. Por último, se encargan de su salida, gracias a la ayuda de un banquero de inversiones (Zider, 1998).

Los fondos de este último se establecen como colaboraciones limitadas. Hay que distinguir varios tipos de fondos. Una asociación limitada consiste en un contrato entre un inversor institucional que se convierte en un socio limitado (fondos de pensiones, bancos) y el manager de fondos quien se designa como socio general (responsable de las operaciones diarias). Los fondos de Venture Capital se establecen con un capital mínimo de 50 millones de dólares en capital, comprometidos por parte de los inversores institucionales y sobrepasan los 100 millones de dólares, con frecuencia. A modo de ejemplo, hay fondos de private de equity que han recaudo más de 10 mil millones de dólares en 2006. Los “fund managers” reciben compensaciones bajo la forma de comisiones, las “management fee” (normalmente 2% del capital comprometido) y una “performance fee” (normalmente 20% de las ganancias.) Las firmas de Venture Capital suelen invertir en startups que requieren entre un millón y veinte millones en capital mientras que los fondos de private equity invierten en firmas más maduras (Cumming y Johan, 2013).

Si el fondo de Venture Capital tiene un papel de intermediario, son las plataformas, las que desempeñan este papel de intermediario, entre el fundador de un proyecto y sus aportantes en el proceso de crowdfunding. El proceso de crowdfunding es muy diferente del modo en que se recaudan los fondos en Venture Capital. Los individuos buscando fondos anuncian de manera pública sus proyectos, con una “fundraising window” y el importe de capital a recaudar: el “goal”. Esta información pública, incluye una descripción de lo que esperan llevar a cabo con el dinero, las recompensas que ofrecerán contra las aportaciones y todo otro tipo de información, que pueda ayudar a complementar como videos, pero también fotos de prototipos. El emprendedor del proyecto intenta promocionar el proyecto, usando redes sociales, los medios, individuos influyentes en el sector en cuestión y otros medios. La meta consiste en atraer aportantes o financiadores (mecenas) quien se comprometerán a sustentar el proyecto. Hay a menudo un dialogo

substantial que se desarrolla entre los que proponen el proyecto y los potenciales aportantes, se utilizan foros para realizar comentarios, preguntas y discusiones a través de las propias plataformas de crowdfunding y también con apoyo del social media, fuentes externas, como Twitter y Facebook. Si el proyecto alcanza el importe objetivo, el dinero se transfiere al impulsor, quien no tiene obligación con respecto a los aportantes de finalizar el proyecto (ya que asumen un riesgo), aunque, siempre, en la práctica se hacen grandes esfuerzos para llevar a cabo los objetivos (Mollick, 2013).

Además, hay también que observar el aspecto del marketing que diferencia el Venture Capital del Crowdfunding. Como lo dice E. Mollick, en el modelo tradicional, los expertos de Venture Capital o bancos atraen el capital de los consumidores para financiar a los emprendedores quien, posteriormente, utilizan este capital para producir bienes y promocionarles a los consumidores. En este modelo tradicional, finanzas y marketing están separados por su naturaleza y operan a través diferentes canales. Sin embargo, notamos que el aspecto de marketing está muy presente en el crowdfunding y el grado de interacción es mucho más desarrollado entre los aportantes y los emprendedores. Los inversores están informados de manera constante sobre el avance del proyecto. Son una parte más. Por tanto, sucede lo contrario, el marketing es parte integrante y fundamental de este medio de financiación. El éxito de las campañas de crowdfunding depende en gran medida de la difusión que se realice.

Las etapas de una campaña de crowdfunding se pueden resumir así: presentación del proyecto, comunicación, financiación, desarrollo del proyecto, comunicación de resultado. En contrapartida se consiguen una financiación, pero también una base social consistente. Como lo hemos mencionado previamente el emprendedor tiene que seguir informando su comunidad. Por lo tanto, se puede afirmar que la comunicación es un elemento clave.

Según la encuesta que realizó Mollick (Mollick, 2014), las campañas de crowdfunding pueden enfrentarse a fracasos. Sin embargo, se demostró que el 60% de las personas siguen trabajando en sus ideas de proyecto, aunque hayan fallado. Sin embargo, las principales causas reconocidas como fuente de fracaso son el “market size” diseñado y el “marketing”.

Si ya hemos dicho que los managers de los fondos perciben dos tipos de comisiones, en cuanto a las plataformas de Crowdfunding, ellas se remuneran gracias a las comisiones percibidas sobre los importes invertidos como Ulule, por ejemplo.

En términos de cifras, los fondos de Capital invierten en start up que requieren desde un millón de dólares hasta 20 millones de dólares (Cumming y Johan, 2013).

En cuanto al crowdfunding, puede permitir recoger pequeños importes de capital, a menudo por debajo de 1,000 dólares para iniciar un “one-time-project” como un evento, por ejemplo. En estos casos, el capital se recauda de la familia y los amigos y el crowdfunding es solamente un medio para agrupar recursos (Ethan Mollick, 2013).

Tabla 1: Tamaño medio por fuente de financiación de los "new ventures"

	EEUU	UE ex RU	Reino Unido
Reward-based crowdfunding			
2016	25,000 ^a	16,031 ^b	15,325 ^c
2015	38,003 ^a	4,553 ^b	N.A. ^c
Equity-based crowdfunding			
2016	861,852 ^a	321,937 ^b	1,048,330 ^c
2015	965,361 ^a	489,864 ^b	769,424 ^c
Venture Capital (seed stage)			
2016	1,367,720 ^d	554,800 ^e	1,558,442 ^f
2015	1,161,270 ^d	234,043 ^e	1,152,717 ^f
Venture capital (venture stage)			
2016	13,520,827 ^d	1,398,549 ^e	3,896,104 ^f
2015	13,815,449 ^d	1,186,288 ^e	4,111,601 ^f

Fuentes: (a) Ziegler et al. (2017), (b) Ziegler et al. (2018), (c) Zhang et al. (2017), (d) PwC/CB Insights (2018), (e) Invest Europe (2017), (f) British Business Bank (2017).

Cabe destacar también la importancia de los business angels en el paisaje del emprendimiento. los «angel investors» - individuos prósperos que invierten pequeños importes de capital durante etapas previas a las rondas en las que invierten los Vcs financian dieciséis veces más compañías que los VCs y sus participaciones están creciendo (Mulcahy, 2013).

El año pasado la inversión a través de los business angels ha generado unos 24 mil millones de dólares según el Center for Venture Research de la Universidad del New Hampshire. Más de 73,000 proyectos recibieron “angel funding” y hubo 316,000 inversores activos (Torres, 2015).

Los “business angels” no solo invierten su patrimonio, sino que también proveen de conocimientos, consejos y de sus contactos a los emprendedores. En términos de cifras, el “business angel” se limita a un importe de 50,000€ en cada proyecto en el que invierte. Según los datos de la Asociación Española de Business Angels, invierte entre uno y cinco proyectos cada año (The Crowd Angel, 2017).

Con esos datos podemos observar que los “business angels” se acercan más al proceso de crowdfunding que éste al Venture Capital, no solo por el importe dinerario aportado sino también por su naturaleza: es un inversor privado. En efecto, el tipo de fondos del sistema de Venture Capital proviene de firmas y fondos, pero no de individuos.

Hay una frontera confusa entre los dos tipos de inversores. Por un lado, habrá plataformas de crowdfunding ofreciendo un importe mínimo de inversión del tamaño de “angels investors”. En este sentido, “crowdinvesting” y “angel finance” pueden ser sustitutivos y el primero ayuda a la generación de los beneficios del segundo. Por otro lado, pueden existir escenarios donde los “crowdinvestors” y business angels se complementen, puesto que las últimas plataformas de crowdfunding son híbridas. Hoy en día, existen varias plataformas de segunda generación que son más integradoras, combinan diferentes tipos de inversores y también trabajan con más inversores tradicionales incluyendo los “business angels”. Destacamos dos ejemplos de estas últimas: las plataformas Syndicate Room basa en UK y MyMicroInvest en Bélgica donde las “crowds” coinvierten con los business angels. Esas coinversiones presentan beneficios. Una de las ventajas que presenta esta “alianza” resulta en que las “crowds” pueden confiar en las habilidades

financieras y en la vigilancia de los “business angels” quien luego proveen de consejos y prestan su reputación a la firma emprendedora (Hsu, 2004; Ferrary y Granovetter, 2009).

El juicio experto de los profesionales de Venture Capital, acerca de la calidad de las compañías, tienen una consecuencia sobre la sobrevivencia de los nuevos proyectos porque las entidades de Venture Capital proveen inversión y conexiones importantes a otros recursos (Baum y Silverman, 2004; Ferrary y Granovetter, 2009).

En efecto cabe destacar que los inversores del crowdfunding no son inversores acreditados. Según la ley 501 de la regulación del Securities Act (1933), un inversor acreditado, se define como una persona que tiene un valor de más de un millón de dólares o una persona que percibe más de 200,000 de dólares anualmente o 300,000 dólares con su cónyuge. Según la Federal Reserve’s Survey of Consumer Finances, seis millones de “household” responden a los criterios mencionados previamente y pueden ser considerados como inversores acreditados. Según una encuesta del Cambridge Center for Alternative Finance en UK un 21% de los inversores en Equity Crowdfunding sobrepasan la barrera de los 100,000 libras de ingresos que es el criterio para ser acreditado en el Reino Unido.

3. Problemas que resuelven el Venture Capital y el Crowdfunding

Después de las descripciones de los dos temas principales de este trabajo, la tercera parte estudia los problemas que resuelven cada una de las formas de financiación, pero también los sesgos que presentan o solucionan cada una de ellas.

Generalmente, antes de buscar ayuda financiera por parte de las entidades de Venture Capital, los emprendedores buscan obtener fondos por parte de sus “FFF”. Este término es también conocido como los “3F” que significa: “Friends, Family and Fools”. El término “Fools” a aquellas personas que sin ser conocedores del sector ni tener vínculos asumen un nivel muy alto de riesgo que supone invertir en una entidad en etapa de nacimiento. Esta denominada la etapa “valley of death” la que corresponde al momento donde los emprendedores necesitan mucho flujo de inversión, pero todavía no presentan beneficios y no van a obtener mucho crédito, antes de algunos años. Esta expresión se refiere al hecho de que el emprendedor necesita dinero, pero no tiene un poder de negociación bastante importante para recaudarlo.

Además, podemos mencionar que los “business angels” inversores profesionales institucionales que a menudo son previos emprendedores que han tenido éxito en sus negocios. Son reconocidos como fuente de financiación previa a la búsqueda de financiación por Venture Capital.

Se estudiará en las siguientes partes como los dos procesos de financiación que son el Venture Capital y el Crowdfunding resuelven algunos problemas propios del sector del emprendimiento.

3.1. “Moral hazard” y riesgo de agencia

Observamos que el proceso de Venture Capital está vinculado a lo que llamamos: las rondas de financiación. Cabe mencionar las más importantes:

-*Seed Capital*: Empresa en proceso de creación o recientemente creada. No tienen productos comercializados todavía y tiene todo el interés en conseguir un soporte por parte de Venture capital. En esta etapa, las rondas son de poco importe y, sobre todo, el proyecto desea desarrollar la búsqueda, el acceso, un concepto o producto inicial. El

dinero obtenido puede también ser utilizado para “marketing research” o para integrar más gente en el equipo.

-*Start-up*: Aquí los recursos financieros pueden permitir a las startups empezar a desarrollar un producto, pero también el aspecto de marketing para ganar clientes. En este momento, no existe beneficio todavía.

-*Early Stage*: En esta etapa, los recursos están destinados a la producción y manufacturación del producto y, sobre todo, a su comercialización. El importe de dinero proporcionado suele ser más importante que el de las series previas y sirve también para desarrollar las campañas de marketing. Todavía el beneficio no es una dimensión prioritaria.

- *Expansion stage/second stage/third stage capital*: Aquí los recursos sirven para el crecimiento y la expansión del negocio hacia nuevos mercados, aumento de la capacidad de producción o del capital humano, mejoras del producto, aumentar el tamaño del equipo. En este nivel, el producto está disponible a la venta, pero todavía no se suele evocar el tema de beneficios sino solamente el de ingresos.

- *Mezzanine/bridge/pre-public stage*: En esta etapa, la empresa puede convertirse en pública ya que sus productos o servicios comienzan a ser relevantes en el tráfico mercantil. Los medios financieros recaudados pueden utilizarse para actividades como fusiones y adquisiciones, reducciones de precio u otras maneras de ganar competitividad, IPO.

El problema más importante al cual se pueden enfrentar los emprendedores cuyos proyectos tienen poco o ningún historial es el del “moral hazard” o en otras palabras los problemas de agencia (Jensen y Meckling, 1976). En efecto, los conflictos de interés entre un inversor y un emprendedor causan dificultades para el emprendedor a la hora de recaudar fondos. Los intereses de esos dos últimos no siempre convergen. Los managers pueden preferir invertir en proyectos por los cuales están recompensados internamente, aunque no sean los proyectos más interesantes para los inversores.

Para resolver esos tipos de problemas, los expertos utilizan procesos de “screening”. Gracias a este método van a ser capaces de generar nueva información con respecto a la entidad y al emprendedor (Chan, 1983).

Además, intentan resolver este problema pidiendo puestos en el consejo para poder vigilar más el emprendedor y dar consejos para el desarrollo de la firma (Hellmann, 1998; Cornelli y Yosha, 2003).

Según Gompers (1995), los venture capitalists utilizan el proceso de «staging», es decir el proceso de rondas de financiación, como mecanismo para controlar los costes de agencia. En otras palabras, significa que los venture capitalists no proporcionan todos los recursos en un momento único sino más bien de manera progresiva a través de diferentes rondas. El objetivo es mantener la posibilidad de abandonar el proceso de financiación siempre que los riesgos crezcan (Gompers y Lerner, 2001).

La idea básica detrás de este proceso de rondas, es vincular los diferentes pagos procedentes de la inversión al alcance de unos objetivos concretos por parte de las startups. Esos objetivos tienen que estar alcanzados antes que los venture capitalists efectúen el próximo pago (Block y MacMillan, 1985). En efecto, con este modo, se permite conservar un cierto grado de control sobre las startups.

Según Neher (1999), la inyección de financiación es un instrumento clave a la hora de hacer frente al “hold up”. Surge cuando una parte hace un “sunk, relationship-specific investment” y luego se involucra en la negociación con un socio comercial económico. Ese socio puede ser capaz para apropiarse algunas de las ganancias de la inversión hundida, distorsionar incentivos a la inversión, ya sea hacia pequeñas inversiones o hacia inversiones que están menos sujetas a apropiación (Hermalin y Katz, 2009).

Además, el proceso de “staging” puede ayudar a superar problemas de compromisos. Al principio, las rondas no serán muy importantes para evitar decepciones a los inversores. Sin embargo, progresivamente, el emprendedor ganará en términos activos físicos serios que representaran garantías para las rondas futuras.

Este proceso permite también de reducir el problema de incertidumbre.

Sin embargo, el «staged financing» puede crear un conflicto de interés entre inversor y emprendedor, motivando a este último alcanzar solamente el siguiente objetivo en vez de enfocarse en los beneficios a largo plazo (Cornelli y Yosha, 1998).

Si hacemos una comparación en cuanto al Crowdfunding, no existe sistemáticamente este sistema de rondas. Es más difícil solucionar los problemas de agencia y del “moral hazard”.

El Crowdfunding no puede manejar bien el problema de agencia ya que, debido al número importante de inversores, el problema de “free-riding” y de duplicación de coste de supervisión de proyectos son especialmente importantes.

Sin embargo, el crowdfunding puede también implicar “staged financing” como el proceso de venture capital a veces (Indiegogo, 2012). Como lo hemos mencionado previamente, el crowdfunding permite establecer una comunicación más amplia. De este modo, es pertinente subrayar que el hecho de permitir a las crowds invertir varias veces a través de las plataformas de crowdfunding podría permitir controlar el comportamiento del emprendedor. En efecto, si una persona tiene la posibilidad de dar su opinión de manera pública en la plataforma, podría reducir los problemas enunciados anteriormente.

3.2. Incertidumbre y asimetría de información

Tanto la incertidumbre como la asimetría de información son problemas muy importantes en los procesos de financiación. Primero, puede hacer referencia a la incertidumbre del éxito del proyecto, pero también a la honestidad y al compromiso del emprendedor.

La habilidad de una compañía para acceder al capital desde diferentes fuentes depende primariamente del grado de la asimetría de información al que se enfrenta los inversores y su habilidad a realizar una “due diligence” para reducir esta asimetría de información.

La asimetría de información se refiere al hecho de que el emprendedor sabe más que el inversor externo. Es un riesgo y un coste para el inversor externo y justifica porque los beneficios propios de una empresa son una fuente más barata de capital externo con respecto a la deuda o “equity finance”. Con la financiación interna no hay precio que pagar para compensar un banco o un “equity investor” por la realización de una “due diligence” con el objetivo de revisar la calidad de la empresa antes una inversión (Cosh et al., 2009, Cumming y Johan, 2013).

Como dicen Cumming y Johan (2013), los FFF (Family, Friends and Fools) son una fuente común de capital para las “early stage” de las firmas emprendedoras. Un emprendedor sin historial va a tener más facilidad para conseguir financiación a través de esta vía, ya que los inversores conocen el proyecto a o al equipo humano desde hace tiempo y se basa, más en la confianza que en el proyecto en sí mismo.

En consecuencia, la asimetría de información al que se enfrentan los 3F es menor que a la que se enfrentan, las fuentes externas de financiación.

Al contrario, mientras los “business angels” financian también empresas emprendedoras “early stage” donde no existe una relación previa con los emprendedores. significa que hay una tendencia a buscar emprendedores que también tengan implicación económica en el proyecto y así asegurar que los emprendedores están motivados y comprometidos con el proyecto.

Con respecto a los fondos de Venture Capital, tienden a financiar firmas emprendedoras con alto nivel de asimetría de información en términos de no tener historial operativo y entidades del sector “high-tech” que poseen activos intangibles difíciles de valorar. Los fondos de Venture Capital exigen una “equity-stake” en las compañías en las que invierten. Además, suelen designar a managers del propio fondo de Venture Capital que son inversores especializados con capacidad de realizar *due diligence* de los proyectos en lo que invierten.

En consecuencia, como hemos visto, los expertos Venture Capital tienen la posibilidad de reducir el riesgo de asimetría de información gracias al proceso de Due Diligence que los VCs pueden realizar siendo expertos especializados.

Otra solución en la que se pueden basar los expertos de Venture Capital para solucionar el problema de la asimetría de información son sus contactos sociales. En efecto gracias a esos últimos pueden identificar y evaluar a un emprendedor (Tyebjee y Bruno, 1984). Los expertos del Venture Capital tienden a favorecer unos emprendedores con quien tienen conexiones directas o indirectas (Shane y Cable, 2002).

En cuanto al crowdfunding, notamos que el ser un colectivo se puede reducir el problema de la asimetría de información. Como lo menciona Ethan Mollick, las comunidades del Crowdfunding no solo deciden invertir o no en un proyecto. Hay mucha evidencia que las “crowds” realizan buenos desempeños en cuanto al proceso de “due diligence” de proyectos. Mientras haya una escasez de vigilancia o de control los proyectos fraudulentos son muy pocos los que han conseguido financiación. El importe de dinero comprometido a proyectos que no tienen mucha probabilidad de ser realizado suponen menos del 0,1 por ciento del total de los importes comprometidos. No es por la regulación sino por el principio de la ley de Linus: cuando hay un número suficientemente grande de gente mirando un problema, se encuentra alguien para el que es trivial. Cuando un proyecto parece interesante a una comunidad, varios individuos lo examinarán y hay una buena probabilidad de que al menos uno de ellos tenga la capacidad de detectar unos errores u omisiones que podrían indicar la deshonestidad de los creadores (Mollick y Robb, 2016).

3.3. Los criterios comunes de la selección de proyectos

Tras las observaciones realizadas acerca de los problemas que resuelven ambos métodos de financiación, debe investigarse la cuestión de los criterios que toman en cuenta el crowdfunding y el venture capital en sus procesos de decisiones.

En esta parte, se trata de analizar la existencia de criterios comunes entre el crowdfunding y el Venture Capital a la hora de seleccionar un proyecto a financiar. También se desea analizar si al ser una comunidad mixta, en unos son expertos financieros y en otro, no tiene porque, el primer medio de financiación puede permitir un número más importante de proyectos financiados. Además, se quiere deducir cuales son los riesgos que Venture Capital podría reducir gracias a aplicar metodología del Crowdfunding.

¿Cómo los venture capitalists seleccionan los proyectos a financiar?

El “ciclo del Venture Capital”, empieza cuando los venture capitalists localizan firmas de interés, primero a través de conexiones de su red de contactos o por contacto directo con el entorno emprendedor (Gompers y Lerner, 2004).

Aunque está reconocida la idea de que, históricamente, la red de contactos es un elemento muy importante en el proceso de toma de decisiones de los venture capitalists, no invertirían tanto en “buenas personas” y “buenas ideas” sino en “buenas industrias” (Mulcahy, 2013). Sin embargo, los expertos necesitan asegurarse de ciertas señales de calidad asociados a los nuevos proyectos.

Se observó que los venture capitalists tienen en alta consideración la calidad de toma de decisiones del equipo de las “startups”. El equipo que compone el proyecto influye directamente en la solvencia del mismo (Franke et al., 2008).

Además, los expertos de VC tienden a dar importancia al “background” y al éxito de las experiencias pasadas de los emprendedores de un proyecto. Según ellos, este último factor es uno de los mejores indicadores de éxito futuro. Sin embargo, también se toman en cuenta factores exteriores como por ejemplo el apoyo de fuentes exteriores. En efecto, se buscan indicadores de éxito potencial a través de aprobaciones exteriores como por ejemplo el apoyo de los medios o el boca a boca positivo de expertos del sector. Por último, el grado de madurez de los emprendedores y la capacidad de los mismos en explotar las oportunidades que han identificado son también factores importantes a tener en cuenta en el proceso de decisión de los expertos del VC. Según estos últimos, la preparación es una señal importante. Indica que los emprendedores están preparados a afrontar los riesgos y obstáculos de un nuevo proyecto (Mollick y Robb, 2016).

Los “endorsements” y alianzas con terceros no solo son importantes porque representan fuentes críticas de recursos para las firmas (en el caso de las alianzas) pero también porque sirven de señales de reputación especialmente cuando unas organizaciones con alto estatus están dispuestas a usar su prominencia para apoyar un proyecto (Baum et al., 2000; Shane y Cable, 2002; Stuart et al., 1999).

Es interesante preguntarnos si al ser una comunidad de individuos comunes que juzga y no unos expertos como pueden ser los de las entidades de Venture Capital, el crowdfunding, no financiaría proyectos más propensos a fracasos. También, podemos reflexionar sobre la posibilidad de que una red de personas que no se conozcan entre sí puede convertir en unos jueces organizados.

Para contestar esta hipótesis, Ethan Mollick y Alicia Robb efectuaron la siguiente experiencia: identificaron más de 2.000 proyectos del sector de la tecnología (software, videojuegos) que habían recaudado por lo menos, cinco mil dólares y que podrían encajar en los criterios de selección de los expertos de VC. Gracias a la plataforma de crowdfunding Kickstarter, recogieron información y se analizaron el grado de presencia de los principales criterios del VC: apoyo por parte de las fuentes exteriores, éxitos pasados y existencia de prototipos. Encontraron un alto nivel de presencia de esos factores en la mayoría de los casos. Concluyeron que esos tres criterios de calidad influyen también en la toma de decisión de las “crowds” a la hora de evaluar la viabilidad de nuevos proyectos. No todos los proyectos recibieron fondos, pero los que fueron financiados tendían a ser los que presentan las señales de éxito que buscan los venture capitalists a la hora de invertir. Entonces, los proyectos que presentan esas señales de calidad tienden más probabilidad de ser financiados. Al contrario, los que no poseen esas características presentan más probabilidades de fracaso; por ejemplo, unos “spelling errors” en un discurso de campaña, disminuyen las probabilidades de obtención de financiación en una ratio del 13%.

La experiencia mencionada previamente demuestra un cierto nivel de correlación entre los criterios de selección considerados por parte de las “crowds” y por los expertos de Venture Capital. Esto significa que, de cierto modo, las “crowds” actúan como expertos de VC y dan importancia a la calidad del producto, pero también a las probabilidades de éxito y la habilidad del equipo (Mollick y Robb, 2016).

Mientras que el “background” del equipo, las aprobaciones y la demostración de la preparación se consideran igual de relevantes a la hora de evaluar la probabilidad de éxito de un proyecto (Michael, 1974; Shepherd, 1999) el hecho de que esas evaluaciones requieran ambos networks e interacciones cara a cara introduce sesgos dentro del proceso. Los sesgos tienen como origen las limitaciones de cómo los expertos de Venture Capital juntan las señales y no tienen justificaciones claras en su desempeño.

Además, como afirman, las decisiones del Venture Capital están a menudo basadas en pocos datos y son sujetas a sesgos cognitivos e información limitada (Baum y Silverman, 2004; Ferrary y Granettover, 2009).

Por un lado, unos estudios académicos demostraron que las compañías sustentadas por Venture Capital tienen más éxito en términos de innovación (Kortum y Lerner, 2000) y rentabilidad, que las que no lo son.

Por otro lado, las investigaciones del Center For Talent Innovation, un Thinkthank dirigido por Sylvia Ann Hewlett, demostraron que el éxito de un proyecto tiene que ver con las similitudes entre el emprendedor y el inversor. Este hecho explica la poca diversidad de los proveedores de “equity financing”. Es un problema a la hora de evaluar ideas de proyecto. Según el estudio, el 56% de los inversores institucionales no toman en cuenta las ideas que no evalúan personalmente. Así nos podríamos preguntar si el crowdfunding no sería una buena solución para restablecer una cierta justicia al reducir los sesgos arraigados en el proceso de Venture Capital (Mollick y Robb, 2016).

3.4. El Crowdfunding presenta menos sesgos

Hasta ahora se ha observado que los procesos de crowdfunding y venture capital toman en cuenta criterios de selección comunes a la hora de seleccionar proyectos a financiar. Esta parte tiene como meta analizar si el crowdfunding permite reducir el nivel de sesgos presentes en otros métodos de financiación como el venture capital.

3.4.1. El caso del arte

Esta reconocido que el sector del arte está muy vinculado al del crowdfunding. Según A. Robb y E. Mollick (2016), aunque el crowdfunding y el Venture Capital consideran señales de calidad similares, todavía se pregunta si el crowdfunding permite un grado de democratización más elevado. Kickstarter cuenta con 80% de proyectos vinculados al arte. Desde 2012, se nota que hay una mayor financiación del sector del arte por vía de la plataforma que por vía del fondo Nacional dedicado a esta actividad. Pone en relieve la creciente influencia del crowdfunding con respecto al arte. Se preguntan si el crowdfunding podría cambiar el panorama del arte, precisamente si las selecciones

hechas por las “crowds” podrían democratizar la “low-culture” (rock, hip hop) y así restablecer el desequilibrio con la “high-culture” (opera, música clásica).

En el sector del arte, donde los beneficios no siempre es el objetivo de los creadores, los expertos desempeñan un papel más crítico como “influencers” y “gatekeepers”. Especialmente con respecto a la “high-culture”, los expertos son a veces más importantes que los creadores porque son ellos que determinan los criterios estéticos del sector tanto cual creador va a recibir recursos (Gans, 2008).

Los expertos son considerados a veces como “gatekeepers” de la financiación de los artes, desempeñando un papel crítico en la asignación de los recursos por parte del gobierno y de las fundaciones que reúnen más del 24,6% de los ingresos para “non for profit” museos y grupos artísticos en los Estados Unidos (Woronkowicz et al., 2012).

En este sector el Crowdfunding puede ofrecer una solución alternativa a los fundadores para evitar el dominio de los expertos de Venture Capital.

El crowdfunding provee un método de financiamiento de proyectos que difieren en varios aspectos de los procesos conducidos por expertos como el Venture Capital. Primero, en vez de quedarse en las manos de un pequeño grupo de individuos, es democrático – más de seis millones de personas han financiado proyectos en Kickstarter solamente (Mollick y Nanda, 2015).

Al contrario de las redes restringidas de los expertos, los inversores del crowdfunding están organizados de forma amplia. Además, con respecto a las redes cerradas de la Silicon Valley o del sector del teatro, el crowdfunding ofrece una comunicación más abierta online entre los emprendedores y los potenciales aportantes. El grado de influencia también se distingue entre los dos casos ya que la comunidad no tiene como objetivo primario un retorno sobre su inversión sino observar el éxito del proyecto en el que ha participado, sobre todo en este sector. (Wenger y Snyder, 2000; Mollick y Nanda, 2015)

Mollick y Nanda (2015), realizaron un experimento con profesionales de NEA panels. Estos últimos valoraron proyectos publicados en Kickstarter teniendo en cuenta los criterios como el mérito, la innovación y el contacto con la audiencia. Los resultados demostraron que en la mayoría de los casos las “crowds” y los expertos de Venture

Capital estaban de acuerdo con respecto a los proyectos que calificaban de alta calidad en el sector del arte. Sin embargo, cuando existía un desacuerdo entre los dos tipos de financiación, en dos terceros de los casos, la comunidad era más propensa a invertir que los expertos. Por tanto, resulta que el crowdfunding considera un mayor número de proyectos calificados de “alto nivel”.

Posteriormente se evaluaron en etapas posteriores los mismos proyectos, y el resultado es que los proyectos financiados por crowdfunding fueron un poco más propensos a hacer frente a fracasos, pero también, dentro del mismo grupo fueron los que alcanzaron un mayor éxito y recibieron premios prestigiosos como “awards”. Cabe concluir que el crowdfunding presenta características de un sistema de financiación más democrático con respecto a las nuevas innovaciones.

Según estos datos, es posible reconocer que un proceso dirigido por una comunidad de personas no significa obligatoriamente una calidad inferior no solo porque de la experiencia se observa que las comunidades suelen utilizar los mismos criterios de selección que los expertos de Venture Capital sino que además, las comunidades parecen presentar ventajas a la hora de detectar fraudes. El crowdfunding no es sinónimo de mayor ingenuidad. Al contrario, parece evitar los proyectos que solo visan a recaudar dinero más que desarrollar un proyecto concreto.

¿A qué grado el crowdfunding permite democratizar el acceso a la financiación?

Para estudiar esta pregunta es necesario basarse en dos criterios: el género de los emprendedores y su localización geográfica.

3.4.2. El caso de los géneros

Un problema más arraigado es el del género.

Solo el 14% de los venture capitalists son mujeres y muchas emprendedoras piensan que hay numerosos sesgos de géneros en los procesos de financiación del Venture Capital (Miller, 2010).

Según un estudio realizado por el Babson College, las empresas en la que invierten los expertos de Venture Capital son mayoritariamente dirigidas por los hombres. Solo 2.7% de las compañías apoyadas por VCs cuentan con una mujer CEO (Balachandra et al., 2014).

Los negocios liderados por las mujeres no están optimizados y suponen una gran pérdida de oportunidad en el crecimiento económico, sobre todo cuando las emprendedoras generan un mejor retorno sobre inversión que sus homólogos masculinos. La escasez de financiación es uno de los problemas más importantes de los negocios dirigidos por mujeres. La gente invierte en la gente que aprecia. Sabiendo que el mundo del Venture Capital es mayoritariamente masculino, el sesgo de género no sorprende (Brown, 2015).

Las mujeres representan más del 40% de las propietarias de negocios en Estados Unidos, menos de 6% de la financiación de Venture Capital fue destinado a compañías con directivos femeninos y solo 1.3% de las compañías apoyadas por Venture Capital tienen fundadores femeninos (Canning et al., 2012; Greene y Hart, 2003; Harrison y Mason, 2007; Stuart y Sorenson, 2007).

Según los académicos, los emprendedores masculinos están más dispuestos a ser seleccionados por venture capitalists masculinos basándose en sus networks y preferencias sociales. Entonces, la “homophily” podría ser una de las causas del sesgo de género (Ruef et al., 2004; Stuart y Sorenson, 2008).

No obstante, los académicos argumentan que esos sesgos pueden también deberse al hecho de que las mujeres tienden a buscar menos frecuentemente financiación a través del Venture Capital y al hecho de que existen pocas fundadoras de compañías tecnológicas (Coleman y Robb, 2009; Holmquist y Carter, 2009; Harrison y Mason, 2007; Klapper y Parker, 2011).

Como lo afirman E. Mollick y A. Robb (2016), en este contexto, el Crowdfunding permite democratizar el acceso al capital necesario a la comercialización y a la distribución de la innovación. Primero, las aportaciones femeninas son más comunes en crowdfunding que en Venture Capital. Y aun no lo sean, las aportantes femeninas tendrían más capacidad a la hora de identificar y seleccionar proyectos de emprendedoras femeninas creando así más “efficient matching” que el Venture Capital.

Se ha analizado a través de numerosos estudios que las mujeres llevan a cabo proyectos en sectores que necesitan menores importes de capital como los sectores de “retail” y de servicios. En el sector de VC la brecha entre los géneros es aún más amplia. Las mujeres

representan el 26% de los “business angels” en los Estados Unidos y menos de 6% de los socios de entidades de Venture Capital (Brush et al., 2014).

Esta desigualdad no se limita solamente al sector del Venture Capital. En términos de financiación por deuda, existen evidencias que las prestamistas discriminan a los prestatarios femeninos (Alesina et al., 2008). Un reciente estudio del Senado americano ha demostrado que las emprendedoras cuentan solamente con un dólar de los 23, prestados a pequeños negocios.

Un estudio realizado por A.Robb, D.Marom y O.Sade demostró que las mujeres representaban el 45% de los inversores en la plataforma de crowdfunding Kickstarter. Serían más importantes en términos de inversores que en términos de creadores de proyecto. Sin embargo, lo más relevante es que el 40% de las inversiones hechas por las mujeres van directamente a proyectos dirigidos por mujeres contra menos del 23% en el caso de los hombres.

Además, con respecto al “taste-based discrimination” J. Greenberg y E.Mollick encontraron que las mujeres tenían un 13% más de probabilidad de éxito a la hora de conseguir su objetivo en una campaña de crowdfunding.

El crowdfunding permite ofrecer soluciones a este sesgo creando plataformas dirigidas especialmente a mujeres. Por ejemplo, Portfolia es la única plataforma de recaudamiento de “equity capital” que se dirige a las mujeres fundadoras e inversoras. Se puede poner en relieve el ejemplo de Shebooks que ha recaudo fondos a través de la plataforma Portfolia. Esta empresa ofrece e-books con respecto a temas femeninos de mayor importancia y que se leen rápidamente.

Otro ejemplo que podemos mencionar es el de MoolaHoop, una plataforma de “reward-based” crowdfunding. Se dirige especialmente a pequeñas sociedades para proveer fuentes alternativas de financiación para las compañías “early stage” ya que muchas mujeres lanzan sus negocios con recursos bastante restringidos.

Se puede deducir al tenor de estos datos que el Crowdfunding resuelve el sesgo de genero ya que, como hemos mencionado previamente, este proceso de financiación no requiere contacto físico como el Venture Capital. Los aportantes se ven menos influidos por la

identidad del emprendedor. Suponemos que a través de este método las comunidades están más interesadas en la calidad del proyecto que en el emprendedor en sí mismo.

Además, según N. Barasinska y D. Schäfer, unos estudios recientes sobre las plataformas de “lending” en Alemania y Estados Unidos demostraron que los prestatarios femeninos tienen el mismo nivel de oportunidad de obtener fondos que los hombres. El “wisdom of the lending crowd” podría ser un medio para eliminar la discriminación contra las mujeres en la actividad crediticia (Barasinska y Schäfer, 2014).

Para las personas que defienden el crowdfunding, este nuevo medio de financiación tendría el potencial de democratizar el proceso de emprendimiento y el mercado de capitales siendo un medio tanto para emprendedores y prestadores que han sido infrarrepresentados en esos mercados (minoridades y mujeres) con el objetivo que ganen en participación (Shermak, 2013).

El Crowdfunding abre las puertas a inversores femeninos tal como la apuesta on-line abre las puertas a las mujeres demasiado nerviosas para ir en las “high Street bookie” tradicional (Brown, 2015).

3.4.3. El caso de la localización geográfica

Uno de los sesgos reconocidos del proceso de Venture Capital es geográfico.

Debido a la necesidad de la evaluación en persona y al nivel de vigilancia requerido, las inversiones de Venture Capital se concentran en contadas localizaciones. Son aquellas áreas geográficas donde tanto los emprendedores como las firmas de Venture Capital están localizadas (Stuart y Sorenson, 2003).

Además, la inversión de VCs es intrínsecamente local o por lo menos regional. En efecto, los datos de 2010 y la primera mitad de 2011, demuestran que el top-five de las regiones destinos de las inversiones de los VCs representa aproximadamente el 76% de la inversión total del Venture Capital. Más precisamente, los datos revelan que el 39% de la inversión total de VC por región fue invertida en Silicon Valley. El resultado de esa concentración demuestra que varias startups localizadas en diferentes lugares fuera de las áreas “prioritarias” donde no prevalece el Venture Capital, quedan sin financiación (Warren, 2012).

Es un hecho, es una actividad muy concentrada geográficamente. En efecto, la ciudad de Boston está reconocida por albergar numerosas inversiones del sector de biotecnología mientras que la región de California, y más precisamente la Silicon Valley, reagrupa inversiones de los sectores de electrónica e informática. Han sido reconocidos por varios expertos que las políticas que sostienen las pensiones de inversiones y la presencia de un entorno fiscal favorable tanto como las leyes, los programas de inversión directa acerca de inversión privada o también Public stocks market tienen un efecto positivo sobre la presencia y el éxito del Venture Capital (Cumming y Douglas, 2013).

Los beneficios del excedente generado dentro de los grupos de emprendedores talentosos forman parte de las razones que justifican este “clustering” (Feldman, 2001; Kenney y von Burg, 1999; Owen-Smith y Powell, 2004). Al menos una de las razones por las cuales la selección de los Venture Capitalists está limitada, es debida a las limitaciones de los VCs “networks” y a la necesidad de una interacción física. Específicamente, los VCs prefieren tener un acceso directo y un poder supervisión de las carteras de las compañías. Tal vigilancia es considerablemente más fácil cuando las empresas están cerca de la oficina de los Venture Capitalists (Chen et al., 2009).

Según un estudio de Stuart y Sorenson (Stuart y Sorenson, 2005), existe una distancia media de 70 miles (=113 km) entre los venture capitalists y los objetos de sus inversiones. En este contexto, el principio del crowdfunding presenta ventajas con respecto al proceso de Venture Capital ya que no se necesita cierta proximidad geográfica.

Un estudio de Agarwal, Catilini y Goldfarb acerca del crowdfunding demostró que los aportantes de los proyectos de la industria de grabación (recording industry) están repartidos más ampliamente desde un punto de vista geográfico, aunque la distancia de los aportantes está restringida por las redes sociales de los emprendedores (Agrawal et al., 2010).

Se reduce la presión con respecto al origen de los fondos gracias a esta distribución más amplia. Sin embargo, no indica directamente la distribución geográfica de los proyectos exitosos, por sí mismo. En consecuencia, se observa que el crowdfunding permitiría una distribución más amplia y democrática de emprendedores exitosos que las entidades de Venture Capital si la vigilancia no está considerada como un criterio mayor y que los aportantes están dispuestos a financiar proyectos fuera de su área local.

Ethan Mollick y Alicia Robb realizaron un experimento para comparar la repartición geográfica de los dos métodos de financiación. Utilizaron VentureExpert y Kickstarter para identificar y comparar proyectos del sector de la alta tecnología entre 2009 y 2012 en los Estados Unidos. Utilizaron el coeficiente Gini (Krugman, 1992). Este último toma un valor superior a cero si la distribución de los proyectos financiados está más sesgada que la población en general y un uno para indicar una concentración completa (Kim et al., 2002). Calcularon de diferentes maneras los coeficientes de Gini. Observaron que el coeficiente de Gini local fue más débil para el crowdfunding indicando menos concentración que en el caso de la financiación por Venture Capital. Concluyeron que la financiación por crowdfunding parece menos concentrada que la financiación por Venture Capital, aunque la diferencia no es significativa en términos de magnitud.

4. Conclusión

Como hemos mencionado anteriormente, tanto los venture capitalists como las crowds valoran las probabilidades de éxito de los proyectos gracias a criterios de calidad, comunes. Así que se puede entender que gane importancia la idea de que existe complementación entre los dos procesos de financiación.

Además, el crowdfunding parece restablecer una cierta justicia con respecto a desigualdades históricas como las del género o del área geográfica que presenta el Venture Capital.

El Crowdfunding es un modelo interesante porque ofrece otro punto de vista acerca de los medios de financiación y permite observar como un mundo más interrelacionado podría diseñar el futuro de la innovación. Evidentemente, esta forma de financiación ha sido facilitada con la utilización masiva del internet y de las redes sociales.

Por un lado, el crowdfunding permite relacionar una comunidad de apasionados y ofrecerles la oportunidad de concebir un proyecto como, por ejemplo, en la industria cinematográfica. Sin embargo, permite también reducir las desventajas históricas cuyas principales víctimas son las mujeres gracias al desarrollo de plataformas dedicadas a ellas como por ejemplo MoolaHoop.

El crowdfunding parece también reducir las barreras de la financiación por medios tradicionales y así desarrollar la variedad de inversores. Revoluciona la forma de comunicar entre los emprendedores y los inversores. El crowdfunding permite ir más allá del aspecto financiero. Desarrolla el aspecto humano creando verdaderas comunidades presentes y preparadas a acompañar un proyecto desde su creación hasta su lanzamiento en un mercado concreto.

El crowdfunding permite también a las grandes firmas tener otro punto de vista acerca de las innovaciones y fomentar ayudas mutuales o cooperaciones.

Un tema importante también es el de la democratización de la innovación. El crowdfunding ofrece acceso a multitud de oportunidades y recursos, a personas que no se lo podrían permitir de otra manera. En consecuencia, permite la aparición de un nuevo tipo de inversores. Asimismo, permite reducir el número de intermediarios a veces inútiles.

Podemos suponer que, restableciendo un cierto equilibrio, el crowdfunding se impone como una vía de democratización de acceso al capital. En efecto según, A. Stepherson, las instituciones de inversores como los Vcs deniegan el 99% de los “business plan” que les están sometidas lo que acierta que el crowdfunding y el Venture Capital pueden y tendrán que coexistir.

Por todas esas razones el paisaje del emprendimiento podría cambiar de manera radical. Uno de los venture capitalists más conocidos, F. Wilson, sugería que el Venture Capital podría ser arrastrado por un diluvio de dinero del crowdfunding desatado por el JOBS Act. Su razonamiento era el siguiente: si cada familia o individuo, invierte el 1% de sus activos en crowdfunding, eso sería equivalente a aproximadamente 300 mil millones, lo que es 10 veces más que los 30 mil millones de media anual que los fondos de Venture Capital han inyectado en el mercado en los últimos años (Wroldsen, 2012).

Se ha demostrado un vínculo entre Crowdfunding y Venture Capital. En 2014, la sociedad de análisis CB Insights encontró que más de 320 millones de dólares de inversión de Venture Capital habían sido alegados a compañías que habían sido financiadas por Crowdfunding en un primer tiempo. Aunque parece demasiado pronto para afirmar si el crowdfunding podría desempeñar un papel complementario o sustitutivo a los business angels o venture capitalists, las evidencias demuestran que podrían desempeñar ambos papeles.

5. Bibliografía

- Abbott, A., 1988. *The system of professions: An essay on the division of expert labor*. University of Chicago Press.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A., 2010. *The Geography of Crowdfunding*. SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn.1692661
- Alesina, A., Lotti, F., Mistrulli, P.E., 2008. *Do Women Pay More for Credit? Evidence from Italy** 29.
- Allison, Th. H., Davis, B. C., Short, J. C., Webb, J. W., 2015. *Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding*. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 39, 53-73.
- Balachandra, L., Davis, A.E., Brush, C.G., Blank, A.M., Greene, P.G., 2014. *Diana Report Women Entrepreneurs 2014: Bridging the Gender Gap in Venture Capital* 28.
- Barasinska N., Schäfer D., 2014. *Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform*. *Ger. Econ. Rev.* 15, 436–452.
- Baum, J., Calabrese, T., Silverman, B., 2000. *Don't go it alone: Alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology*. *Strategic management journal*.
- Baum, J., Silverman, B., 2004. *Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups*. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411–436.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A., 2012. *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*. SSRN eLibrary.
- Block, Z., MacMillan, I.C., 1985. *Milestones for Successful Venture Planning*. *Harvard Business Review*.
- Bradford, C.S., 2012. *Crowdfunding and the Federal Securities Laws 2012*, 151.
- British Business Bank, 2017. *Small Business Equity Tracker*. Technical report, British Business Bank.
- Brown, J., 2015. *Crowdfunding is online gambling for women (and it could end gender bias to boot)*. *The Telegraph*.

- Canning, J., Haque, M., Wang, Y., 2012. *Women at the Wheel*. New York.
- Cavaliere, F. J., Mulvaney, T., Swerdlow, M., Baldo, M., 2014. Congress kick-starts securities laws to jumpstart the economy: the Jobs Act. *Southern Law Journal*, 24, 149-164
- Caves, R. E., 2000. *Creative industries: Contracts between art and commerce*. Harvard University Press.
- Chan, Y. S., 1983, 'On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information,' *Journal of Finance*, 38, 1543–1568.
- Coleman, S., Robb, A., 2009. A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data. *Small Bus. Econ.* 33, 397–411.
- Cornelli, F., Yosha, O., 1998. Stage Financing and the Role of Convertible Debt. *SSRN Electron. J.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.48581>
- Cumming, D.J., Johan, S.A., 2013. *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*. Academic Press.
- Diferencias entre venture capital, business angels y equity crowdfunding, 2017. Blog - Crowd Angel.
- Feldman, M.P., 2001. The Entrepreneurial Event Revisited: Firm Formation in a Regional Context. *Ind. Corp. Change* 10, 861–891.
- Ferrari, B., Fidanboyly, M., 2013. How crowdsourcing and open innovation could change the world. *The Guardian*
- Ferrary, M., Granovetter, M., 2009. The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. *Econ. Soc.* 38, 326–359.
- Forbes, H., Schaefer, D., 2017. Guidelines for Successful Crowdfunding. *Procedia CIRP* 60, 398–403. <https://doi.org/10.1016/j.procir.2017.02.021>
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., Henkel, J., 2008. Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32: 459-483.
- Gans, H., 2008. *Popular Culture and High Culture: An Analysis and Evaluation Of Taste (Revised And Updated)*. Basic Books.

- Ginsburgh, V., 2003. Awards, success and aesthetic quality in the arts. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 99–111.
- Golic, Z., 2014. Advantages of Crowdfunding as an Alternative Source of Financing of Small and Medium-Sized Enterprises. *Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo*, 8, p. 39 – 48.
- Gompers, P.A., 1995. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers, P., Lerner, J., 2001. The Venture Capital Revolution. *J. Econ. Perspect.* 15, 145–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
- Gompers, P., & Lerner, J., 2004. *The venture capital cycle*. MIT Press.
- Greene, P., & Hart, M., 2003. *Women entrepreneurs: Moving front and center: An overview of research and theory*. USASBE White Papers.
- Harrison, R.T., Mason, C.M., 2007. Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance. *Entrep. Theory Pract.* 31, 445–472. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00182.x>
- Hellmann, T., 1998, ‘The allocation of control rights in venture capital contracts,’ *Rand Journal of Economics*, 29, 57–76.
- Hermalin, B.E., Katz, M.L., 2009. Information and the hold-up problem. *RAND J. Econ.* 40, 405–423. <https://doi.org/10.1111/j.1756-2171.2009.00071.x>
- Holmquist, C., Carter, S. L., 2009. The Diana Project: pioneering women studying pioneering women. *Small Business Economics*, 32(2), 121–128.
- Hsu, D.H., 2004. What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *J. Finance* 59, 1805–1844. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x>
- IndieGoGo, <http://www.indiegogo.com/about/faqs> (last visited Mar. 5, 2012)
- Invest Europe, 2017. 2016 European Private Equity activity. Technical report, Invest Europe.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976, ‘Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure,’ *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

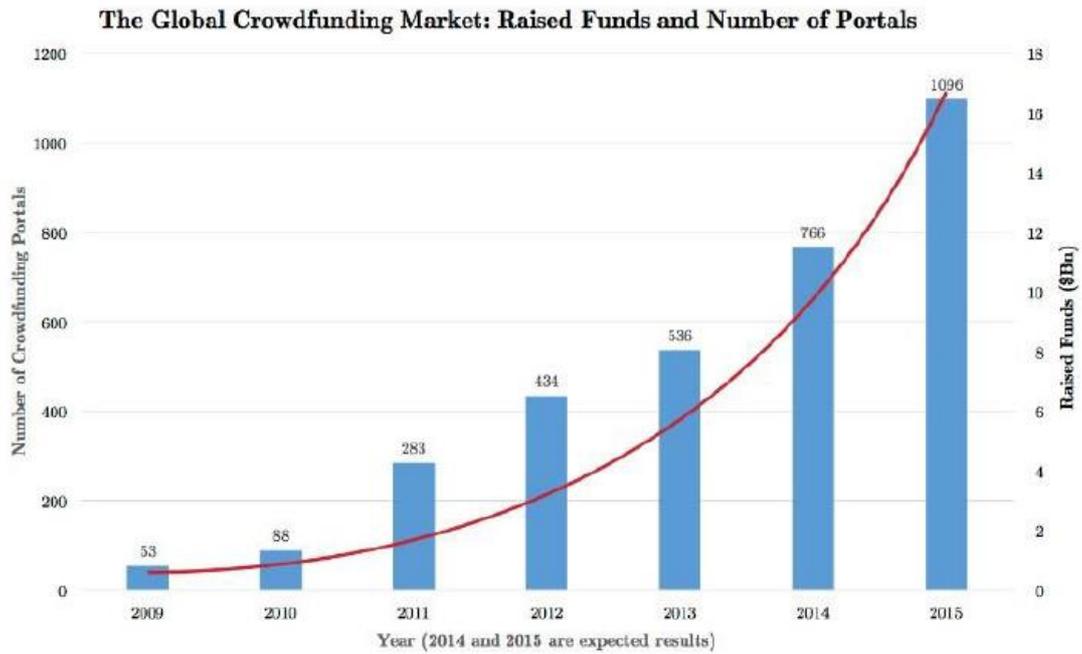
- Kantor, R., 2013. Why Venture Capital Will Not Be Crowded Out by Crowdfunding (SSRN Scholarly Paper No. ID 2400082). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Kenney, M., von Burg, U., 1999. Technology, entrepreneurship and path dependence: industrial clustering in Silicon Valley and Route 128. *Ind. Corp. Change* 8, 67–103. <https://doi.org/10.1093/icc/8.1.67>
- Kickstarter, 2018. Disponible en: <http://www.kickstarter.com> [Consultada el 6 de junio de 2018]
- Kim Yunsoo, Barkley David L., Henry Mark S., 2002. Industry Characteristics Linked to Establishment Concentrations in Nonmetropolitan Areas. *J. Reg. Sci.* 40, 234–259. <https://doi.org/10.1111/0022-4146.00173>
- Klapper, L.F., Parker, S.C., 2011. Gender and the Business Environment for New Firm Creation. *World Bank Res. Obs.* 26, 237–257. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkp032>
- Krugman, P., 1992. Geography and trade.
- Michael, S., 1974. Market Signaling: informational transfer in hiring und related screening process.
- Miller, C.C., 2010. Why So Few Women in Silicon Valley? *N. Y. Times*.
- Mollick, E., 2016. The Unique Value of Crowdfunding Is Not Money — It's Community [WWW Document]. *Harvard Business Review*.
- Mollick, E., 2014. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *J. Bus. Ventur.* 29, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Mollick, E., Nanda, R., 2015. Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. *Manag. Sci.* 62, 1533–1553. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2207>
- Mollick, E., Robb, A., 2016. Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding. *Calif. Manage. Rev.* 58, 72–87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.72>
- Mollick, E.R., Kuppaswamy, V., 2014. After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding. *SSRN Electron. J.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.2376997>

- Morduch, J., 1999. The microfinance promise. *Journal of Economic Literature* 37, 1569.
- Mulcahy, D., 2013. Six Myths About Capital Venture. *Harvard Business Review*.
- Neher, D.V., 1999. Staged Financing: An Agency Perspective. *Rev. Econ. Stud.* 66, 255–274. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00087>
- Owen-Smith, J., Powell, W.W., 2004. Knowledge Networks as Channels and Conduits: The Effects of Spillovers in the Boston Biotechnology Community. *Organ. Sci.* 15, 5–21. <https://doi.org/10.1287/orsc.1030.0054>
- Poetz, M., Schreier, M., 2012. The value of crowdsourcing: can users really compete with professionals in generating new product ideas? *Journal of Product Innovation Management* 29.
- PwC/CB Insights, 2018. Moneytree Report. Technical report.
- Rossi, M., 2014. The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 5, 8 – 18.
- Ruef, M., Aldrich, H.E., Carter, N.M., 2004. The Structure of Founding Teams: Homophily, Strong Ties, and Isolation among U.S. Entrepreneurs. *Am. Sociol. Rev.* 69, 297–297. <https://doi.org/10.1177/000312240406900208>
- Schwiebacher, A., Larralde, B., 2010. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *SSRN Electronic Journal*.
- Shepherd, D., 1999. Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*.
- Shane, S., Cable, D., 2002. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Manag. Sci.* 48, 364–381. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.3.364.7731>
- Shermak, S., 2013. Why Equity Crowdfunding Is Good News For Women. *Forbes*.
- Sorenson, O., & Stuart, T., 2005. The evolution of venture capital investment networks. Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Stuart, T., Hoang, H., Hybels, R., 1999. Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative science quarterly*.
- Stuart, T., Sorenson, O., 2003. The geography of opportunity: spatial heterogeneity in founding rates and the performance of biotechnology firms. *Res. Policy* 32, 229–253. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(02\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(02)00098-7)

- Stuart, T.E., Sorenson, O., 2007. Strategic networks and entrepreneurial ventures. *Strateg. Entrep. J.* 1, 211–227. <https://doi.org/10.1002/sej.18>
- Stuart, T., Sorenson, O., 2008. Strategic networks and entrepreneurial ventures. *Strategic Entrepreneurship Journal*.
- Torres, N., 2015. What Angel Investors Value Most When Choosing What to Fund [WWW Document]. *Harvard Business Review*.
- Tyebjee, T.T., Bruno, A.V., 1984. Venture capital: Investor and investee perspectives. *Technovation* 2, 185–208. [https://doi.org/10.1016/0166-4972\(84\)90003-8](https://doi.org/10.1016/0166-4972(84)90003-8)
- Wardrop, R., Rosenberg, R., Zhang, B., Ziegler, T., Squire R., Burton, J., 2016. Breaking new ground. The Americas Alternative Finance Industry Report 1, Cambridge Center for Alternative Finance.
- Warren, D.M., 2012. Venture Capital Investment: Status and Trends 7, 26.
- Wenger, E. C., Snyder, W. M., 2000. Communities of practice: The organizational frontier. *Harvard Business Review*, 78(1), 139–146.
- Witt, P., Brachtendorf, G., 2006. Staged Financing of Start-ups. *Financ. Mark. Portf. Manag.* 20, 185–203. <https://doi.org/10.1007/s11408-006-0014-6>
- Woronkowicz, J., Nicols, B., & Iyengar, S., 2012. How the United States funds the arts. National Endowment for the Arts.
- Wroldsen, J., 2012. The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd (SSRN Scholarly Paper No. ID 2141015). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Zhang, B. Z., Ziegler, T., Garvey, K., Ridler, S., Burton J., Yerolemou N., 2017. Entrenching innovation. The UK Alternative Finance Industry Report 4, Cambridge Center for Alternative Finance.
- Zider, B., 1998. How Venture Capital Works. *Harvard Business Review* .
- Ziegler, T., Reedy E. J., Le, A., Kroszner, R.S., Zhang, B., Garvey, K., 2017. Hitting stride. The Americas Alternative Finance Industry Report, Cambridge Center for Alternative Finance.
- Ziegler, T., R. Shneor, K. Garvey, K. Wenzla, N. Yerolemou, R. Hao, and B. Zhang, 2018. Expanding horizons. Europe Alternative Finance Industry Report 3, Cambridge Center for Alternative Finance.
- Zuckerman, E., 1999. The categorical imperative: securities analysts and the illegitimacy discount. *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398–1438.

6. Apéndice

Figura: El crecimiento del Crowdfunding
Los Mercados Mundiales del Crowdfunding: Fondos Recaudos y numero de plataformas



Fuente: Forbes y Schaefer, (2017)

Entrevista con Davy Dao el director del proyecto DAODenimLin.

¿Porque ha decidido usted recurrir a un proceso de crowdfunding para su proyecto?

“Era la manera más simple para nosotros de acceder a una comunidad, poder hablar de nuestro proyecto y atraer a nuevos contribuidores.”

*¿Cuál era su opinión acerca de la financiación participativa antes de esta experiencia?
¿Ha cambiado durante la campaña?*

“Bastante buena siempre y cuando los proyectos sean coherentes y cuando los creadores de proyectos son completamente invertidos (cuando no es solamente una impostura marketing/comunicación).”

¿Pensabais que tendría tan buena acogida?

No. Para nada.

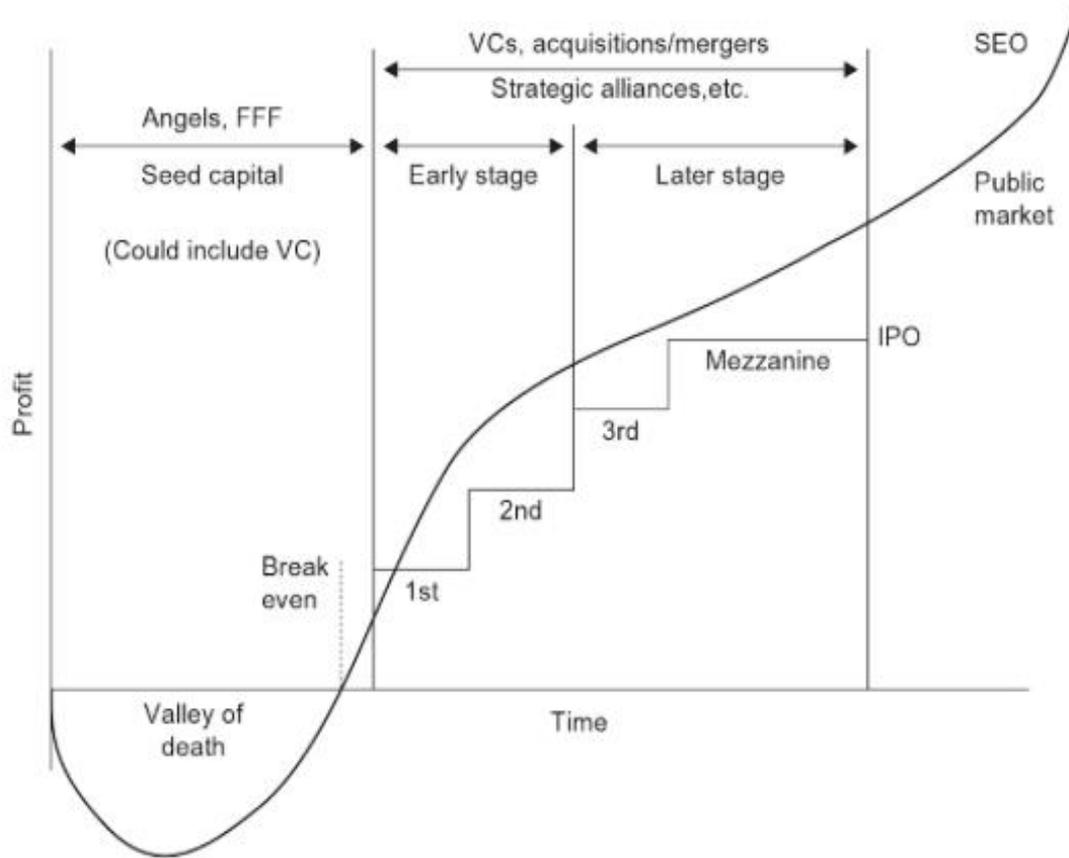
¿Cuáles son las próximas etapas?

“Entregar los pedidos a aquellas personas que han contribuido a hacerlo realidad, contratar nuevos colaboradores para hacer frente a la nueva demanda. Además, desarrollar la actividad de DAO en Francia, desarrollar también variantes de DenimLin y siempre hacerlo manteniendo una calidad constante y personas muy implicadas”.

¿Pensáis recurrir a este método de financiación para otro proyecto?

“Sí, sin ninguna duda.”

Figura: Las etapas de desarrollo de las firmas emprendedoras



Fuente: Cumming y Johan, (2009).