



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN ACCESIBLES A START-UPS EN EL MERCADO ESPAÑOL

Las etapas del ciclo de vida como factor influyente

Autor: Aitana Henriksen Yebes
Director: Laura Fernández-Méndez

Madrid
Junio, 2015

**ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN ACCESIBLES A START-UPS EN EL MERCADO
ESPAÑOL**

Las etapas del ciclo de vida como factor influyente



ÍNDICE

ÍNDICE	3
RESUMEN.....	5
PALABRAS CLAVE.....	5
ABSTRACT	5
KEY WORDS	5
1. INTRODUCCIÓN	6
1.1 Objetivos	6
1.2 Metodología y estructura	6
1.3 Estado de la cuestión.....	8
2. REVISIÓN DE LA LITERATURA	10
2.1 Concepto de emprendedor.	10
<i>Autónomo.</i>	10
<i>Mercantil</i>	11
<i>Social</i>	11
2.2 La actividad emprendedora como impulsora de la economía de un país.	12
2.3 Situación económica actual en España.	13
2.4 El tejido empresarial español.....	14
2.5 Fuentes de financiación	15
2.5.1 <i>El uso de recursos propios</i>	16
2.5.1.1 <i>Bootstrapping</i>	16
2.5.1.2 <i>Ayudas y subvenciones</i>	17
2.5.2 <i>Financiación en deuda</i>	18
2.5.3 <i>Financiación en capital. El capital riesgo</i>	22
2.5.3.1 <i>Private Equity</i>	24
2.5.3.2 <i>Venture capital</i>	24
2.5.4 <i>Formas alternativas de financiación</i>	26
2.5.4.1 <i>Business angels</i>	26
<i>La situación en España</i>	32
2.5.4.2. <i>Incubadoras y aceleradoras</i>	35
2.5.4.3 <i>Crowdfunding</i>	36

<i>Crowdfunding vs. Bootstrapping</i>	37
<i>Modos de crowdfunding</i>	37
<i>Situación en España</i>	38
2.5.3. Formas complementarias de financiación	39
2.6. Etapas del ciclo de vida de una empresa	40
5. RESULTADOS	45
5.1 Comparación entre las distintas fuentes de financiación.	45
6. CONCLUSIONES	49
REFERENCIAS	52
ÍNDICE DE TABLAS	56
ÍNDICE DE FIGURAS	56

RESUMEN

Tomando como base la importancia del tejido empresarial para la economía de un país y la accesibilidad a la financiación como un factor de riesgo para la supervivencia de aquél, el presente trabajo analiza las fuentes de financiación disponibles en el mercado español y realiza una valoración de su idoneidad en relación con el fenómeno de la *start-up*. Para una mejor comprensión de las necesidades de la empresa se ha tomado como referencia el ciclo de vida del negocio.

PALABRAS CLAVE

Start-up, fuentes de financiación, Business Angels, Crowdfunding, capital riesgo, ciclo de vida.

ABSTRACT

With regard to the importance of enterprises for the stability and growth of the economy of a country and the accessibility to funds as a risk factor for the survival of those, this research analyses de sources of funding available in the Spanish market and carries out an assessment of its suitability for *start-up* companies. For a better understanding of the firm needs we have taken as a reference the business life-cycle.

KEY WORDS

Start-up, funding sources, Business Angels, crowdfunding, venture capital, life-cycle.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivos

El objeto de estudio de este trabajo parte de la existencia del problema de financiación al que se enfrentan las PYMES y, concretamente las *start-ups*, en el contexto español. Nos encontramos en una economía basada principalmente en la financiación a través de la deuda bancaria, la cual depende fuertemente de la situación de bonanza o recesión del país. Por ello, la falta de financiación se ha visto potenciada a partir del comienzo de la crisis.

Debido a esta realidad, hemos considerado interesante llevar a cabo un análisis de la situación actual de las fuentes de financiación disponibles en España con el fin de valorar su adecuación a las *start-ups*. Para ello, hemos considerado pertinente indagar en la relación entre las vías de financiación y el ciclo de vida de la empresa, pues éste nos puede aportar información sobre las necesidades de la compañía dependiendo de la etapa en la que se encuentre.

La elección de este tema se basa en la importancia que tiene el tejido empresarial para el funcionamiento y desarrollo de la economía, formado principalmente en nuestro país por pequeñas y medianas empresas.

Es importante mencionar que nuestro estudio se centra en una de las variables que influyen en la continuidad de la empresa, por lo que hay que tener en cuenta que hay muchos otros que quedan fuera del alcance de nuestra investigación. En este sentido, sería interesante complementar este trabajo con otros que se centraran en otros aspectos relacionados (*el momento de lanzamiento al mercado, emprendimiento a pequeña o gran escala, influencia de los conocimientos y el perfil del emprendedor, existencia de competidores, limitaciones socioculturales, la influencia del capital social, etc.*)

1.2 Metodología y estructura

Para llevar a cabo nuestra investigación haremos una búsqueda sistematizada en bases de datos (*Business Source Complete, Ebscohost y Dialnet* entre otras) así como en

buscadores (*Google Scholar*) sobre estudios, ensayos y demás documentos. Además se consultarán libros que versen sobre el tema que nos concierne y concluiremos con la elaboración propia de ideas, conclusiones y aplicaciones prácticas en base a las fuentes analizadas.

Concretamente se analizarán recursos que arrojen datos sobre las fuentes de financiación existentes así como su evolución en el contexto económico en el que vivimos. La búsqueda se centrará con más detalle en el examen de fuentes más innovadoras como los *Business Angels* y el *crowdfunding*. Por otro lado, se estudiarán las etapas del ciclo de vida por las que transcurren las *start-ups* con el fin de valorar la conexión con la elección de las fuentes de financiación.

Las conclusiones se elaborarán una vez analizadas las características de cada fuente así como la situación de cada vía y se puedan concluir unas decisiones adecuadas para el modelo de la *start-up*.

El trabajo va dirigido primordialmente al conjunto de la población española, ya que nos centraremos en la búsqueda de recursos existentes previstos para los residentes en España.

Para dar una estructura viable al proyecto, comenzaremos por hacer una introducción a la figura del emprendimiento, así como la importancia de su papel en la economía de un país. Asimismo, trataremos de presentar de manera simplificada los principales rasgos del perfil emprendedor.

Seguidamente se hará una breve reseña a las tendencias del mercado laboral actual y las proyecciones futuras, con el fin de comprobar la factibilidad en el largo plazo de nuestro estudio.

Los aspectos claves de nuestra investigación se centran en el (a) análisis de las fuentes de financiación existentes y su situación actual (b) examen de las etapas del ciclo de vida de una *start-up* y (c) valoración de la adecuación de las fuentes en relación con este tipo de empresas para poder prever las expectativas de desarrollo de las mismas.

Se hará referencia en primer lugar, a la financiación propia como base para una posterior financiación externa, así como la posibilidad de recurrir exclusivamente a esta vía. En este apartado se incluyen las ayudas y subvenciones puesto que no implican un coste para el empresario.

A continuación, nos centraremos en analizar los medios privados donde, a su vez, distinguiremos entre formas tradicionales de financiación y figuras más innovadoras que están adquiriendo protagonismo en el mercado.

Tras la revisión de la información existente, se procederá a presentar las etapas del ciclo de vida de la empresa, pues existe una fuerte relación entre éstas y la elección de las fuentes. A continuación, se presentarán los resultados obtenidos en base a la bibliografía analizada.

Finalmente, se procederá a mostrar las conclusiones obtenidas de nuestra investigación haciendo referencia a las limitaciones a las que nos hemos enfrentado.

1.3 Estado de la cuestión

En los documentos más recientes se alude a la importancia de las pequeñas y medianas empresas como eje del impulso de la economía de un país y de la comunidad europea. Esto lleva a un incremento en el interés sobre la financiación, pues es un tema clave para el desarrollo de los proyectos. En este sentido, podemos encontrar libros que se dedican a hablar sobre el tema en general. Entre otros Manzanera Escribano (2010) y Sherman (2005 y 2012).

Esta tendencia del mercado, junto con la difícil situación por la que pasa nuestra economía, hacen que las fuentes de financiación tradicionales no sean accesibles en todos los casos para las empresas, lo que ha llevado a la aparición de nuevas vías de financiación más creativas e innovadoras. En este sentido, hemos encontrado numerosos ensayos y artículos que tratan este tema: ESINE (2013), Hemer (2011) o May y Simons (2001), destacando la figura de los *Business Angels* y el *crowdfunding*.

Igualmente, existen numerosos estudios que hacen referencia a la conexión entre las fuentes de financiación y la etapa del ciclo de vida: Colomer, Arís, Clos, d'Espona y Queralt (2009) o GEM (2014 y 2015).

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 Concepto de emprendedor.

Las primeras referencias al emprendimiento aparecen en los siglos XVIII y XIX, por autores como Richard Cantillon¹ y John Schumpeter, que describen al individuo emprendedor como un agente capaz de identificar oportunidades en el mercado que son rentables e intervienen en la evolución de la economía (De Pablo López, 2012).

En la actualidad, se puede definir como una persona capaz de “percibir y actuar ante una oportunidad, combinando la innovación con el compromiso personal de explotarla consiguiendo un resultado deseado” (De Pablo López, 2010, p.13).

Como rasgos principales definatorios de la personalidad de un emprendedor están la necesidad de logro, capacidad para gestionar riesgos, liderazgo, inteligencia emocional entre otras características (De Pablo López, 2012). Según las motivaciones personales de cada uno estas habilidades se orientarán en una u otra dirección. Asimismo el entorno en el que se encuentren favorecerá u obstaculizará tal decisión.

Aun así, no existe un emprendedor tipo. En todo caso, éste se verá afectado por su personalidad, las circunstancias, inquietudes personales y profesionales y el entorno que le rodea.

Así las cosas, De Pablo López (2012) nos propone una clasificación que nos permite comprender mejor el concepto de emprendedor:

Autónomo.

Este emprendedor se caracteriza por llevar a cabo su actividad empresarial o profesional principalmente en solitario o en colaboración con otros con el objetivo de asegurar unos ingresos de acuerdo con el nivel de vida que se propone. En el caso de España, este

¹ Cantillon reconocía tres tipos de agentes económicos entre los que se encontraban los emprendedores, que se ocupaban de hacer intercambios en el mercado asumiendo un riesgo propio con el fin de obtener un rendimiento (Cantillon, 1755, en Hébert & Link, 1989).

colectivo es numeroso e incluye actividades de naturaleza muy dispar, desde la agricultura hasta los servicios por profesionales independientes.

Mercantil

Este segundo tipo es en el que nos centramos en nuestro estudio. Habitualmente se define porque no actúa en solitario, si no que complementa sus capacidades profesionales con otros individuos. Como bien define De Pablo López (2012),

En este modelo se busca la formación de una estructura más o menos profesionalizada y orientada al crecimiento, y que, deseablemente, trascienda al promotor original con el tiempo [...] porque el proyecto se integre en otros de mayor envergadura en que se diluya la presencia del fundador. (p. 14)

Este tipo de emprendedores puede pertenecer a cualquier sector de actividad, si bien el interés de los organismos promotores de la actividad emprendedora se suele centrar en aquellas más innovadoras donde la tecnología presenta un papel importante.

Dentro de esta clasificación podemos encontrar una figura especial conocida como intraemprendimiento o emprendimiento corporativo que se refiere al desarrollo de proyectos empresariales promovidos por compañías pero dirigidos por sus propios directivos, los cuales tienen un perfil similar al del emprendedor salvo que ellos mismos no corren el riesgo del proyecto. Este reside, en todo caso, en la compañía para la que trabajan.

Social

Por último, nos encontramos con el emprendedor que tiene unos fines más allá de los particulares. Puede que su perfil de actuación sea similar al mercantil pero su objetivo se centra en darle solución a un problema social más que en el intercambio de bienes y servicios por dinero.

2.2 La actividad emprendedora como impulsora de la economía de un país.

La idea del emprendimiento es un concepto que se ha venido incorporando recientemente a los discursos de políticos y demás agentes de la sociedad. Pero la realidad es que la iniciativa emprendedora es un elemento base de la economía de un país, pues es capaz de optimizar el rendimiento de los recursos económicos y se puede definir como promotor de cambio y desarrollo de una sociedad (De Pablo López, 2012).

Asimismo, Colomer, Arís, Clos, d'Espona, y Queralt (2009) defienden que el espíritu emprendedor tiene impacto en la mejora de la competitividad de un país y además, suele intervenir en sectores estratégicos como el de servicios y actividades basadas en recursos intangibles.

Colomer et al. (2009) se refieren a la aportación de esta actividad a la economía de la Unión Europea: “contribución a la creación de nuevas empresas, a la formación del PIB, al empleo” (p. 17), defendiendo la influencia del emprendimiento incluso más allá de las fronteras del territorio nacional.

Este papel se ha visto reforzado por tres razones. En primer lugar, debido a la insostenibilidad del modelo de Estado de Bienestar como consecuencia de una población que crece exponencialmente y cada vez más envejecida. Esto hace que se vuelva más difícil ofrecer unos servicios básicos a todos los habitantes de una nación y, por tanto, que sea necesario que cada uno asegure su futuro. En segundo lugar, el modelo de producción basado en la gran empresa hace tiempo que ha entrado en crisis. Colomer et al. (2009) expresan el reconocimiento de las pequeñas empresas como impulsoras del crecimiento y desarrollo de la economía europea basándose en un dictamen publicado por el Comité Económico y Social Europeo². Consecuentemente se ha producido un cambio de carácter cultural “desde una lectura de los fenómenos económicos centrada estrictamente en las dinámicas de las grandes empresas hasta el uso de categorías más cercanas a las empresas de dimensiones más reducidas” (p. 15). Por último, la actual crisis financiera internacional también ha afectado a las iniciativas emprendedoras como exponemos a continuación (De Pablo López, 2012).

² ‘El papel de las pequeñas empresas y las microempresas en la vida económica y en el tejido productivo europeo.’

2.3 Situación económica actual en España.

En un primer momento, podemos resumir las principales motivaciones para emprender en la búsqueda de mayor independencia así como el aumento de los ingresos, pero recientemente se ha podido observar que el objetivo que prevalece es la necesidad de mantener los ingresos perdidos por la falta de trabajo (Global Entrepreneurship Monitor [GEM], 2015).

En los últimos años, nos hemos venido a encontrar inmersos en una situación de estancamiento económico, producto del estallido de la burbuja inmobiliaria y de la falta de confianza desarrollada consecuentemente en el mercado. En concreto, las empresas se han visto afectadas por la disminución de sus ventas y, consecuentemente por ello, obligadas a reducir costes a través de recortes laborales entre otros. Esto ha supuesto un grave impacto en la estabilidad del sistema laboral que veníamos conociendo. La tenencia de un contrato de trabajo indefinido suponía hasta hace poco una fuente de seguridad económica. Esta realidad ha sido totalmente desvirtuada con la masiva realización de ERES (Expediente de Regulación de Empleo) por las empresas o la solución última del cierre de de las mismas. Así las cosas, muchos son los que han decidido tomar una vía alternativa en respuesta a la situación actual. Según datos obtenidos por el GEM (2015), el porcentaje de emprendedores ha crecido notablemente desde 2009 y a día de hoy, las cifras siguen manteniéndose por encima de las existentes antes del inicio de la crisis. De esta manera, cada vez son más los que deciden emprender ya que, aunque antes hubiera más reticencia a esta práctica debido a los riesgos que conlleva (inversión de capital inicial sin resultados asegurados), hoy en día, no supone una gran diferencia al trabajo por cuenta ajena.

De esta manera, podemos definir la existencia de emprendedores por dos razones: emprendedores por oportunidad: “percepción de oportunidad de negocio no aprovechada o aprovechada de forma incompleta por las empresas existentes” (GEM, 2015, p. 57) y los emprendedores por necesidad, que son aquellos que se ven obligados por no existir oportunidades laborales en el mercado.

Según los datos arrojados por el GEM (2015), hasta el año 2009 los emprendedores por necesidad no llegaban a representar el 15% del total, mientras que en los años 2013 y

2014 este porcentaje se ha visto casi duplicado demostrando los efectos de la crisis económica.

Cabe mencionar como esta situación se ha producido de forma acentuada en España. Como se ha expuesto antes, los riesgos de emprender son grandes (falta de conocimiento, no aceptación por los consumidores, falta de financiación, etc.) y muchas empresas fracasan al poco tiempo de nacer, siendo una de las razones explícitas del abandono de la actividad empresarial las dificultades de financiación (10,5% de los casos según datos del GEM, 2015).

Asimismo, las encuestas realizadas por las Cámaras de Comercio y el Instituto de Crédito Oficial para España demuestran cómo el acceso a la financiación de las PYMES se ha visto endurecido durante los últimos años debido a la crisis que ha afectado especialmente a España (Banco de España, 2013).

Igualmente, la Ley 14/2013 de Apoyo a Emprendedores en su Preámbulo hace referencia a las dificultades de financiación como uno de los principales problemas a los que se enfrentan las empresas, y “por ello resulta esencial impulsar canales de financiación, tanto bancarios como no bancarios, que contribuyan a suavizar los efectos sobre las empresas de la restricción en el crédito”.

En este sentido, consideramos importante que todos aquellos que decidan tomar la iniciativa tengan una visión global sobre la situación actual relativa a las fuentes de financiación del mercado y cómo se está produciendo una evolución en su estructura.

2.4 El tejido empresarial español.

Esta investigación se centra en el análisis de la PYME (pequeña y mediana empresa) definida por la Comisión Europea (2006) como la categoría “constituida por las empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no supera los 43 millones de euros” (p. 13).

En este sentido, Günter Verheugen, responsable de Empresa e Industria y Miembro de la Comisión Europea, se refiere en a ellas como “el motor de la economía europea.

Constituyen una fuente fundamental de puestos de trabajo, generan espíritu empresarial e innovación [...] son vitales para promover la competitividad y el empleo” (Comisión Europea, 2006, p.4).

Igualmente se puede observar su peso en el tejido empresarial español según los datos reflejados en la Tabla 1:

Tabla i. Número de empresas en España en función de su tamaño.

Tamaño	Número
Sin asalariados	1.772.355
Hasta 9 empleados	1.352.363
De 10 a 49 empleados	136.843
De 50 a 249 empleados	21.934
Más de 250 empleados	3.874

Fuente: De Pablo López, 2012

Los resultados muestran claramente que la mayoría de empresas existentes en nuestro país se clasifican dentro de la categoría PYME.

Sin embargo, hemos decidido acotar aun más nuestro análisis centrando la atención en las *start-ups*, aquellos negocios innovadores o de base tecnológica, en los que el acceso a financiación externa se vuelve aun más complicado “debido a la naturaleza intangible de su inversión (menores garantías), a la mayor incertidumbre y a la complejidad vinculada a la evaluación del riesgo tecnológico de estas propuestas” (GEM, 2014). Como complemento a su descripción, Graham (2012) la define como aquel negocio diseñado para crecer rápidamente.

2.5 Fuentes de financiación

Como establecen Van Auken y Neeley (1996), el éxito de una nueva empresa habitualmente depende de la habilidad del emprendedor en la identificación de suficientes recursos financieros. Así las cosas, pasamos al análisis de la estructura de

financiación existente en España, centrándonos en las fuentes que pueden ser de utilidad para las *start-ups*.

2.5.1 El uso de recursos propios.

Estas aportaciones pueden provenir de ahorros, préstamos personales, tarjetas de crédito, etc. (Sherman, 2005). Una vez se hayan agotado los recursos propios, la segunda fuente de financiación a la que se suele acudir proviene de aquellos que te quieren y confían en ti. En inglés se conoce como las 3F's: *family, friends, fools*, que en español significa familia, amigos y locos (ESINE, 2013).

Este tipo de financiación está basada en la relación que existe entre los individuos y no tanto en la expectativa de sacar un beneficio económico con ello. Pero acudir a estas fuentes gratuitas o más ventajosas puede tener consecuencias negativas por la complejidad de las emociones que se ven involucradas: la culpa, desesperación o frustración si el proyecto al final no sale adelante o lo invertido se pierde. Igualmente puede acabar dañando las amistades. Por otro lado, si sale bien y la empresa empieza a crecer rápidamente puede que acaben discutiendo con los que han ayudado porque no les dejaron participar en el proyecto que rápidamente ha multiplicado su valor.

Por tanto, antes de aceptar la ayuda de un familiar o amigo, se debe de saber cuál es su tolerancia al riesgo e informarles abiertamente de los riesgos que entraña que presten su dinero. Una buena idea para evitar futuros conflictos es llevar a cabo el acuerdo por escrito para que no se pueda llegar a confusión sobre los derechos y responsabilidades de las partes implicadas (Sherman, 2005).

2.5.1.1 Bootstrapping

Este anglicismo se refiere a la decisión de iniciar un negocio sólo contando con los recursos propios, tratando de conseguir los primeros clientes por uno mismo para que después sean estos los que vayan financiando la empresa y su crecimiento, sin tener que acudir a fuentes de financiación externas como los créditos o demás inversores a los que haremos referencia en un momento posterior.

Freear, Sohl y Wetzel (1995) lo definieron como formas altamente creativas de adquirir recursos sin la necesidad de acudir a las fuentes tradicionales.

Como ventajas a esta vía, BBVA (2014) propone dos. En primer lugar, al contar con recursos más limitados uno se vuelve necesariamente más eficiente y se esfuerza más por generar ingresos, pues en caso contrario el proyecto se desvanece. Asimismo, al acudir desde un primer momento al mercado, se tiene la posibilidad de llevar a cabo el “prueba y error” y establecer los cambios que fueran necesarios.

Por otro lado, el crecimiento del negocio irá más despacio pero podrás asegurar que cada paso dado va por el camino correcto. Si bien, hay que tener en cuenta que este método no será aplicable a todas las *start-ups*, pues dependerá de los objetivos del promotor así como de las características del proyecto. Puede que éste sólo sea viable si el crecimiento se hace de manera rápida, lo que lo hace incompatible con el *bootstrapping*.

Por último, si se elige tomar esta vía debido a la imposibilidad de acceso a recursos financieros externos, esto puede ser una señal de que la propuesta de negocio tiene pocas posibilidades de éxito (Van Auken y Neeley, 1996).

2.5.1.2 Ayudas y subvenciones

Éstas son definidas por Colomer et al. (2009) como “aportaciones a fondo perdido de las administraciones a los emprendedores y a las empresas para fomentar el cumplimiento de algún objetivo determinado” (p. 40). Como bien se determina, las ayudas y subvenciones se entregan sin contraprestación. Por ello las incluimos dentro de los recursos propios a los que el emprendedor puede acceder.

A primera vista, puede resultar una opción muy atractiva, pues no supone ningún coste para el emprendedor, ya que se otorga sin necesidad de tener que devolver ningún capital ni intereses. Por otro lado, su concesión depende de criterios objetivos y no tiene en cuenta las necesidades particulares de las empresas ni el momento en que éstas aparecen. Asimismo está limitado a la disponibilidad presupuestaria de la nación o la región.

A modo de ejemplo se pueden mencionar los programas de la Dirección General de Política de Pequeña y Mediana Empresa (DGPYME) entre los que se encuentran las

convocatorias de ayudas públicas del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (AYUDATEC).

Otro mecanismo que a nuestro parecer es una iniciativa brillante es la capitalización o el pago único de la prestación por desempleo. El Servicio Público de Empleo Estatal lo define como una medida con la que se pretende fomentar la creación de nuevas empresas, ayudando a cubrir los costes de la inversión inicial mediante el pago en una sola vez de la prestación por desempleo pendiente de cobro.

2.5.2 Financiación en deuda

Una de las fuentes de financiación más tradicionales en nuestro país son los bancos. Al ser un sector extremadamente regulado puede ofrecer grandes cantidades de capital con la garantía de la institución y a un tipo de interés no sumamente excesivo y acorde con la economía del momento y las circunstancias concretas.

Los criterios que se plantean para poder tener acceso a ella serán la capacidad de la *start-up* para hacer frente a los pagos así como la situación financiera y económica del país en la actualidad, ya que eso implicará una política de crédito más o menos restrictiva.

Manzanera Escribano (2010) clasifica los productos ofrecidos por los bancos en cuatro categorías:

Los préstamos a corto plazo tienen un vencimiento inferior al año y, por tanto, son útiles para hacer frente a imprevistos y costes ocasionales.

Al contrario, los préstamos a largo plazo permiten que la devolución del pago se extienda más en el tiempo por lo que pueden ser ventajosos para financiar activos y proyectos cuya rentabilidad se percibe transcurrido un mayor periodo.

También existen las líneas de crédito que permiten tener disponibilidad continua de una suma de dinero que se concede al empresario para que vaya haciendo frente a los gastos habituales del negocio. El acceso a este capital devenga unos intereses que se van pagando y en el momento en el que vence el acuerdo, éste se renueva o se cancela, en

este último caso pagándose el capital que se ha utilizado. Esta técnica puede ser útil en épocas en las que el negocio está pasando por dificultades de liquidez, usándose como expone el autor a modo de “colchón”.

Por último, nos encontramos con las líneas de descuento, que permiten que el banco anticipe el cobro de las facturas de clientes o demás deudores, descontando un interés por los días que restan hasta el vencimiento de la deuda. Esto puede ser interesante si se cuenta con clientes que son importantes pero cuya política de pagos es a largo plazo. Aun así, no hay que caer en el riesgo de convertirse de forma habitual en una empresa cuya principal actividad es la de pagar deudas bancarias.

Como hemos mencionado antes, existen unos criterios utilizados por los bancos para determinar la concesión de financiación de las *start-ups*. Manzanera Escribano (2010) las resume en tres C's:

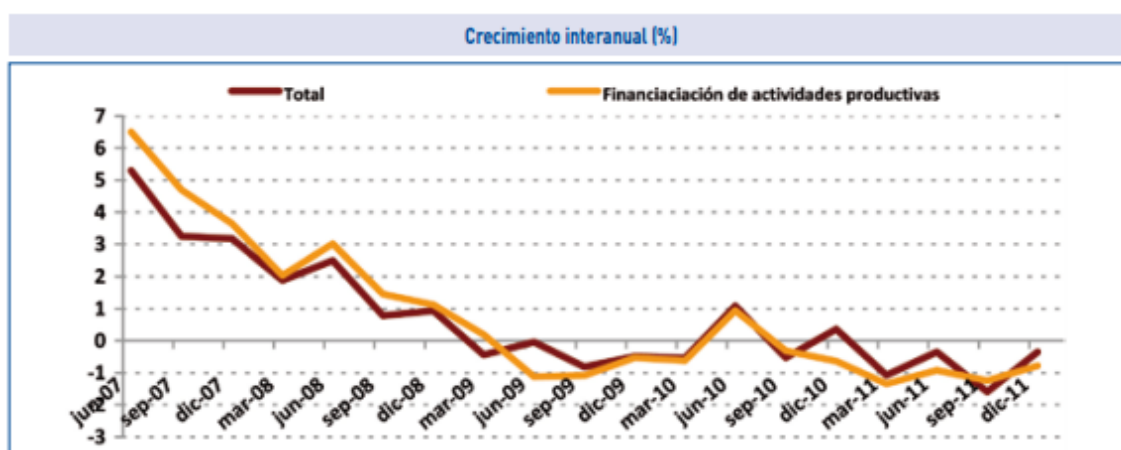
Concepto y caja. Conseguir transmitir al acreedor de que gracias a sus fondos el negocio va a tener sustento y va a poder continuar funcionando, de manera que producirá flujos de caja positivos con los que se podrá devolver lo obtenido.

Colaterales. Cuando se solicita un préstamo para un negocio siempre hay un riesgo de que salga mal y haya que cerrar. Para cubrirse las espaldas, los bancos suelen pedir una garantía paralela a la confianza en el proyecto como podría ser un inmueble o un avalista con el fin de asegurar la devolución del dinero.

En EE.UU. hacen hincapié en que todo importa, de modo que al acudir a terceros para conseguir financiación es necesaria una buena actitud, predisposición y persuasión, ya que todo esto puede influir en la decisión final. La búsqueda de recursos para una empresa implica un duro esfuerzo en cualquier momento del ciclo de vida en que se encuentre. Es todo un reto y se necesita de creatividad y tenacidad para conseguirlo. Sin embargo, se vuelve especialmente difícil en el primer periodo de la vida de la *start-up*, pues no se cuenta con un modelo de negocio probado en el que apoyarse, siendo la única vía la persuasión y la confianza de los demás en que la idea saldrá adelante (Sherman, 2005).

El comienzo de la crisis y el endeudamiento de los bancos por no conseguir cobrar de sus clientes, ha provocado que la concesión de créditos haya disminuido a lo largo de los últimos años (ver Figura i) y que se vuelva mucho más restrictiva solicitándose más garantías para poder asegurar el posterior cobro de lo prestado, abriendo. Esto es negativo para los emprendedores que están lanzando sus proyectos ya que habitualmente la única garantía que pueden aportar es la confianza que tienen en su idea.

Figura i. Financiación de actividades productivas a través del crédito.



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2013.

Como exponen Iruarrizaga, Mendialdua y Santos (2013), “el tradicional sistema bancario basado en el colateral se muestra insuficiente en el segmento *start-up*, careciendo de profesionales y sistemas de mecanismos de evaluación de riesgos adaptados a la naturaleza de estos proyectos” (abstract). Según su estudio la variable que más influía en el acceso a los créditos era el nivel de renta del individuo.

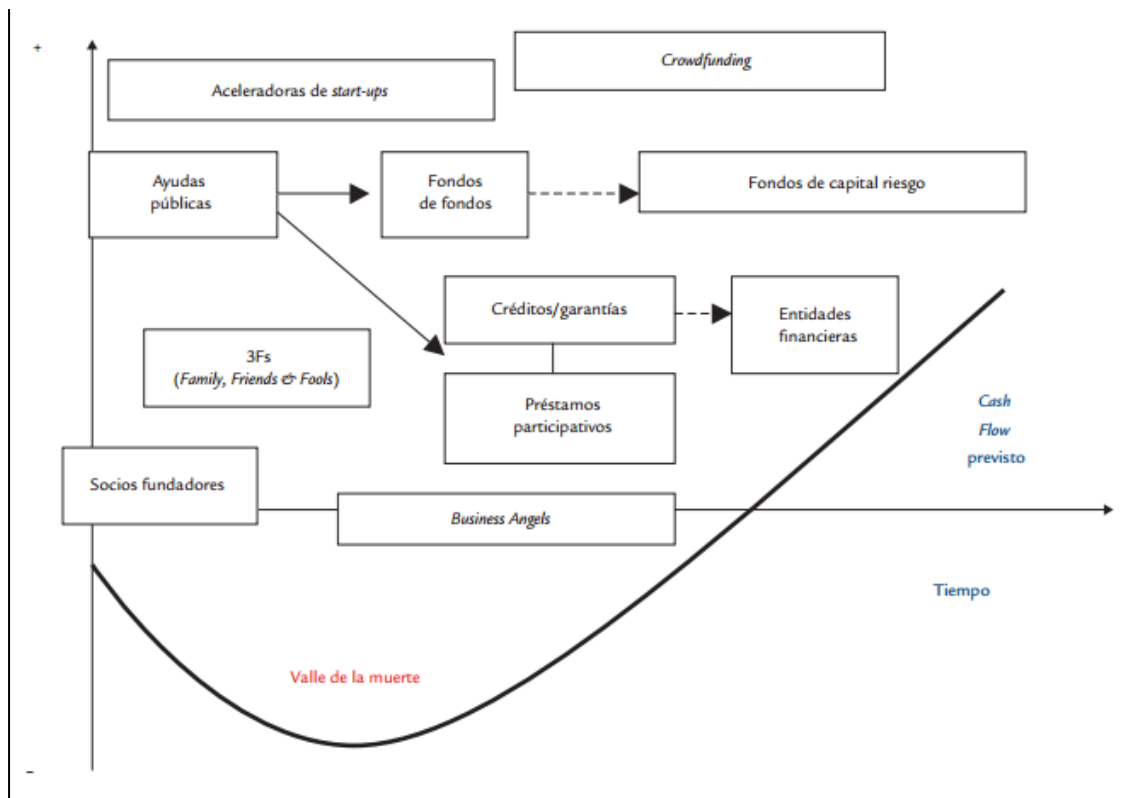
Sin embargo, Sainz (2015) nos habla de la alta dependencia de la financiación bancaria en España en comparación con otros países, siendo ésta de un 70%. Aun así, se ha visto reducida desde 2010 en un 8% lo que demuestra una evolución favorable hacia el objetivo que aconseja este autor de alcanzar “un ratio de equilibrio total entre la financiación bancaria y alternativa, reduciendo así los efectos de posibles crisis bancarias en el tejido empresarial” (p.16).

GEM (2014) hace alusión a las fases tempranas de desarrollo de la *start-up* en la que ésta se mueve por el conocido como “valle de la muerte” (ver Figura ii), donde la probabilidad de fracaso es muy alta. Según este Informe, por esta razón las entidades bancarias no son capaces de “ponderar correctamente los riesgos y poder evaluar la calidad y la viabilidad futura” y del mismo modo, “los préstamos y líneas de crédito no se ajusten al esquema financiero de cobros y pagos que presentan [...] las iniciativas de negocio en sus primeras fases” (p. 123).

En este sentido, parece conveniente que las entidades bancarias se centren en la financiación de proyectos en los que el perfil del *business angel* no es adecuado por el riesgo que acarrea el negocio. Es decir, debería dirigirse “a proyectos de autoempleo, autónomos o [...] a sector más maduros, y de menor riesgo”. Así las cosas, “sería positivo que [...] diseñasen una oferta personalizada para este segmento [...] (microcréditos, préstamos avalador por SGR, etc.)” (GEM, 2014, p. 31).

Otra opción propuesta por GEM (2014) es la creación de fondos de capital riesgo por las propias entidades, apoyando de esta manera la financiación de las *start-ups*.

Figura ii. Fuentes de financiación empresarial: el valle de la muerte.



Fuente: GEM, 2014

2.5.3 Financiación en capital. El capital riesgo

El inversor de capital riesgo, también conocido como socio financiero, tiene como objetivo la inversión en proyectos de negocio. Su función consiste en encontrar oportunidades y valorarlas para así considerar si puede sacar un beneficio económico del acuerdo con el empresario.

A diferencia de las entidades de crédito, este tipo de inversores no actúa como un acreedor si no que entra a formar parte de la *start-up* como un socio más. Sin embargo, sólo durante un periodo de tiempo ya que posteriormente procederá a desinvertir para poder ganar dinero, lo que implica deshacerse de su participación en la empresa. En este sentido, es importante que el emprendedor conozca la filosofía del capital riesgo y no se dirija a ellos como si fueran una entidad de crédito, pues esto hará desconfiar a los inversores y crear conflictos en el futuro, incluso haciendo que descarten la idea como posible inversión (Manzanera Escribano, 2010).

En contraste con la deuda, no existen unos plazos fijos de devolución del capital ni se exigen las garantías que normalmente solicitan los bancos. Las condiciones se establecerán en el acuerdo de inversión firmado por ambas partes tratando el inversor de minimizar el riesgo asumido, si bien éste actúa como un socio y por tanto, su rentabilidad dependerá del éxito de la empresa.

El plazo de salida de la empresa de este tipo de inversores suele ser entre 3 y 7 años y tiene con fin último maximizar el valor del negocio para posteriormente vender su parte y sacar un beneficio. En este sentido, el emprendedor debe tener en cuenta que su actitud respecto a la salida del inversor es importante, pues si es reacia podría hacer que el capital riesgo se fuera a otra parte.

Como principales ventajas de este tipo de financiación podemos volver a lo mencionado anteriormente sobre la participación del inversor como socio y no como acreedor, de modo que él mismo asume un alto riesgo al hacer depender su rentabilidad del éxito empresarial. Además, se trata de acceso a financiación a largo plazo. Esto puede ser muy beneficioso para el emprendedor, pues el inversor estará especialmente interesado en que el negocio sea fructífero y podrá aconsejar en las decisiones para tomar el buen camino. Por otro lado esto puede suponer que quiera guiar el rumbo de la empresa por una vía distinta a la que el empresario considera más conveniente según sus propios deseos.

En el párrafo anterior nos referimos a lo que se conoce como profesionalización de la gestión empresarial. Normalmente, la gestión de la *start-up* en los primeros momentos es llevada a cabo por los propios fundadores, los cuales se encargan de todas las tareas, por lo que necesariamente se vuelven multidisciplinares. Esto puede suponer una sobrecarga de trabajo, sobre todo cuando el negocio empieza a crecer. Mediante la participación de los inversores de capital riesgo, se puede llevar a cabo un control de calidad del equipo gestor, por ejemplo proponiendo la contratación de personas cualificadas en determinados sectores, lo que en definitiva, supone un beneficio para ambas partes del acuerdo (Manzanera Escribano, 2010).

Como hemos dicho anteriormente, una de las ventajas del capital riesgo es su adaptación al calendario de la *start-up*. Es decir, puede aportar financiación en los

momentos en que se necesita e incrementarlo en momentos puntuales si fuera pertinente. Esto no es así en el caso de la financiación pública, concretamente las subvenciones, pues las convocatorias y adjudicaciones de las ayudas, así como el pago posterior dependen de criterios ajenos a las necesidades empresariales de cada proyecto. Esto es un dato relevante a tener en cuenta a la hora de acceder a financiación pública, siendo difícil sólo contar con esta fuente.

2.5.3.1 Private Equity

Aunque en un primer momento nacieron con el objetivo de financiar a las empresas en sus primeras fases, se ha observado una tendencia a cambiar su perfil de riesgo hacia empresas con mayor estabilidad, es decir, en la etapa de madurez de la compañía (GEM, 2014).

Por esta razón vamos a centrarnos poco en este tipo, pues se trata de grandes fondos de inversión que tienen interés en empresas ya más consolidadas o en situaciones especiales como los MBO o *Management Buy-Out* que se dan cuando los directivos de una empresa tienen la intención de comprársela a los actuales propietarios de la misma.

Se caracterizan porque cuando valoran una empresa tienen en cuenta su posibilidad de apalancamiento. Nos referimos al acceso que tiene la compañía a deuda bancaria para financiarse, ya que esto implica una menor inversión para el *Private Equity* y así poder aumentar la rentabilidad de los fondos propios.

Si bien hemos dicho que no muestran interés por las *start-ups* sí que es cierto que pueden servir como vía de salida a los *Business Angels* y al *Venture Capital* en el momento en que decidan desinvertir en la empresa (Manzanera Escribano, 2010). En este sentido, pueden ayudar a disminuir la brecha de financiación en la que se ven embaucadas las *start-ups* a la hora de pasar de una etapa del ciclo de vida a otra.

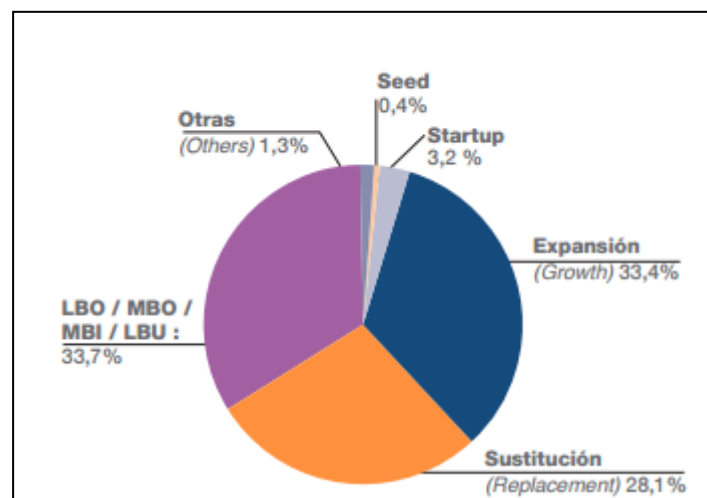
2.5.3.2 Venture capital

De acuerdo con Manzanero Escribano (2010) el inversor más adecuado para un emprendedor es el *Venture Capital*. Pues este es capaz de cubrir el *equity gap* que en el caso español ronda entre medio millón y los 2 millones de €. Este concepto se puede

definir como el estado en el que se encuentra una *start-up* cuando sus necesidades de financiación son demasiado grandes para ser cubiertas por los propios promotores o personas cercanas a ellos, pero no lo suficientemente elevadas para cubrirse por un *Private Equity*.

Desde la crisis, el dinero que invierten los *Venture Capital* ha disminuido drásticamente, dejando un gran espacio que ha sido relevado por los ángeles. Aun así, conseguir financiación también se ha vuelto mucho más duro. Esto no se debe a que se invierta menos dinero, sino que los inversores se vuelven más reacios a dar apoyo en las primeras rondas de financiación de las empresas (ver Figura iii). Esto se podría deber a la necesidad de financiación de empresas más maduras con el fin de que se mantengan a flote, así como una actitud más precavida debido a la crisis económica. Aun así, las *start-ups* parecen estar creativas y ser capaces de encontrar otras fuentes de financiación alternativas (Manzanera Escribano, 2010).

Figura iii. Inversiones de capital riesgo por etapas del ciclo de vida.



Fuente: ASCRI, 2014

Para añadir, de acuerdo con GEM (2014), a diferencia de otros países europeos y Estados Unidos, el mercado del capital riesgo todavía no se ha desarrollado lo suficiente en España, lo que complica el acceso a financiación a las empresas de nueva creación en las que el riesgo de éxito aún es alto.

En este sentido, GEM (2014) propone el fomento de las iniciativas del capital riesgo, concretamente el *Venture Capital* a través del papel del Estado, mediante la creación de “*fondos de fondos*” que capten el interés de inversores internacionales y nacionales “que sirvan como el punto de partida necesario a partir del cual poder desarrollar una masa crítica de fondos de capital riesgo especializados en fases tempranas” (p. 129).

A diferencia de los *Business Angels*, el proceso de inversión es altamente sofisticado y se caracteriza por sus requisitos formales a los que el emprendedor tendrá que acogerse.

Como hemos mencionado antes al hablar del capital riesgo en general, la finalidad de estos inversores es comprar una participación de la empresa cuando su valor aun es bajo y aumentarlo al máximo en el menor tiempo posible para después vender su parte y obtener una ganancia. Asimismo, tendrán que encontrar a alguien que ocupe su lugar en el momento en que decidan salir.

2.5.4 Formas alternativas de financiación

2.5.4.1 Business angels

El término *angel* se originó en Broadway, donde inversores adinerados aportaban sus recursos para que aspirantes a directores pudieran financiar la producción de un nuevo musical. La motivación para llevar a cabo este acto era económica, pero sobretodo se hacía por amor al teatro y las expectativas de afianzar amistades con actores, guionistas y productores. Hoy en día, la mayoría de artistas siguen realizando sus primeros proyectos basándose en el altruismo de los demás (Sherman, 2005).

Martel, Cardona y Mayor (2013) aluden a los antecedentes de esta figura en el ámbito empresarial. La historia se remonta al año 1938, época en la que en Estados Unidos se estaba formando Silicon Valley, cuando el decano del departamento de Ingeniería de la Universidad de Stanford, Frederick Terman, prestó a dos de sus alumnos 500 dólares para que pudieran llevar a cabo su proyecto empresarial además de ayudarles a desarrollar la idea. Finalmente, dio lugar a la que hoy conocemos como una de las mayores compañías tecnológicas, Hewlett Packard.

A día de hoy, podemos encontrar definiciones más actuales como la dada por la Asociación Española de Business Angels (2012) que lo describe como:

Un individuo que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas. Aunque invierte en cualquier etapa del desarrollo, el ‘Business Angel’ desempeña un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas (semilla y arranque). (www.aeban.es)

De igual manera, los emprendedores deberán conseguir un apoyo basado en algo más que las expectativas de retorno de inversión para recibir las primeras ayudas. Así las cosas, para conseguir atraer a los *business angels* es clave conocer cuáles son las razones personales que le llevan a querer invertir en otros negocios y no sólo cuál es la rentabilidad que pueden esperar del trabajo Manzanera Escribano (2010).

Estos ángeles vienen en distintos tamaños y formas. Podemos distinguir tres tipos básicos: los *checkbook angels* que suelen ser vecinos o amigos que invierten de 5000€ a 25000€ con la esperanza de que la empresa se convierta en el nuevo Google y así poder sacar partido a la inversión; los *capital A* que suelen invertir entre 50.000€ y 250.000€, los cuales pueden pretender aportar además asesoramiento y guía como una cláusula del acuerdo. Finalmente, están los superángeles, que cuentan con recursos de hasta 2 millones de € y que a veces actúan más como un *Venture Capital* (Sherman, 2005). A éstos últimos se refiere Manzanera Escribano (2010) cuando menciona que, a veces los ángeles se asocian en los llamados “red de Business Angels”, los cuales celebran foros donde los emprendedores que necesitan capital presentan sus proyectos.

Aunque las noticias y los reportajes se suelen centrar en la actividad de los *Venture Capital* a los que haremos referencia posteriormente, el dinero invertido por los ángeles está sufriendo un aumento exponencial. Según un estudio lanzado por investigadores del Centro para Venture Research en la Universidad de New Hampshire, se estima que en el año 2008 ángeles activos invirtieron unos 20 millones de € frente a los 10 millones de € de los *Venture Capital*. Parece que los primeros están desbancando a los segundos cuando se habla de fuentes de capital semilla, pasando los *Venture Capital* a ser más

protagonistas en un segundo momento del ciclo de vida de las *start-ups* (Sherman, 2012).

Los *business angels* han ido ganando importancia en los últimos años. Estos son *baby-boomers* cerca de la jubilación que han acumulado una suma importante de riqueza. Asimismo, empresarios que deciden que es hora de vender su empresa o sacarla a bolsa.

Es difícil conocer las motivaciones de estas posibles fuentes de financiación. Por una parte, algunos serán del tipo filantrópico, que verán esta ayuda como una forma de devolver algo a la comunidad y contribuir al crecimiento de la economía local. Otros serán simplemente empresarios con una larga trayectoria y mucha experiencia con el objetivo de buscar nuevos retos y ayudar al lanzamiento de nuevos proyectos. Por ello, es muy importante descubrir cuáles son las intenciones del ángel, para así poder estructurar la relación de forma acorde (Sherman, 2012).

Los *Private Equity* y los *Venture Capital* utilizan criterios normalizados a la hora de invertir, por ejemplo centrándose en un determinado sector como pudiera ser la biotecnología (Manzanera Escribano, 2010). En este sentido, los *Business Angels* pueden actuar de la misma manera, pues normalmente invertirán en aquellas industrias que conozcan y donde puedan aportar un valor añadido, pues esto supondrá un menor riesgo en su inversión (Martel et al., 2013). De acuerdo con un estudio realizado por la Red Española de Business Angels (ESBAN), en España el interés de los ángeles se centra por orden de preferencia en la informática, servicios, industria, comunicaciones, electrónica y comercio (Colomer et al., 2009, p.57). Pero si encuentran un proyecto perteneciente a otra industria que les llama la atención, puede que decidan darle una oportunidad.

En definitiva, son inversores más flexibles que los demás y en ocasiones, puede permitirte tener acceso a capital en muy poco tiempo. Además, estos inversores suelen aportar menores cantidades de dinero que los *Venture Capital*, que normalmente establecen un mínimo de financiación que quieren ofrecer, la cual es superior en las etapas tempranas del proyecto, siendo más adecuado acudir a los ángeles (Manzanera Escribano, 2010).

Como hemos dicho antes, son muchos los motivos que llevan a la creación de un ángel y en la mayoría de los casos su principal deseo no es sólo aportar dinero y obtener una rentabilidad. Más adelante presentaremos los rasgos más característicos de los diferentes ángeles que podemos encontrar. Se trata de sacarle el mayor partido a la relación con el inversor y para ello es muy útil conocer a la persona y saber cuáles son sus expectativas. Este tipo de contacto puede suponer el acceso a puertas que anteriormente estaban cerradas, así como que importantes CEO te concedan parte de su tiempo y te devuelvan las llamadas (Sherman, 2005).

Los mejores *business angels* son los que se conocen como ángeles guardianes. Carl Grant de PricewaterhouseCoopers decía que:

No cualquier millón de dólares vale un millón de dólares. Existe el dinero inteligente y el que no lo es tanto. A no ser que seas una persona increíblemente brillante capaz de hacer todo por ti mismo, lo que quieres es dinero inteligente. Necesitas personas que no sólo vayan a aportar dinero a tu empresa si no que, además están dispuestos a participar de forma activa en tu proyecto. (May y Simons, 2001, pp. 180-181)

Suena más interesante el poder aprovechar los años de experiencia y conocimientos adquiridos, antes que sólo recibir una suma de dinero. El problema aparece por el miedo de los emprendedores a que los ángeles se vuelvan controladores y quieran tomar todas las decisiones, con el riesgo de perder el rumbo de tu negocio (Sherman, 2012).

Por otro lado, existe lo que el autor expresa como el “dinero frío”. Se trata de inversores que muestran mucho interés en cerrar acuerdos con las empresas y luego desaparecen a la hora de tener que firmar documentos o en sucesivas rondas de financiación. Esto puede ser negativo para la reputación ya que los potenciales inversores tomarán como referencia que los ángeles originales decidan continuar dando apoyo a la *start-up*. En caso contrario, esto podría crear desconfianza.

Finalmente, también se pueden dar los casos en los que trabaja con un ángel inexperto, es decir, que no sabe asesorar o no sabe sobre el sector al que pertenece la empresa o

simplemente no sabe cómo dirigir una. Hay que tratar de evitar a este tipo de ángel, pues podría hacer que el proyecto entero cayera por su incompetencia.

Debido a estas posibles situaciones, es conveniente analizar bien a los socios potenciales, investigando sobre la fuente de su riqueza, entrevistando a otros fundadores a los que han ayudado, conocer si han participado en futuras rondas de financiación o si al menos estaban dispuestos a dar buenas referencias sobre la compañía.

Aunque pueden existir tantos tipos como ángeles, hay algunas características esenciales que según Manzanero Escribano (2010) se pueden aplicar a todos.

En primer lugar, su dispersión geográfica. Mientras que los *Private Equity* y los *Venture Capital* suelen estar ubicados en las grandes ciudades, los *Business angel* pueden estar localizados en cualquier lugar, lo que permite que proyectos establecidos en todo tipo de lugares, aunque sean más pequeños, puedan tener acceso a financiación. El ángel querrá invertir en una empresa que se encuentre cerca de donde vive para poder llevar a cabo un seguimiento de su inversión. Esto iría en consonancia con la regla estadounidense no escrita que establece que “un inversor no debería invertir dinero en ninguna empresa que se encuentre a más de una hora de vuelo de su domicilio” (Manzanero Escribano, 2010, p. 83).

Otra de las características que les diferencian del resto de inversores de capital riesgo es la poca formalidad del proceso inversor y el carácter personalista. El problema puede surgir al no tener la seguridad de cuándo decidirá desinvertir de la empresa. Mientras que con los *Venture Capital* se han establecido unas condiciones contractuales de carácter imperativo, el *business angel* puede decidir abandonar en cualquier momento por diversos motivos, sean personales o profesionales. Esto dependerá mucho de la personalidad del ángel, por eso, como hemos dicho antes es tan necesario conocer a fondo al individuo detrás del inversor.

A continuación vamos a exponer siete tipos de ángeles descritos por May y Simons (2001):

Pareja matrimonial. Este ángel ha quedado prendado de la idea de negocio y está dispuesto a hacer todo lo posible para que tenga éxito. Estará en los momentos buenos y

en los difíciles y ayudará aportando su propia experiencia en relación a este proceso. Se caracteriza por dar apoyo, no ser dominante y guiar al emprendedor por el camino correcto.

Red de contactos. Este segundo tipo suele tener una larga trayectoria profesional en el sector al que pertenece el negocio. Conoce a los competidores y puede ofrecer una larga lista de clientes potenciales, proveedores y socios estratégicos. Además, ayudará a construir relaciones con estos contactos.

Executive recruiter. Especialista en identificar errores en el equipo de dirección y contratar directivos que encajen con la misión de la empresa. Puede tener una larga lista de contactos en la industria *headhunter* o incluso haber trabajado él mismo en el sector. Es esencial tenerle cerca en las entrevistas y a la hora de elegir futuros empleados.

El terapeuta. Este socio tiene años de experiencia con empresas jóvenes o que han pasado por dificultades y es capaz de cambiar el rumbo del negocio del fracaso al éxito, incluso cuando está al borde del abismo. O si no será una persona que habrá luchado contra viento y marea para llegar al éxito. En cualquier caso, le ha proporcionado una perspectiva que le falta a muchos principiantes ya que nada le puede sorprender. Ofrece la voz de tranquilidad necesaria para no reaccionar de forma exagerada cuando las cosas se ponen mal y tampoco sobreexcitarse cuando todo va sobre ruedas.

El socio estratégico. Con este ángel se obtiene a un experto en un área de negocio como puede ser marketing o producción y así es posible beneficiarse de alianzas con otras empresas que complementan el proyecto.

Jugador general. Tiene conocimiento en todas las áreas del negocio y, por tanto, la capacidad para reconocer problemas en los diferentes departamentos.

Buscador de capital. Este ángel tiene un máster en finanzas y sabe dónde encontrar el dinero. Sabe que si el dinero falta, la existencia de la *start-up* y su continuación se ponen en peligro. De esta manera, se esforzará por conseguir beneficios así como otras sucesivas fuentes de financiación de bancos de inversión, superángeles o *Venture capital*.

Si bien, de esta tipología no podemos escoger cuál sería el mejor ángel, es cierto que existe uno que se adecúa a cada acuerdo y a cada emprendedor. Lo importante es que una vez conocemos los rasgos que definen a los inversores, buscar cuál es el que más se adapta a la situación de la empresa.

La situación en España

Cabe mencionar el problema que existe en España provocado por la falta de *Business Angels*.

Manzanero Escribano (2010) se refiere a dos razones principales. La primera de ellas, se deriva del perfil tipo del inversor medio español, el cual es adverso al riesgo, cortoplacista, no muestra interés por las nuevas tecnologías y es financieramente poco sofisticado, es decir, todo lo contrario a lo que caracteriza a un ángel. El inversor español se solía decantar por invertir en fondos de naturaleza conservadora así como en el mercado inmobiliario, el cual adquirió más atractivo durante la burbuja inmobiliaria española, ya que gracias a ella se obtenían unas rentabilidades astronómicas, haciendo que los inversores perdieran interés en las iniciativas empresariales aun siendo la base para la sostenibilidad de la economía y la principal fuente de creación de riqueza de un país.

Debido a esta situación particular en España, los emprendedores, aparte de tener que demostrar que su proyecto crea valor para sus accionistas, éste debe ser superior al que generan los inmuebles. Esto era totalmente imposible hasta el año 2007, pues como hemos mencionado existía un mercado especulativo en nuestro país. A partir del estallido de la burbuja, los inversores redujeron su actividad drásticamente y desde entonces, el Gobierno español trata de devolver la confianza a los inversores para que fomenten la actividad empresarial.

Para añadir, existe otro problema característico de nuestro contexto y se trata de la fiscalidad que se aplica a los ángeles, pues se ven sometidos a la misma carga tributaria que otras inversiones que no implican tanto riesgo ni el apoyo a la creación de empleo y el impulso de la innovación tecnológica.

Sin embargo, en este sentido podemos observar grandes avances. Los poderes políticos son conscientes del incremento de la importancia de estas figuras para las nuevas empresas y así la Comisión de Ciencia e Innovación (2009) aprobó el 22 de abril de 2009 una proposición no de ley “De regulación de los *Business Angel* como instrumento de potenciación de la innovación” cuyo contenido se puede resumir en el siguiente:

- Se define a las microempresas como las impulsoras de la economía del país y la necesidad de facilitar la financiación de éstas, pues los mecanismos existentes no son suficientes y, junto con el riesgo que conlleva lanzarse a estos proyectos, en muchas ocasiones hacen inviable estas operaciones.
- La crisis ha provocado que esta situación se complique aún más, pues los bancos y el acceso al crédito se ha vuelto mucho más exigente y restringido, incompatible con el alto riesgo que presentan los productos en sus etapas de gestación. Aquí es donde aparecen los inversores privados, en especial los *business angels*, que no basan su inversión en las garantías que pueda ofrecer el emprendedor, si no en la confianza que desprenda el proyecto empresarial. Por ello, la importancia de regular y reconocer a estos inversores.
- El marco normativo debería estar basado en la normalización del proceso de funcionamiento de tales inversiones, así como el establecimiento de incentivos fiscales.

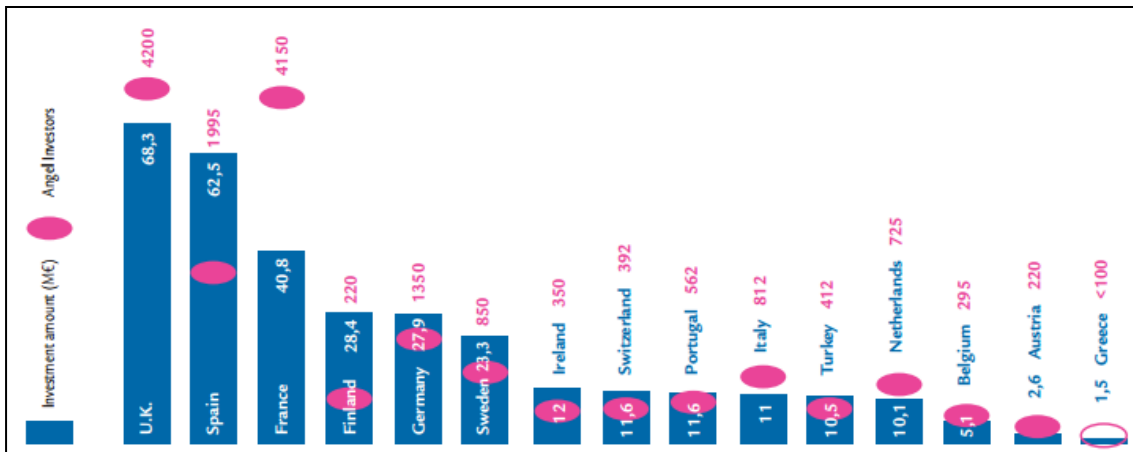
Asimismo, la Ley 11/2013 de Apoyo a Emprendedores ya recoge una serie de ventajas de tipo impositivo a los que invierten en empresas de nueva creación. Sin embargo, siguen siendo menores en comparación con el Reino Unido. Aun así, todavía no se aplica a aquellos *business angels* que invierten a través de sociedades de coinversión, desincentivando su papel como fuente de financiación, ya que opera en desventaja frente al capital riesgo.

Podría ser muy beneficioso trasladar la exención de las plusvalías del 99% aplicable al capital riesgo, a los inversores privados, pues la sociedad lo vería como una opción de inversión muy atractiva (ESINE, 2013).

Por otro lado, debemos hacer referencia a que a pesar de la crisis, España está a la cabeza en el ranking europeo (ver Figura iv) en cuanto a número de redes de business

angel dentro de la EBAN (The European Trade Association for Business Angels). A su vez, contamos con una asociación a nivel nacional (AEBA) que funciona desde 2008 cuyo objetivo principal es promover el desarrollo de esta figura, ya que se está convirtiendo en una pieza fundamental para nuestro sistema económico (ESINE, 2013).

Figura iv. Número de *business angels* que operan a través de redes por países.



Fuente: GEM, 2014

En este sentido, Antonio Fernández Ecker, Subdirector General de Apoyo a la Pyme, defiende que el número de redes de *Business Angels* está en continuo ascenso (ESINE, 2013) lo que resulta en una mejora del paisaje existente.

El presidente de AEBAN, Juan Roure, alude al buen resultado derivado de los *business angels* en el desarrollo de empresas españolas como Privalia, Buyvip o Tuenti y añade que “estas empresas tienen una supervivencia mucho mayor que los proyectos que no están tutelados por business angels” (ESINE, 2013, p.7).

Según GEM (2014), este tipo de financiación no es aplicable a todos los modelos de negocio. Debe de cumplir “una serie de requisitos en términos de escalabilidad, expectativas de crecimiento y profesionalización del equipo promotor” (p. 125) lo que concuerda esencialmente con la definición de la *start-up*.

Aunque España tiene una masa razonable de Business angels y redes en comparación con otros países europeos, las cifras todavía se pueden mejorar. De acuerdo con GEM (2014), “el establecimiento de beneficios e incentivos fiscales puede favorecer el desarrollo” (p. 127).

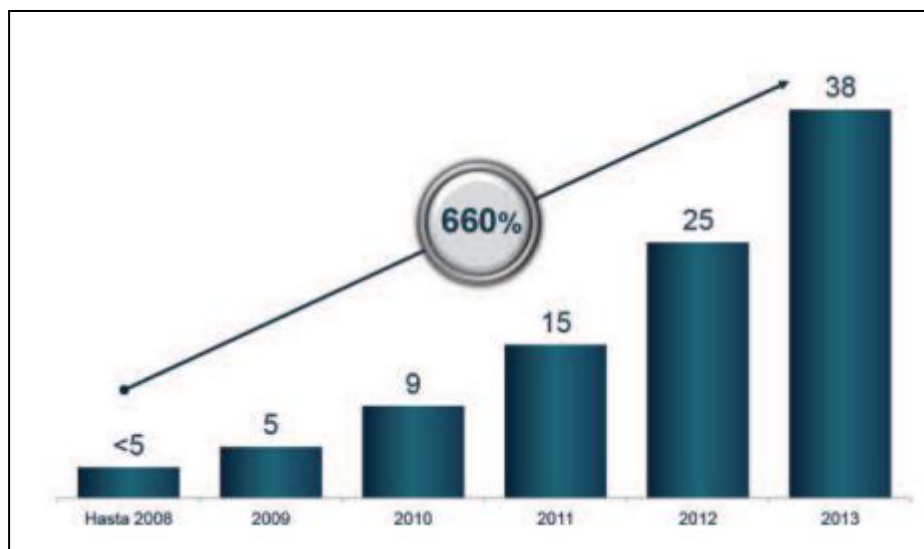
4.5.3.2. Incubadoras y aceleradoras

Ambos organismos se encargan de proveer ayuda a las empresas de nueva creación a través del asesoramiento y servicios. En contraste con el capital riesgo, estas instituciones acogen a los promotores en sus oficinas y les ofrecen un contacto diario con ellos sobre los retos a los que se pueden enfrentar. A veces estos términos se utilizan indistintamente pero la realidad es que existen pequeñas diferencias entre ambos (Stagars, 2015).

La distinción nos la muestra Asian (2015): “mientras que las aceleradoras transforman a empresas medianas con alto potencial en grandes corporativas, las incubadoras de negocios se enfocan en empresas nacientes” (www.muypymes.com).

De la misma manera, estas figuras han experimentado un crecimiento espectacular. “España ha visto crecer sus programas de aceleración en los últimos cinco años en un 660%, pasando de cinco aceleradoras en 2008 a un total de 38 en 2013” (Santiso, 2012, p.47) (ver Figura v). Aun así, hay que especificar que estos fenómenos actúan más bien como un intermediario en el acceso a las fuentes de financiación, y además aportan recursos de naturaleza distinta que incluyen el asesoramiento, red de contactos, feedback, entre otros.

Figura v. Evolución del número de aceleradoras en España.



Fuente: Santiso, 2012

4.5.3.3 Crowdfunding

El término *crowdfunding* deriva del más conocido *crowdsourcing*, que se define como el proceso de externalizar tareas a un gran número de individuos, habitualmente anónimos y aprovechar sus recursos, conocimientos y su experiencia. En el caso del *crowdfunding* el objetivo es obtener dinero (Hemer, 2011).

Se puede describir como la financiación de un proyecto llevada a cabo por un grupo de individuos en vez de instituciones u organismos como pueden ser bancos, *venture capital* o *business angels*. Si bien es cierto que los particulares ya financian indirectamente a través de los ahorros que depositan en los bancos que actúan como intermediarios entre los que tienen los recursos y los que los necesitan, el *crowdfunding* es una modalidad donde no intervienen intermediarios, siendo el medio de comunicación más habitual Internet (Schwienbacher & Larralde, 2010).

Una definición más conceptual nos la da Jiménez Sánchez (2015):

Son una forma de financiación colectiva, llevada a cabo por personas que realizan una red de donaciones, para conseguir dinero u otros recursos. La financiación colectiva es un sistema de cooperación muy sencillo que permite a cualquier creador de proyectos reunir una suma de dinero considerable entre muchas personas para apoyar una determinada iniciativa. (p. 67)

Según un estudio llevado a cabo por Lambert y Schwienbacher en 2010, las motivaciones para elegir esta vía de financiación van más allá de las monetarias como el reconocimiento público así como la posibilidad de validar el producto o servicio antes de lanzarlo al mercado. El *crowdfunding* permite una comunicación interactiva con los usuarios en vez de sólo publicar contenido en Internet a la espera de que alguien lo vea (Schwienbacher & Larralde, 2010).

De acuerdo con el Círculo de empresarios y Fundación de Estudios Financieros [CDE y FEF] (2014) “avanzar en esa dirección beneficiaría especialmente a las PYMES de menor tamaño con ideas innovadoras” (p. 233-34).

Crowdfunding vs. Bootstrapping

Estos dos conceptos se podrían confundir, pues guardan muchas similitudes entre sí. En el *bootstrapping* se intenta hacer uso del máximo número de alternativas posibles de recursos y es esto mismo lo que hacen los emprendedores cuando tratan de atraer a los “*crowdfunders*”. En ambos casos, se utilizan métodos creativos para conseguir financiación, huyendo de los inversores tradicionales. La diferencia radica en que los individuos que practican el *crowdfunding* buscan los recursos de inversores externos, mientras que los *bootstrappers* se apoyan principalmente en recursos internos y en técnicas de administración del efectivo disponible. Esto no quiere decir que ambos métodos no puedan usarse complementariamente (Schwienbacher y Larralde, 2010).

Modos de crowdfunding

Las donaciones. A veces las iniciativas de *crowdfunding* se ocupan de atraer donantes en vez de ofrecer una recompensa económica o de cualquier otra naturaleza. Esta posibilidad puede tener éxito en el contexto de una empresa estructurada como una organización no lucrativa, pues estos negocios suelen diseñar productos o servicios de mayor calidad, mientras que para maximizar el beneficio se suele acudir a la estandarización del stock y el ofrecimiento de una calidad mínima que permita la distribución masiva. Esto último podría ir en contra de los objetivos de los donantes, y por tanto, no se decantarán por apoyar dichos proyectos (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher, 2013).

En Reino Unido se denominan “donation-based crowdfunding” o “peer-to-peer online fundraising” (CDE y FEF, 2014).

Sin embargo, la modalidad que nos interesa estudiar es la que se denomina microfinanciación colectiva adaptada a la inversión, en la que caben a su vez dos clasificaciones según el Crowdfunding Equity Report (2012) en CDE y FEF (2014).

Basada en préstamos. Este tipo funciona como un préstamo en el que los aportantes juegan el papel del prestamista y los emprendedores actúan como prestatarios. El riesgo de la operación se deriva de la dificultad de estimar el éxito del proyecto.

A medida que esta figura se va desarrollando, atrae el interés de la industria financiera tradicional, por lo que podría ser una nueva vía para que bancos y demás inversores profesionales canalizaran sus recursos hacia las *start-ups*.

Por otro lado, aunque los gobiernos consideran que puede aportar competitividad al mercado, se considera preocupante la participación de intermediarios financieros no bancarios a los que se les aplica una supervisión más flexible que podría acarrear un menor control de la actividad y posiblemente acciones fraudulentas.

El *crowdfunding* basado en acciones implica que los aportantes invierten en el capital de la empresa a través de la adquisición de acciones o participaciones con el fin de obtener una rentabilidad de tal participación. Esta segunda modalidad todavía no está tan arraigada en los países europeos. Aun así, se observa como una alternativa para aquellas *start-ups* que no tienen acceso a financiación bancaria o capital riesgo.

Situación en España

Actualmente, existen en España varias plataformas de *crowdfunding* basadas en inversión como Crowdangel y Bihoop. Esta vía es especialmente atractivo para aquellos inversores particulares con menos conocimientos sobre *start-ups*, teniendo la posibilidad de diversificar sus inversiones y eliminar la barrera de la proximidad geográfica a la que se enfrentan los emprendedores con los *business angels* (GEM, 2014).

Asimismo, en marzo de 2014, se ha presentado un primer proyecto para la regulación de este tipo de financiación colectiva que se ha incluido en la Ley de Fomento de la financiación empresarial, que se refiere a esta figura como “Plataformas de Financiación Participativa”. De esta manera, se pretende mejorar el acceso a fuentes de financiación por parte de las PYMES. En el proyecto se establecen los requisitos que deben cumplir las plataformas de *crowdfunding* así como las prohibiciones y demás mecanismos de protección al inversor (CDE y FEF, 2014).

2.5.3. Formas complementarias de financiación

Como bien sabemos, para las *start-ups* no es fácil conseguir financiación de terceros, por tanto, es importante cuidar cada céntimo que se gasta y tratar de ahorrar el máximo posible. Para ello, aunque no consideramos que puedan considerarse alternativas para financiar el negocio sí que son buenas ideas complementarias para evitar el máximo desperdicio (Manzanero Escribano, 2010):

Una buena relación con los proveedores desde el inicio es esencial. Esto puede llevar a que mediante una buena negociación estén dispuestos a conceder mayores plazos para pagar o incluso aumentar el porcentaje de aplazamiento. Posponer los periodos de pago siempre supone una ventaja ya que da más tiempo para obtener liquidez y además, mantener un mayor nivel de tesorería en las cuentas.

Por otro lado, conseguir que los clientes paguen en el momento o que el tiempo de cobro sea reducido, ayudará a la generación de caja, tan importante en las primeras fases de la empresa.

En el caso de que sea necesario contar con inventario, tratar de reducir los niveles al mínimo con el objetivo de bajar tales costes. Aun así habrá que hacer un balance entre éstos costes y los que se podrían derivar como consecuencia de mayores plazos de entrega a los clientes e incluso de la pérdida de pedidos.

Beneficios fiscales. En estos primeros momentos de gestación de la empresa, es muy importante tratar de beneficiarse de todas las ventajas impositivas existentes en nuestra legislación fiscal. Entre ellas encontramos el criterio especial de caja, que permite a las empresas de nueva creación posponer la contabilización fiscal de los cobros a los clientes hasta el momento efectivo de tal cobro, evitando tener que soportar la carga impositiva en un momento anterior en el caso de que el cliente no pague en la fecha del devengo.

Por último, las líneas de descuento. A éstas ya nos hemos referido antes por lo que no cabe extenderse más.

2.6. Etapas del ciclo de vida de una empresa.

A la hora de elegir una fuente de financiación, no sólo es importante conocer sus características sino también ser capaz de relacionarlas con las necesidades de la empresa en cada momento. Para poder identificar estas últimas, una herramienta eficaz puede ser el ciclo de vida de la empresa, pues si sabemos identificar en qué etapa se encuentra la *start-up* podremos atraer a los inversores que más se ajusten a nuestra situación.

En este sentido, CDE y FEF (2014) establece que “podemos clasificar las inversiones en función de las necesidades de la compañía receptora, las cuales dependerán del ciclo de vida del producto / servicio que ofrece en que se encuentre la misma” (p. 222).

Si bien es cierto que las empresas han evolucionado mucho en los últimos años, no así tanto su estructura de desarrollo.

Ya en 1998, Berger y Udell distinguían las fuentes de financiación teniendo en cuenta como variables el tamaño y la antigüedad de la firma y finalmente la información disponible. En este sentido, establecieron que cuando las empresas acababan de nacer, aun eran pequeñas y no tenían casi colateral ni experiencia demostrable, la financiación accesible era la proveniente de recursos propios. A medida que las tres variables iban aumentando, se tendría acceso a financiación de ángeles y, una vez se demostrara que la empresa tenía un alto potencial de crecimiento, se podía considerar el *Venture Capital*. En esa misma etapa, se accedía a los préstamos a corto plazo.

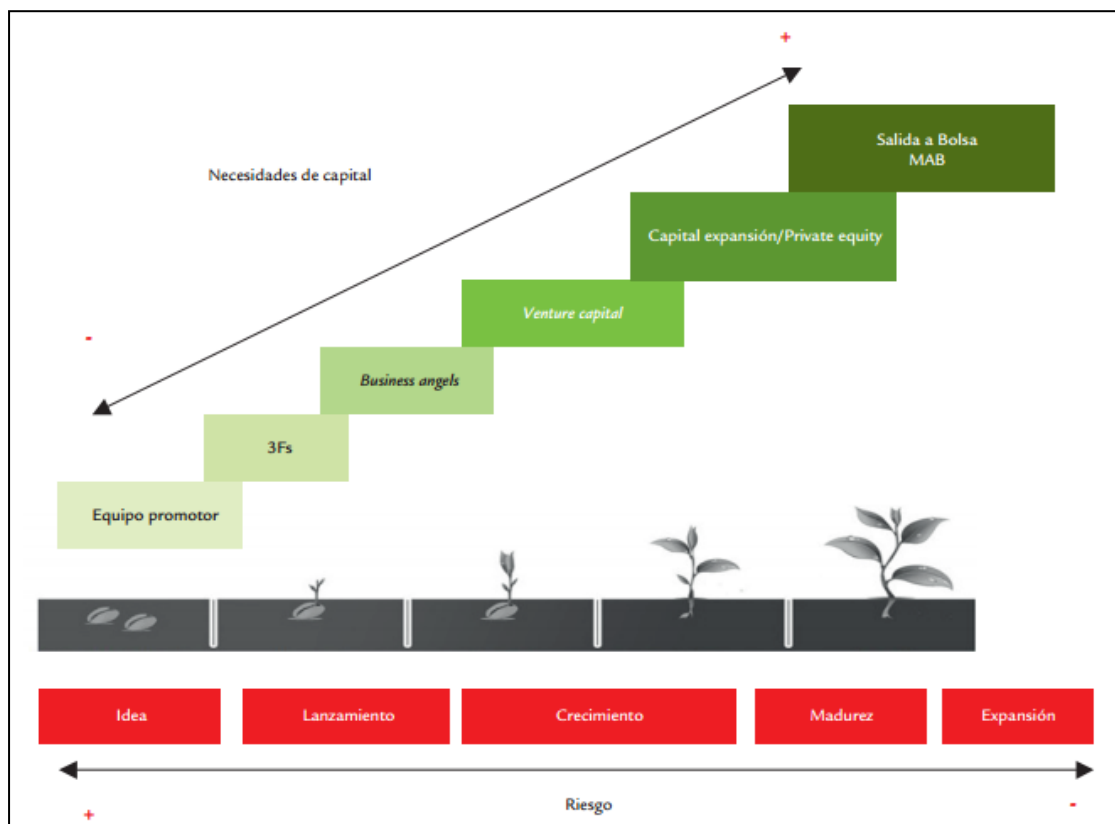
Cuando la empresa llevaba un tiempo en el mercado y ya se definía como empresa de tamaño mediano, se podía empezar a pensar en el *Private Equity* y los préstamos a largo plazo, lo que se extendía de forma cierta a las empresas de gran tamaño cuando el riesgo es conocido y se tiene una larga trayectoria en el mercado.

Si acudimos a fuentes más recientes, observamos que el modelo divide las necesidades de capital en cuatro etapas: *seed*, *start-up*, crecimiento y expansión (European Business Angel Network [EBAN], 2008), siendo las fuentes principales las 3F's, los *Business angels*, el capital riesgo y el mercado respectivamente. A

medida que la empresa va creciendo y adquiriendo experiencia, el riesgo también va disminuyendo.

Finalmente, para nuestro trabajo hemos decidido utilizar la tabla propuesta por el GEM (2014) porque es de las más actuales y nos parece la más completa. Si bien esta clasificación se extiende hasta el momento de expansión de la empresa, nos vamos a centrar en las tres primeras etapas, pues es en esas épocas cuando el acceso a los recursos es más difícil pero crucial para el levantamiento del proyecto:

Figura vi. Etapas del ciclo de vida.



Fuente: GEM (2014)

En la tabla podemos observar que los autores dividen el ciclo en cinco etapas. La primera se refiere al momento de desarrollo o de gestación del proyecto. En esta fase, los recursos se denominan inversión semilla, es decir, aquellos que se necesitan para determinar si una idea puede convertirse en una oportunidad de negocio viable.

Como prerequisite para atraer la financiación externa, en primer lugar, es necesario invertir en la idea con los propios recursos económicos así como el propio tiempo

(*sweat equity*). Para que terceras partes decidan invertir sus fondos en una empresa ajena, necesitan ver que uno mismo confía en su proyecto así como en el potencial de crecimiento y, por ello, se es capaz de asumir riesgos e invertir los propios medios (Sherman, 2005).

En esta primera fase, el riesgo es muy elevado y las probabilidades de fracaso son altas. Por tanto, los recursos más recomendables serán los propios del emprendedor e igualmente podrá acudir a lo que hemos definido como el *bootstrapping*. Las 3F's a las que nos hemos referido antes (*family, friends and fools*) también son fuentes habituales en esta etapa de la vida de la empresa. Colomer et al. (2009) muestra estar de acuerdo con esta idea cuando establece que “*este tipo de financiación se produce cuando la empresa todavía no se ha introducido en los mercados*” (p.34). Según Leach y Melicher (2011) y CDE y FEF (2014), algunos *business angels* pueden mostrar interés en esta fase pero no son una fuente típica, pues las condiciones no son las más óptimas ya que la idea no ha empezado a materializarse.

Sherman (2005) opina de la misma manera cuando establece en los primeros escalones de su pirámide de 12 pisos de fuentes de financiación el capital propio proveniente de ahorros, tarjetas de créditos y créditos personales; y de la familia y amigos cuya aportación se basa primordialmente en la confianza y las relaciones afectivas.

Igualmente, Colomer et al. (2009) hace referencia al capital como “la primera fuente de financiación [...] en su acepción temporal” (p.33), lo cual se constata con el hecho de que para constituir una sociedad mercantil, uno de los requisitos legales es aportar un capital mínimo. Si bien, “existen muchos casos [...] que prefieren recurrir a la financiación bancaria y asumir sus costes” (p.33). Es decir, que aunque los recursos propios se consideran más apropiados para iniciar un negocio, la decisión última siempre dependerá de las preferencias del individuo.

En esta misma etapa también está adquiriendo protagonismo el fenómeno *crowdfunding* que hemos estudiado anteriormente (CDE y FEF, 2014).

Seguidamente llegamos a la fase de lanzamiento o puesta en marcha. Esta se puede definir como el momento en el que la oportunidad de negocio se transforma en el inicio

de producción u oferta del servicio. De manera que ya existe un equipo de dirección, se ha elaborado un modelo de negocio y un plan inicial y se comienzan a generar ingreso (Leach y Melicher, 2011). En esta etapa se espera conseguir alcanzar el *break-even point*, es decir, cuando los ingresos alcanzan a cubrir el nivel de los gastos (CDE y FEF, 2014). En el caso de que el individuo todavía cuente con recursos propios y la ayuda de las personas más próximas a ellos, éstos podrían seguir financiando la empresa en esta fase. Sin embargo, a medida que la empresa se desarrolla necesita más fondos para continuar con la actividad, por ello es necesario empezar a pensar en otras vías más formalizadas (Leach y Melicher, 2011).

Aquí es donde los *Business Angels* pueden adquirir el mayor protagonismo. Así lo considera Manzanera Escribano (2010) cuando se refiere a ellos como “particulares adinerados que invierten en proyectos empresariales que se encuentran en una fase muy temprana de desarrollo” (p. 80). En este sentido, Sherman (2005) distingue entre dos subetapas. La primera se refiere a los *Business Angels* particulares, y la segunda a las redes de *Business Angels*. Asimismo algunos *Venture Capital* también pueden mostrar interés (Leach y Melicher, 2011), pero de acuerdo con la European Business Angels Network, éstos se centran más en la siguiente etapa.

Por otro lado, Sherman (2005) incluye aquí otra fuente de financiación posible: los micropréstamos y demás créditos concedidos por la banca comercial. El problema se encuentra en la necesidad de poder ofrecer garantías o un aval para acceder a ella, lo que resulta extremadamente complicado en los casos en los que el proyecto esté basado en productos o servicios intangibles.

A continuación, Leach y Melicher (2011) plantean la existencia de una etapa intermedia entre el lanzamiento y el crecimiento, definida como la fase de supervivencia, un momento crítico en la vida de la empresa. En ésta se podrá observar si el proyecto tendrá éxito y generará valor o tendrá que ser cerrado y liquidado. Para ello se tratará de acceder a lo que se conoce como primera ronda de financiación, en la que suelen participar los *Venture Capital* para cubrir los desbalances entre gastos e inversiones y los ingresos. Esto se debe a que aunque existen ingresos en la fase de lanzamiento, la carrera por acumular cuota de mercado hace que se produzca un déficit de efectivo.

Es un buen momento de poner en práctica las fuentes de financiación complementarias a las que hemos aludido en relación con clientes y proveedores (Manzanera Escribano, 2010). Asimismo, se pueden estudiar los instrumentos públicos de financiación existentes en el mercado español e igualmente se puede empezar a pensar en deuda bancaria.

En la etapa de crecimiento, la financiación se centra en cubrir las necesidades de capital circulante (segunda ronda de financiación), así como en los fondos necesarios para la ampliación de plantas, gastos en marketing y la mejora de productos o servicios. En esta última fase, la empresa suele ofrecer a los inversores la oportunidad de recuperar el capital invertido mediante una oferta pública de venta (Leach y Melicher, 2011). Aunque en esta fase puedan intervenir los *Venture Capital*, se considera que encaja mejor el *Private Equity* (CDE y FEF, 2014).

Un buen ejemplo que demuestra la conexión entre las fuentes de financiación y las etapas del ciclo de vida de una empresa nos la expone el cofundador de la exitosa plataforma española de venta online de prendas de vestir BuyVIP, Gustavo García Brusilovsky (Digital Assets Deployment, 2013).

En un primer momento, presentaron el proyecto a familiares y amigos y contactos que tenían en el IESE. En esta etapa también se adhirió la incubadora DaD (Digital Assets Deployment). A continuación, en la segunda ronda de financiación acudieron a los *business angels* Intercom y Molins Capitals y cuando la empresa empezó a crecer de manera exponencial, empresas de capital riesgo y capital de inversión (*private equity*) como 3i y Beltersmann se interesaron por ellos, siendo esta la tercera ronda de financiación. Finalmente, la empresa se vendió a Amazon por 70 millones de euros.

5. RESULTADOS

5.1 Comparación entre las distintas fuentes de financiación.

Una vez analizadas las distintas fuentes de financiación así como su influencia por el ciclo de vida de la empresa, vamos a proceder a mostrar un resumen de los principales resultados de la investigación.

Tabla ii. Ventajas y desventajas de las fuentes de financiación.

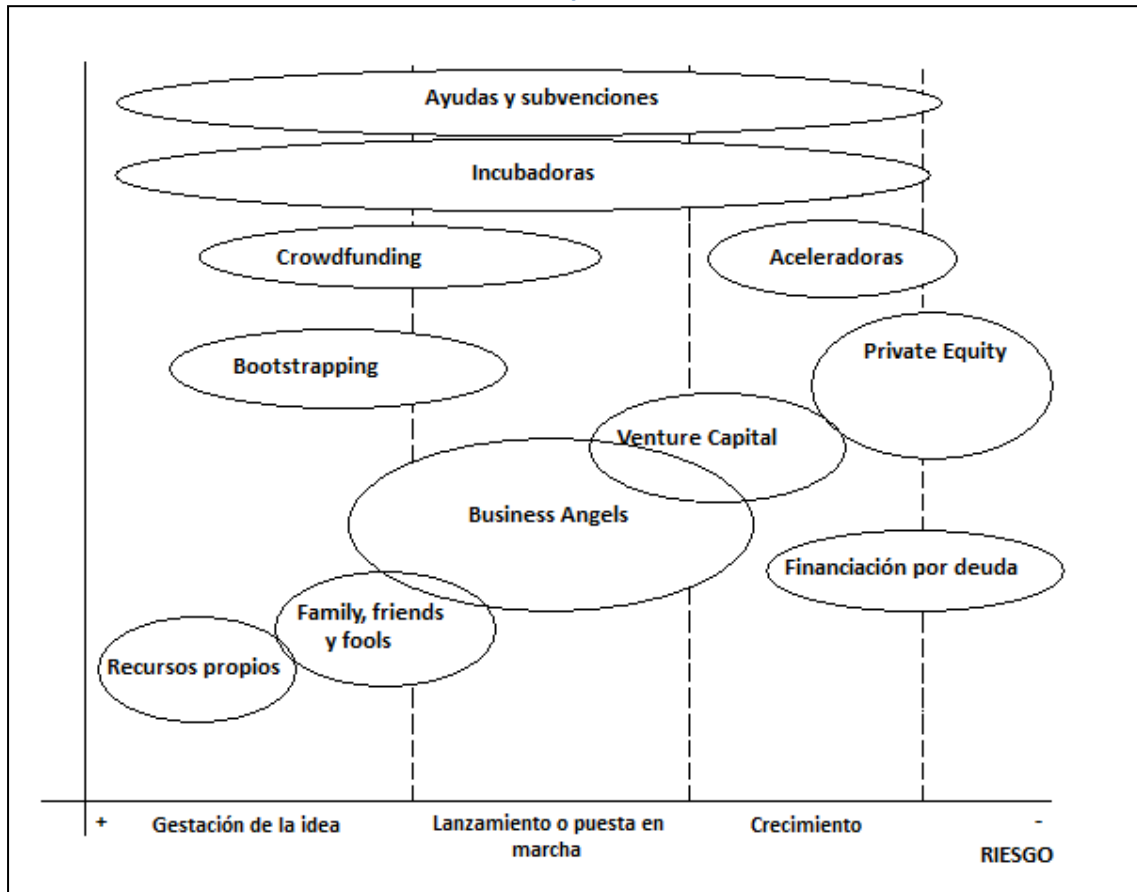
	VENTAJAS	DESVENTAJAS
Recursos propios + 3F's	<p>Son gratuitos.</p> <p>Demuestran la confianza en el proyecto.</p> <p>Son importantes para poner el negocio en marcha.</p>	<p>Se pueden dañar las relaciones personales.</p> <p>Llega un momento en que no son suficientes.</p>
Bootstrapping	<p>No pierdes el control de la empresa ya que no aparecen más socios.</p> <p>Más eficiente debido a los recursos limitados.</p> <p>Crecimiento más cauteloso.</p>	<p>Crecimiento más lento debido a los recursos limitados.</p> <p>Tener que acudir a ella puede ser una razón de la baja probabilidad de éxito. (Falta de confianza de agentes externos)</p> <p>No es viable para todo tipo de negocios.</p>
Ayudas y subvenciones	<p>Gratuitas</p>	<p>No se ajusta a las necesidades particulares de la empresa.</p> <p>Su convocatoria y pago dependen de criterios objetivos.</p> <p>Imposible depender sólo de esta fuente.</p>
Financiación por deuda	<p>Tipo de interés acorde con la situación económica.</p> <p>Proceso altamente regulado.</p> <p>Mantenimiento del control y</p>	<p>No adaptado a la probabilidad de éxito de las <i>start-ups</i>.</p> <p>Exigencia de garantías y colateral. Por tanto, difícil acceso</p>

	<p>propiedad de la empresa.</p>	<p>en las primeras etapas del negocio.</p> <p>Plazos fijos para la devolución del capital.</p> <p>La rentabilidad no depende del éxito de la empresa. Alto riesgo.</p> <p>Dinero frío. No aporta valor añadido.</p>
<p>Private Equity</p>	<p>Criterios normalizados a la hora de invertir. Por ejemplo, sólo interés por un determinado sector.</p> <p>Rentabilidad depende del éxito de la empresa. Asume un riesgo propio.</p> <p>Financiación a largo plazo.</p> <p>No solicita garantías. Basado en la confianza.</p> <p>Profesionalización de la gestión empresarial. Aporta un valor añadido.</p> <p>Adaptación a las necesidades de la <i>start-up</i>.</p> <p>Enlace para la desinversión de <i>Business Angels</i> y <i>Venture Capital</i>.</p> <p>Acuerdo por escrito. Todo preestablecido. Conocimiento.</p>	<p>Necesario conocimiento de la filosofía.</p> <p>Control sobre las decisiones.</p> <p>Interés en empresas más consolidadas o situaciones especiales.</p> <p>Sólo ubicados en ciudades principales. Dificulta el acceso.</p>
<p>Venture Capital</p>	<p>Criterios normalizados a la hora de invertir.</p> <p>Acuerdo por escrito. Todo preestablecido. Conocimiento.</p>	<p>Mínimo de financiación. No adecuado para las primeras etapas del ciclo de vida.</p> <p>Alta dependencia en la</p>

		<p>reputación. Por ejemplo que un ángel decida o no seguir invirtiendo en posteriores rondas de financiación.</p> <p>Sólo ubicados en ciudades principales. Dificulta el acceso.</p>
Business Angels	<p>Actúan como mentores y aportan valor añadido.</p> <p>Basan sus inversiones en la confianza.</p> <p>Interés por las <i>start-ups</i> en las primeras etapas del ciclo de vida. Momentos más críticos para encontrar financiación.</p> <p>Inversores flexibles. No suele existir un mínimo de financiación.</p> <p>Dispersión geográfica. Da acceso a financiación a proyectos ubicados en ciudades más pequeñas.</p> <p>Muchos tipos por lo que habrá un ángel para cada empresa.</p> <p>No hay muchos en España.</p> <p>Mayor probabilidad de supervivencia de los proyectos.</p>	<p>Aconsejable conocer sus objetivos.</p> <p>No hay control sobre cuándo decidirá desinvertir.</p> <p>Posible pérdida de control sobre la toma de decisiones.</p>
Incubadoras y aceleradoras	<p>Pueden asesorar y acompañar al emprendedor a lo largo del desarrollo de todo el proyecto.</p>	<p>Cesión de control y participación en los beneficios de la empresa.</p>
Crowdfunding	<p>Forma sencilla de obtener muchos recursos con poco esfuerzo a través de la red.</p>	<p>Regulación legislativa en desarrollo.</p>

Tras la exposición de las ventajas e inconvenientes de las fuentes de financiación estudiadas, a modo de cierre proponemos en qué etapa del ciclo de vida cada vía es más conveniente:

Figura vii. Fuentes de financiación de acuerdo con las etapas del ciclo de vida de una *start-up*.



Fuente: Elaboración propia

6. CONCLUSIONES

Tras el desarrollo de nuestra investigación, en primer lugar, podemos concluir que el tejido empresarial de un país es la base de su economía, pues son las principales fuentes de creación de empleo y de innovación y desarrollo tecnológico. En este sentido, parece que el Estado se está concienciando de esta realidad y la situación está mejorando a través de nuevas leyes como la de apoyo a emprendedores, así como una mayor oferta de ayudas públicas y privadas y la ampliación de las redes de Business Angels.

Es inminente que las entidades bancarias no son el medio de financiación ideal para las *start-ups*, por ello su papel debería centrarse en sectores de menos riesgo o desarrollar unos nuevos mecanismos capaces de calcular el valor real de estas empresas. Si no, deberán fomentar su participación cuando la firma se encuentre en etapas más maduras.

Por otro lado, entendemos que es muy improbable sobrevivir y desarrollar un proyecto acudiendo sólo a una fuente de financiación, pues cada una se ajusta a las necesidades particulares en cada fase. De este modo, lo aconsejable sería una combinación adecuada de aquéllas atendiendo, entre otros, a la etapa del ciclo de vida en la que se encuentre.

Asimismo, no contar con ningún recurso propio dificulta mucho el arranque de una idea, pues en un primer momento es difícil obtener ayuda de los bancos y mostrar que uno mismo confía en su proyecto invirtiendo en él es muy determinante a la hora de convencer a los inversores externos para que apoyen la iniciativa.

En las primeras etapas de la vida de una empresa es imprescindible la actitud a la hora de conseguir financiación, pues no puedes ofrecer mucha garantía ya que el proyecto aun es joven. Por eso, se debe de creer en la idea y tratar de transmitir esto mismo a los inversores potenciales. De igual manera, conocer bien los objetivos del inversor ayudará a que se consiga llegar a un acuerdo.

La etapa del ciclo de vida en la que se encuentra la empresa es un factor importante a tener en cuenta, pues determina las principales características de la misma así como las necesidades a las que se enfrenta y, siendo conscientes de esto podemos acudir a las

fuentes disponibles en cada fase. Si bien, no debemos olvidar que la clasificación de las vías de financiación no es estática de modo que cabe la posibilidad de que algunos medios puedan usarse en etapas en las que habitualmente no invierten o ayudan.

Igualmente existen muchos otros factores que van a influenciar en esta decisión. Por ejemplo, la aversión al riesgo del emprendedor, la situación legal del país, las preferencias por el control, la falta de recursos iniciales, etc.

Como acabamos de afirmar, la deuda bancaria no se presenta como la vía más adecuada para el desarrollo de las nuevas empresas. Por ello, se han empezado a desarrollar otras figuras de financiación que basan el riesgo en otras variables distintas del colateral y demás garantías como la confianza en el proyecto. Para añadir, estos nuevos medios aportan más que apoyo económico, ofreciendo un valor añadido al emprendedor en forma de experiencia, contactos, conocimientos, etc.

Por tanto, observamos un cambio en la toma de decisiones de financiación en el mercado español. Aun así, queda un largo recorrido para potenciar el uso de estas fuentes en el que el papel del Estado juega un papel importante, por ejemplo a través de su regulación, el establecimiento de incentivos fiscales y el fomento de instituciones dedicadas a este tipo de inversiones.

La figura del *Business Angel* está adquiriendo cada vez más importancia en las fases tempranas de las *start-ups* desbancando al capital riesgo que está mostrando un mayor interés por empresas más maduras y consolidadas. Así lo demuestran los estudios y la proliferación de las redes de ángeles en nuestro país. Se trata de una fuente de financiación muy completa, pues en general no sólo ofrece apoyo económico sino también asesoramiento y experiencia, pudiendo describirse como una especie de mentor.

En España contamos con muchas fuentes de financiación de naturaleza diversa. El problema principal es el desconocimiento de ellas y de cuándo es más conveniente acudir a ellas y por qué, así como de su funcionamiento. Asimismo la escasa regulación

de muchas de ellas, como es el caso de los *Business Angels* y el *crowdfunding*, dificulta su utilización. Para el éxito de los proyectos empresariales sería conveniente una educación en emprendimiento dirigida tanto a los fundadores como a los inversores.

Nuestro análisis se ha centrado principalmente en el examen de fuentes de financiación más innovadoras y especialmente dirigidas a *start-ups*, pero existen muchas otras de naturaleza pública y privada que sería conveniente abarcar en otro trabajo.

REFERENCIAS

- AEBAN (2012). *Business Angels*. Recuperado el 12 de abril de 2015 de:
<http://www.aeban.es>
- ASCRI (2014): Informe ASCRI 2014 Venture capital & private equity en España, Madrid.
- Asián, A. (2015). Incubadoras y aceleradoras de Startups. Todo lo que debes saber. Recuperado el 21 de mayo de 2015 en:
<http://www.muypymes.com/2015/02/19/incubadoras-y-aceleradoras-de-startups-todo-lo-que-debes-saber>
- Banco de España (2013): “Esquemas de apoyo financiero a las PYMES en España”, Boletín Económico, junio.
- BBVA (2014). Comenzar tu negocio sin grandes rondas de financiación... ¿Qué es el bootstrapping? Recuperado el 01 de abril de 2015 de:
<http://www.bbvacontuempresa.es/a/comenzar-tu-negocio-sin-grandes-rondas-financiacion-que-es-el-bootstrapping>
- Belleflamme, P., Lambert, T., y Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29 (5), 585-609.
- Berger, A. N., y Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.
- Círculo de empresarios y Fundación de Estudios Financieros. (2014). Los retos de la financiación del sector empresarial. Recuperado de www.circulodeempresarios.org
- 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.
- Comisión Europea (2006). La nueva definición de PYME Guía del usuario y ejemplo de declaración. Recuperado de: www.ipyme.org
- Comisión de Ciencia e Innovación. (2009). Proposición no de Ley de regulación de los "business angel" como instrumento de potenciación de la innovación. (161/000858). Recuperado de www.congreso.es

- De pablo López, I. (2012). Los emprendedores y la iniciativa emprendedora en España. Observatorio de las Ocupaciones del SEPE. *Cuadernos del Mercado de Trabajo*, 18, 12-19.
- Digital Assets Deployment (2013). Entrevista a Gustavo García Brusilovsky, CEO de BuyVIP. Entrevistas con CEOs. Recuperado de www.digitalassetsdeployment.com
- Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana empresa. Recuperado de: <http://www.ipyme.org/es-ES/Paginas/Home.aspx>
- European Business Angel Network. (2008). EBAN Annual Report The European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors. Recuperado de: www.eban.org
- ESINE, F. (2013). Business angels: figuras clave para la economía. *Centro de Estudios Técnicos Empresariales, Madrid*.
- Freear, J., Sohl, J. y Wetzel, W. (1995). Who bankrolls software entrepreneurs. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, (pp. 394-407). Wesley, Mass: Babson Center for Entrepreneurial Studies
- Global Entrepreneurship Monitor. (2014). Informe GEM España 2013. Recuperado de www.gem-spain.com
- Global Entrepreneurship Monitor. (2015). Informe GEM España 2014. Recuperado de www.gem-spain.com
- Graham, P. (2012). Start-up = growth. Recuperado el 3 de mayo de 2015 de: <http://www.paulgraham.com/growth.html>
- Hébert, R.F., y Link, A.N. (1989) In search of the Meaning of Entrepreneurship. *Small Business Economics*, 1, 39-49.
- Hemer, J. (2011). *A snapshot on crowdfunding* (No. R2/2011). Working papers firms and region.
- Iruarrizaga, J. H., Mendialdua, A. B., y Santos, M. S. (2013). Condicionantes de la restricción al crédito bancario en el segmento start-up. In *Descubriendo nuevos horizontes en administración: XXVII Congreso Anual AEDEM, Universidad de Huelva, 5, 6 y 7 de junio de 2013* (p. 13). Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing, ESIC.
- Jiménez Sánchez, J. I. (2015). Nuevas modalidades de financiación para microempresas. *Revista PUENTE Científica*, 8 (2).

- Leach, J., y Melicher, R. (2011). *Entrepreneurial finance*. Cengage Learning.
- Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. BOE núm. 233, de 28 de septiembre de 2013, páginas 78787 a 78882 (96 págs.)
- Manzanera Escribano, A. (2010). *Finanzas para emprendedores. Todo lo que necesitas saber para encontrar financiación y convertir tu idea en negocio*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Martel, M. C. V., Cardona, M. G., y Mayor, J. J. D. (2013). ¿Son los business angels la solución a los problemas de financiación de las empresas en las primeras etapas de su vida? *Criterio Libre*, (18), 171-194.
- May, J., y Simons, C. (2001). *Every Business Needs An Angel: Getting the money you need to make your business grow*. Crown Business.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2013): *Informe sobre la PYME 2012*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Prestaciones por desempleo. Nivel contributivo: Prestación contributiva y Pago Único. Servicio Público de Empleo Estatal. Recuperado de:
http://www.sepe.es/contenidos/que_es_el_sepe/publicaciones/pdf/pdf_prestaciones/cuadr_contributiva_esp.pdf
- Sainz, J. (24 de mayo de 2015). Los retos de la financiación empresarial. *Economía y empresa. El mundo*, p. 16.
- Santiso, J. (2014). Sobre el boom de las aceleradoras: Europa ¿Un continente zombi?. *Bit*, (196), 10.
- Schwienbacher, A., y Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming.
- Sherman, A.J. (2005). *Raising Capital: Get the Money You Need to Grow Your Business* (2nd edition) Nueva York: Amacom
- Sherman, A.J. (2012). *Raising Capital: Get the Money You Need to Grow Your Business* (3rd edition) Nueva York: Amacom
- Stagars, M. (2015). Incubators and Accelerators. *University Startups and Spin-Offs* (pp. 131-136). Apress.
- Ueda, M. (2004). Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601-621.

Van Auken, H. E., y Neeley, L. (1996). Evidence of bootstrap financing among small start-up firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(3), 235-249.

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla i. Número de empresas en España en función de su tamaño	15
Tabla ii. Ventajas y desventajas de las fuentes de financiación	45

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura i. Financiación de actividades productivas a través del crédito	20
Figura ii. Fuentes de financiación empresarial: el valle de la muerte	22
Figura iii. Inversiones de capital riesgo por etapas del ciclo de vida	25
Figura iv. Número de business angels que operan a través de redes por países.....	34
Figura v. Evolución del número de aceleradoras en España	35
Figura vi. Etapas del ciclo de vida.....	41
Figura vii. Fuentes de financiación de acuerdo con las etapas del ciclo de vida de una start-up	48