



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Financiación alternativa: *business angels*, *crowdfunding* y capital riesgo

Autor: Laura Peña González
Director: Rocío Sáenz-Díez Rojas

Madrid
Marzo, 2015

Laura
Peña
González

Financiación alternativa: *business angels*, *crowdfunding* y *capital riesgo*



Índice

| | |
|--|----|
| 1. Resumen..... | 1 |
| <i>Abstract</i> | 1 |
| <i>Keywords</i> | 1 |
| 2. Introducción..... | 2 |
| 2.1 Estado de la cuestión..... | 2 |
| 2.2 Objetivos..... | 3 |
| 2.3 Metodología..... | 4 |
| 2.4 Estructura del trabajo..... | 5 |
| 3. Marco teórico | 6 |
| 3.1 Emprendimiento..... | 6 |
| 3.1.1 Definición..... | 6 |
| 3.1.2 Factores..... | 7 |
| 3.1.3 Globalización..... | 7 |
| 3.1.4 Desarrollo económico..... | 8 |
| 3.1.5 Potenciar el emprendimiento..... | 11 |
| 3.1.6 España y el emprendimiento..... | 13 |
| 3.2 Nueva Ley de financiación | 15 |
| 3.3 Financiación Bancaria..... | 19 |
| 4. Métodos de financiación | 20 |
| 4.1 <i>Business angels</i> | 25 |
| 4.1.1 ¿Qué es? | 25 |
| 4.1.2 Agentes..... | 26 |
| 4.1.3 Metodología..... | 28 |
| 4.1.4 <i>Facts</i> | 29 |
| 4.1.5 Ejemplo..... | 31 |
| 4.1.5.1 Luis Martín Cabiedes | 31 |
| 4.1.5.2 Privalia | 32 |
| 4.1.5.3 Cabiedes y Privalia..... | 33 |

| | | |
|---------|------------------------------------|----|
| 4.1.6 | Ventajas..... | 34 |
| 4.1.7 | Desventajas..... | 34 |
| 4.2 | <i>Crowdfunding</i> | 36 |
| 4.2.1 | ¿Qué es? | 36 |
| 4.2.2 | Agentes..... | 37 |
| 4.2.3 | Tipos de <i>crowdfunding</i> | 40 |
| 4.2.4 | Legislación | 42 |
| 4.2.5 | <i>Facts</i> | 44 |
| 4.2.6 | Ejemplo..... | 46 |
| 4.2.6.1 | OUYA..... | 46 |
| 4.2.6.2 | Campaña <i>crowdfunding</i> | 47 |
| 4.2.6.3 | ¿Por qué tuvo éxito? | 49 |
| 4.2.7 | Ventajas..... | 50 |
| 4.2.8 | Desventajas..... | 51 |
| 4.3 | Capital riesgo..... | 52 |
| 4.3.1 | ¿Qué es? | 52 |
| 4.3.2 | Metodología..... | 53 |
| 4.3.3 | Agentes..... | 56 |
| 4.3.4 | Tipos de capital riesgo..... | 57 |
| 4.3.5 | Legislación | 58 |
| 4.3.6 | <i>Facts</i> | 60 |
| 4.3.7 | Ejemplo..... | 63 |
| 4.3.7.1 | Gobi <i>partners</i> | 64 |
| 4.3.7.2 | Fondo I..... | 64 |
| 4.3.8 | Ventajas..... | 67 |
| 4.3.9 | Desventajas..... | 67 |
| 5. | Conclusiones..... | 69 |
| 6. | Bibliografía..... | 71 |

Índice de gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico I. Evolución PIB España | 8 |
| Gráfico II. Evolución del número de autónomos en España..... | 8 |
| Gráfico III. Relación emprendimiento-crecimiento económico..... | 10 |
| Gráfico IV. Obstáculos para la financiación..... | 11 |
| Gráfico V. Evolución Tasa de Actividad Empresarial (TAE) | 13 |
| Gráfico VI. Perspectiva de las regulaciones en Europa..... | 15 |
| Gráfico VII. Perspectiva de las regulaciones en España..... | 16 |
| Gráfico VIII. Clasificación de las empresas según estado de desarrollo..... | 21 |
| Gráfico IX. Financiación alternativa en Europa..... | 22 |
| Gráfico X. Financiación alternativa en Europa sin Reino Unido. | 22 |
| Gráfico XI. Comparación inversión total con inversión por habitante..... | 23 |
| Gráfico XII. Porcentaje de financiación alternativa..... | 24 |
| Gráfico XIII. <i>Equity gap</i> | 27 |
| Gráfico XIV. Cobertura geográfica de las redes españolas (2008) | 30 |
| Gráfico XV. Sectores económicos con mayor grado de inversión (2008)..... | 30 |
| Gráfico XVI. Presupuesto anual de las redes de ángeles españolas..... | 31 |
| Gráfico XVII. Presupuesto anual de las redes de ángeles europeas..... | 31 |
| Gráfico XVIII. Promedio comisiones por tipos de proyecto..... | 38 |
| Gráfico XIX. Duración campaña en días..... | 39 |
| Gráfico XX. Tipos de plataformas <i>crowdfunding</i> (2014) | 41 |
| Gráfico XXI. Cantidad solicitada por tipo de proyecto..... | 45 |
| Gráfico XXII. Causas de éxito | 45 |
| Gráfico XXIII. Necesidades del sector..... | 46 |
| Gráfico XXIV. Tabla de inversiones/desinversiones y proyectos equivalentes | 60 |
| Gráfico XXV. Porcentaje de inversión según la fase de desarrollo..... | 61 |
| Gráfico XXVI. Crecimiento medio del empleo en Europa y Estados Unidos..... | 63 |
| Gráfico XXVII. Flujo de operaciones por sector Fondo I | 65 |

1. RESUMEN

El acceso a la financiación es uno de los factores más importantes y que pueden suponer un mayor obstáculo para los emprendedores, situación agravada actualmente por la crisis crediticia. Este trabajo se centra en explicar de forma detallada las principales alternativas de financiación para emprendedores y pymes, entre las que encontramos los *business angels*, el *crowdfunding* y el capital riesgo. Mediante su descripción y explicación detallada se pretende conseguir una reducción de la dependencia existente en España al crédito bancario. En el trabajo se explica la importancia de la figura del emprendedor en la economía, se desarrollan las alternativas de financiación y se resumen sus ventajas y desventajas para que a la hora de buscar financiación el empresario entienda las limitaciones y oportunidades de cada método.

Keywords: financiación, emprendimiento, *business angels*, *crowdfunding*, capital riesgo.

Abstract

One of the most important factors and greater obstacles for entrepreneurs is funding, currently exacerbated because of the credit crisis. That is why this paper focuses on explaining in detail the most important funding alternatives, among which we find business angels, venture capital and crowdfunding. Describing and explaining the main alternatives we expect to achieve a decrease in the dependence on the bank credit in Spain. The document explains the importance of the entrepreneur in the economy, develops the alternatives and summarizes the advantages and disadvantages, so when an entrepreneur looks for funding he could understand the constraints and opportunities of each method.

Keywords: funding, entrepreneurship, *business angels*, *crowdfunding*, venture capital, private equity.

2. Introducción

2.1 Estado de la cuestión

Las pequeñas y medianas empresas son la base del tejido productivo en la economía española y en Europa, y son de gran importancia en cuanto a la creación de empleo, innovación y competitividad. España es un país con una visión positiva hacia los emprendedores, sin embargo pocos se deciden comenzar su propio proyecto, por lo que el fomento del espíritu emprendedor debe ser una prioridad.

Uno de los obstáculos principales que los emprendedores se encuentran a la hora de llevar a cabo sus proyectos es la financiación. España, y en general Europa, tiene una importante dependencia de la financiación bancaria, sin embargo este tipo de financiación no es la adecuada para las pymes ya que exigen estrictas garantías y pagos periódicos que no pueden cumplir.

Además, esta situación se ha visto agravada con la crisis financiera mundial, la cual ha desembocado en una reducción del crédito a todos los niveles. De esta forma es necesario reducir la dependencia bancaria existente y que los empresarios utilicen otras fuentes de financiación alternativa.

Así han ido poco a poco cobrando cada vez más importancia otras alternativas como el capital riesgo, los *business angels* y el *crowdfunding*. Estas fuentes de financiación proporcionan suministro de crédito de las pymes, impulsando la innovación y la creación de empleo entre otros.

Algunas de estas alternativas, como el capital riesgo y los *business angels*, han existido desde hace tiempo, mientras que la evolución de las tecnologías y la globalización han dado paso a otras alternativas “nuevas” como el *crowdfunding*.

En economías como Estados Unidos, Europa y otros mercados emergentes ya se observa el desarrollo de estas nuevas alternativas disminuyendo la dependencia hacia el sector bancario.

2.2 Objetivos

Este trabajo pretende explorar y promover las alternativas de financiación como opciones valiosas y viables para así reducir la dependencia bancaria existente en España. Para ello se establecen dos objetivos específicos:

- Realizar una identificación detallada de las principales alternativas de financiación de forma que se elimine la barrera de desconocimiento existente sobre éstas. El trabajo pretende servir de guía para aquellos empresarios que no sepan cómo financiar sus proyectos, presentándoles una introducción general sobre las fuentes de financiación alternativas. Con este objetivo se intenta responder a la pregunta ¿cuáles son las diferentes formas de financiación alternativa?.
- Describir y desarrollar el proceso de financiación con cada alternativa de forma que se puedan identificar unas ventajas y desventajas y finalmente ilustrarlo con un ejemplo real con el fin de que al leer el trabajo el empresario pueda tener una idea más clara de qué financiación utilizar en su proyecto. Se responde con este objetivo a la pregunta ¿qué financiación debo utilizar para mi proyecto?.

2.3 Metodología

En relación a la metodología utilizada para poder alcanzar los objetivos, el trabajo realiza una investigación descriptiva y explicativa de carácter cualitativo.

Se ha llevado a cabo una revisión bibliográfica mediante la cual se han consultado el mayor número posible de documentos tanto de carácter general como de naturaleza más específica. Entre estos documentos se incluyen libros, informes, trabajos y artículos científicos tanto de España como de otros países, tratando de presentar un marco teórico global aunque se intente focalizar de una forma más específica en ejemplos y datos de España. En segundo lugar se ha contrastado y seleccionado la información obtenida de forma que el contenido sea completo y válido.

La bibliografía utilizada está compuesta por libros académicos, artículos científicos, documentos e informes encontrados en bases de datos como EBSCO y Dialnet, artículos de periódicos, textos legales e información obtenida en paginas web oficiales. A la hora de recopilar material se ha tenido en cuenta la fecha de los documentos, siendo ésta la más actual posible. Un alto porcentaje de las fuentes ha sido elaborado durante los últimos cinco años (2010-2015). Los libros o artículos con una antigüedad mayor a diez años se han consultado al considerarse referencias clásicas en la materia, para adquirir los conceptos teóricos básicos.

La revisión de las fuentes se realizó de forma sistemática con el fin de construir una estructura de elementos comunes para las tres alternativas de financiación mencionadas: *business angels*, *crowdfunding* y capital riesgo. Simultáneamente se iba recopilando información sobre emprendimiento y legislación, tratando de producir una imagen del fenómeno a estudiar lo más completa posible.

Por último, utilizó el material de referencia para buscar y seleccionar los ejemplos reales más pertinentes a la hora de ilustrar cada una de las fuentes de financiación estudiadas.

2.4 Estructura del trabajo

Con la información obtenida se dividió el trabajo en dos grandes bloques que son el marco teórico y los métodos de financiación.

Dentro del marco teórico, que se corresponde con el capítulo 3, encontramos un análisis del emprendimiento, donde se define la figura del emprendedor y qué es emprender, así como los factores que intervienen en esta actividad, el impacto de la globalización, la relación entre el crecimiento económico y el emprendimiento, medidas para potenciarlo y finalmente la situación de los emprendedores en España.

Dentro del marco teórico también se incluye un análisis de la nueva ley de financiación empresarial y una breve referencia a la financiación bancaria.

En el segundo gran bloque, correspondiente al capítulo 4, se incluyen las alternativas a la financiación tradicional que se subdivide en tres grandes partes: los *business angels*, el *crowdfunding* y el capital riesgo, que son el foco principal del análisis de este trabajo. Para cada fuente de financiación se presenta la definición, los agentes que intervienen, el procedimiento utilizado en cada método, datos importantes, un ejemplo real y finalmente las ventajas y desventajas de cada alternativa.

3. Marco teórico

3.1 Emprendimiento

Antes de definir y analizar las diferentes formas de financiación es importante mencionar otros conceptos, como el emprendimiento, la nueva ley de financiación empresarial y la tradicional financiación bancaria, para así comprender mejor su importancia.

En primer lugar analizaremos la figura del empresario junto con las dificultades a las que se enfrenta. En segundo lugar, una breve mención a la evolución del emprendimiento en el tiempo, y por último las leyes aplicadas por el gobierno para impulsar la creación y desarrollo de nuevas empresas.

3.1.1 Definición

De esta forma es importante comenzar haciendo mención a la definición de emprender. La Real Academia de la Lengua lo define como “acometer y comenzar una obra, un negocio, un empeño, especialmente si encierran dificultad o peligro”.

También es importante resaltar la definición de la RAE sobre el significado de emprendedor “que emprende con resolución acciones dificultosas o azarosas”.

La definición de emprendedor apareció definida ya en el año 1732 en el diccionario de autoridades de la RAE. En este diccionario se definía como “persona que emprende y se determina a hacer y ejecutar, con resolución y empeño, alguna operación considerable y ardua”.

Como se puede observar, tanto en la definición de emprendimiento como en la de emprendedor, se ve reflejado que el comienzo de un nuevo proyecto empresarial lleva consigo numerosas dificultades para aquellas personas que deciden llevarlo a cabo. Entre las que incluimos la búsqueda de financiación.

De este modo, analizando las definiciones entendemos que un emprendedor es

aquella persona que identifica una necesidad en el mercado y tiene la idea de cómo satisfacerla de forma rentable. De esta forma, decide iniciar un proyecto en un mercado nuevo o en uno ya existente en el que identifica necesidad.

En caso de ser un mercado ya existente el proyecto se lleva a cabo con el objetivo de mejorar o incrementar el valor de lo que este mercado aporta, de esta forma se produce una innovación en el mercado. Esta innovación puede ser muy diversa, como la tecnología utilizada, técnica o el diseño. Por otro lado, a cambio de arriesgar el capital aportado para la puesta en marcha el emprendedor espera recibir una recompensa. Esta recompensa tendrá el valor añadido de haberla obtenido por cuenta propia de forma independiente y autónoma (Coduras, 2006).

3.1.2 Factores

A la hora de emprender hay que tener en cuenta diferentes aspectos, no solo hay que atender a la innovación y creatividad de la propuesta sino también a la gestión que se lleva a cabo, incluyendo, entre otros, la eficacia, eficiencia y viabilidad del proyecto. Con estos factores se lleva a cabo un *business plan* que será la presentación del proyecto frente a todos los interesados como accionistas, trabajadores clientes y proveedores entre otros (Mariño, 2005). En este se van planteando diferentes aspectos como el producto, la financiación, marketing, competencia, localización o costes. Además el empresario debe prestar atención a los factores externos, aquellos que el propio emprendedor no puede modificar, como son la sociedad en la que se dispone a abrir el proyecto, la situación económica del momento, el sistema legal, el régimen fiscal y la tecnología disponible en el mercado entre otros. El emprendedor debe conocer estos factores para tenerlos controlados y adaptarse a ellos.

3.1.3 Globalización

Durante los últimos años el emprendimiento se ha visto impulsado por la liberalización de los mercados, la globalización y las nuevas tecnologías. Además, la aparición de la compra/venta por internet ha hecho posible la ampliación

geográfica hasta un mercado global. Por otro lado, esta globalización también ha impactado negativamente ya que ha derivado en un aumento de la competencia (Pérez, et al 2009).

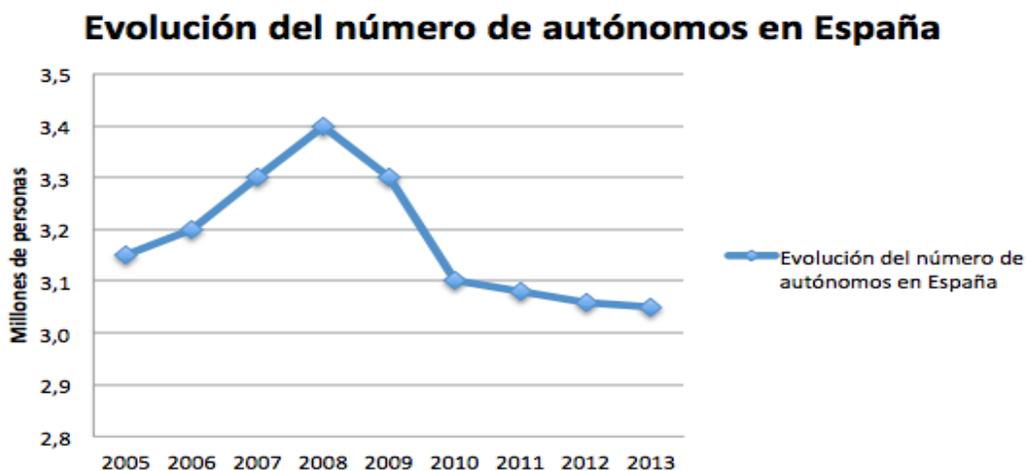
3.1.4 Desarrollo Económico

Actualmente no se ha demostrado la relación entre el emprendimiento y el desarrollo económico ya que no está clara la causalidad entre ellos. Esto quiere decir que el desarrollo económico favorece al emprendimiento pero también el emprendimiento favorece el desarrollo económico. En las siguientes graficas se observa la tendencia del PIB y del numero de autónomos en España.



Elaboración: Adaptado de Finacial Red (2013)

Fuente: Instituto nacional de estadística



Elaboración: Adaptado de Programa del emprendimiento en España: Autoempleo e inclusión social.

Disponible en: <http://es.slideshare.net/josealbertocrespo/el-emprendimiento-juvenil-en-espaa-2013pptx> (Acceso: 14 de Marzo de 2015)

Fuente: Datos facilitados por la seguridad social

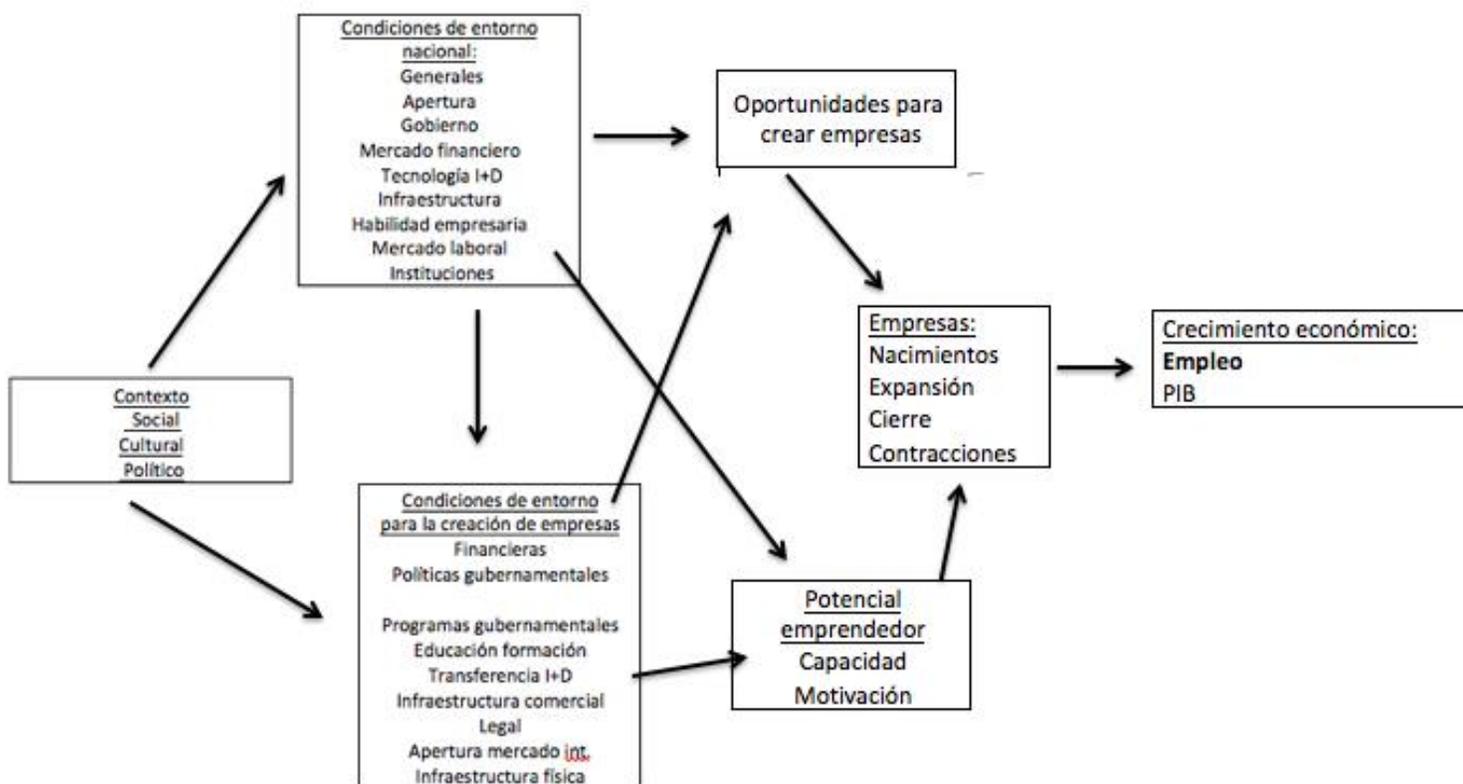
Según explica María Minniti, profesora de la escuela de negocios Whitman, en su artículo El emprendimiento y el crecimiento económico de las naciones (2012), aunque se puede observar una relación entre ambas, no se puede asignar una causalidad específica. El buen ambiente económico propicia el emprendimiento, a la vez que este fomenta el desarrollo económico. Minniti señala que se puede distinguir una relación en forma de U invertida, distinguiendo tres situaciones:

- Renta per cápita es baja. El emprendimiento aumenta. Debido a la escasez de empleo un mayor número deciden emprender por necesidad. En esta situación la creación de nuevas empresas proporciona nuevos empleos y la aparición de nuevos mercados, contribuyendo al aumento del PIB.
- Renta per cápita media. En esta situación el emprendimiento se contrae. Las grandes empresas satisfacen la demanda laboral, ya que estas disponen de nuevas tecnologías y de economías de escala. De esta forma, no existe esa necesidad de emprender ya que es más fácil encontrar empleo. En esta situación las grandes compañías contribuyen mayoritariamente a el crecimiento económico del país.
- Renta per cápita alta. El emprendimiento vuelve a aumentar. Al aumentar la renta aumenta el número de personas con los medios necesarios para emprender. Además de disponer de un ambiente económico favorable. En este caso no se lleva a cabo por necesidad sino por oportunidad.

Sin embargo, es importante mencionar que esta situación no se da en todas las culturas ya que existen países en los que el emprendimiento no está bien valorado. En estas situaciones sería típico el emprendimiento por necesidad pero no sería frecuente el emprendimiento por oportunidad. Un ejemplo de esta cultura sería en América del sur países como Chile, México, Perú o Colombia. El presidente de la república de Chile, Sebastián Piñera, afirma que “La innovación y el emprendimiento tienen enemigos muy poderosos. Es cierto que muchas veces existe una cultura anti-innovación y anti-emprendimiento” (Barja, 2013).

En el siguiente gráfico obtenido del *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), proyecto internacional dedicado a la investigación del emprendimiento y los factores que influyen en éste, se puede observar cómo se relacionan el emprendimiento con el crecimiento económico y el empleo.

Relación emprendimiento-crecimiento económico



Elaboración: Adaptada del GEM

Fuente: GEM

Según el director general de empresa e industria de la comisión europea, Daniel Calleja Crespo (2013), “las nuevas empresas además de ser la principal vía de incorporación de nuevos productos y tecnologías al mercado son responsables de la creación de más de cuatro millones de nuevos puestos de trabajo.”

3.1.5 Potenciar el emprendimiento

Los diferentes sistemas políticos y administrativos intentan, a través de diversas iniciativas, favorecer el emprendimiento.

Según el modelo planteado por Galindo et al (2012), para aumentar la tasa de emprendimiento es necesario que se den ciertas circunstancias socioeconómicas como son la cultura, evolución del país o la educación.

Sin embargo, en el análisis de los obstáculos más pronunciados que los emprendedores se encuentran a la hora de emprender realizado por el GEM, se encuentran la financiación, las políticas y la educación.



Elaboración: Adaptado GEM

Fuente: GEM

Según Pérez et al (2009) explica en la guía para jóvenes sobre el emprendimiento económico y social en España, existen dos tipos de medidas para llevar a cabo ese impulso del emprendimiento. Estas son medidas *Pull* o medidas *Push*

❖ Medidas Pull

El objetivo de este tipo de medidas es disminuir las trabas que se encuentran los emprendedores, creando un ambiente favorable en los ámbitos económico, jurídico y tecnológico de forma que sea más fácil llevar a cabo nuevos proyectos, el libre comercio y la creación de asociaciones y uniones de empresarios. Entre estas encontramos la ley de financiación empresarial que comentaremos más adelante.

❖ Medidas Push

Por otro lado, mediante las medidas tipo *push* se intenta incrementar y motivar el espíritu emprendedor en las personas. Este tipo de medidas se enfocan a aspectos como la educación y la cultura.

Para fomentar el espíritu emprendedor a través de la educación se pretende estimular en las escuelas en todas las etapas de la educación, desde primaria hasta la formación profesional o universidad. También se intentan mejorar las cualidades y aptitudes de los futuros empresarios de forma que adquieran los conocimientos tanto técnicos como comerciales y de esta forma sea más deseada la labor de emprender contando con la formación necesaria. Existen numerosos programas educativos como la orientación profesional o la formación empresarial. (Pérez, et al 2009).

Entre otros encontramos los programas de “Erasmus para emprendedores” que se desarrolla a nivel europeo o “Iniciativa emprendedora” en España. Este último programa se encuentran ya en su tercera edición y es promovido por los ministros de Educación, Cultura y Deporte e Industria, Energía y Turismo. Esta iniciativa esta compuesta por 70 cursos y se ofrecen a más de 2500 estudiantes. Llegando así a 6.000 jóvenes de 45 universidades en 14 comunidades autónomas.¹

¹ “Educación e Industria lanzan un programa para impulsar el emprendimiento juvenil”, 19 de febrero de 2015. *El confidencial*. Disponible en: http://www.elconfidencial.com/espana/2015-02-19/educacion-e-industria-lanzan-un-programa-para-impulsar-el-emprendimiento-juvenil_714311/ (Acceso: 12 de marzo de 2015)

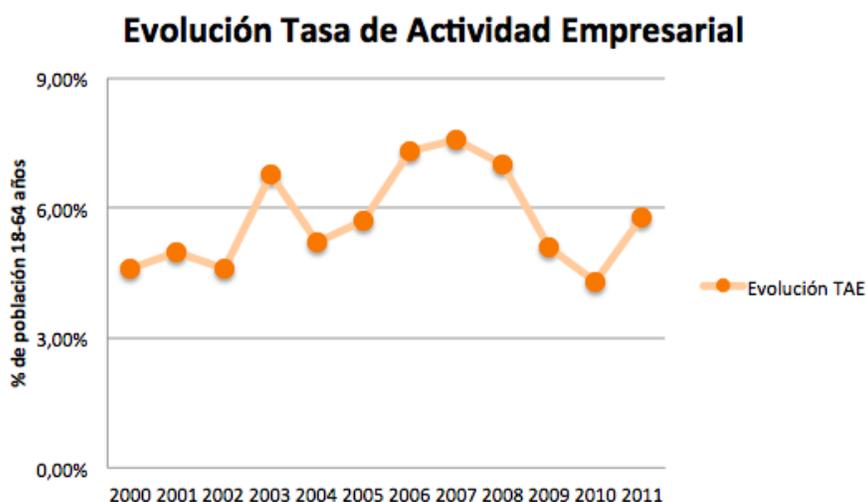
3.1.6 España y el emprendimiento

En este apartado se exponen algunos datos relevantes sobre el emprendimiento en España.

El perfil del trabajador español tiene aversión al riesgo. Aunque los españoles piensan (8 de cada 10) que el emprendimiento impulsa el crecimiento económico, prefieren la estabilidad de un trabajo seguro y una renta fija. Además, aquellos que deciden emprender lo realizan por necesidad más que por haber encontrado una buena oportunidad en el mercado (Pérez, et al 2009).

El 99% de empresas son micro o pequeñas empresas, estas tienen un número medio de cinco trabajadores. Por otro lado, el número de medianas y grandes empresas suman un total de 30.768 empresas, ó el 0,9%. Éstas cuentan con 50 o más trabajadores (Pérez, et al 2009). Sin embargo, son las pequeñas y medianas empresas son las principales creadoras de empleo del país (Ley de financiación empresarial, 2014).

Por otro lado, según la Tasa de Actividad Emprendedora (TAE) o *Total Early-Stage Entrepreneurial Activity*, estudio realizado por el GEM que se encarga de medir el porcentaje de personas de entre 18 y 64 años que llevan a cabo un proyecto empresarial durante los últimos tres años y medio, se ha producido un aumento de emprendimiento del 4,3% al 5,8% de 2010 a 2011. Ésta es una cifra positiva ya que tras la crisis el emprendimiento cayó del 7,6% al 4,3% y tras tres años es la primera vez que la tasa aumenta.



Elaboración: Adaptación de la fundación académica europea de Yuste

Fuente: Fundación académica europea de Yuste

Según el ministro de educación Wert , ha señalado "tan solo el 10% de los jóvenes con titulación universitaria trabajan por cuenta propia cuatro años después de salir de la carrera" y que de estos "solo una pequeña parte son emprendedores tal como se entiende habitualmente".²

En conclusión todo indica que el emprendimiento en España se está intentando potenciar con todo tipo de medidas y esto se está viendo reflejado en la tasa de emprendimiento.

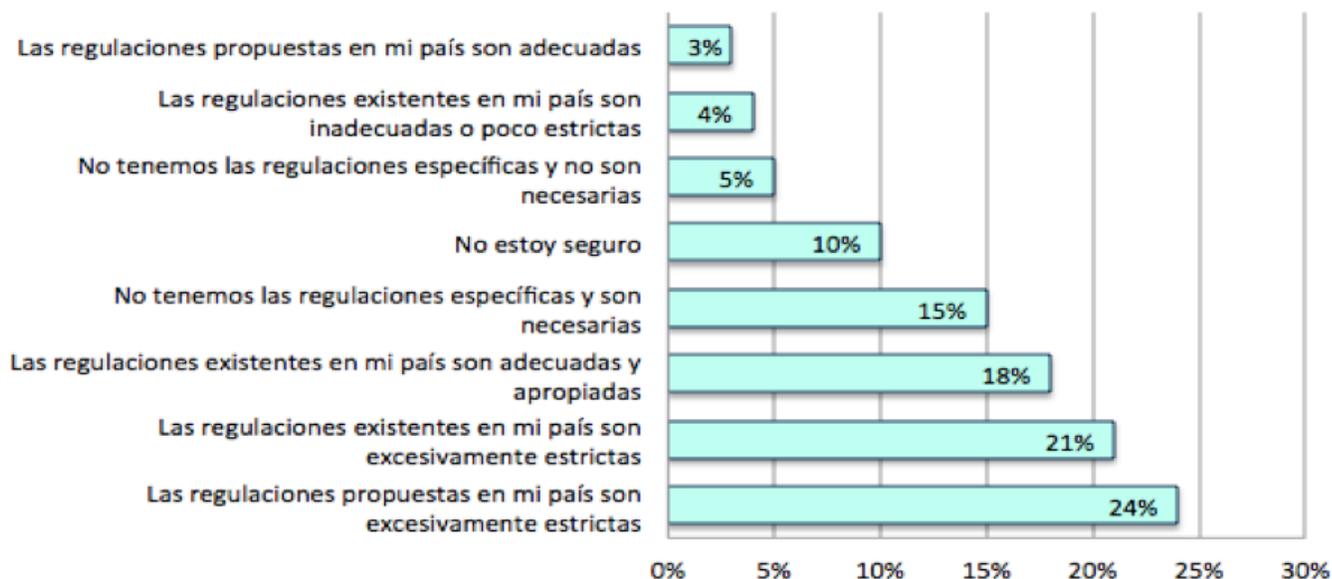
² "Educación e Industria lanzan un programa para impulsar el emprendimiento juvenil", op.cit., 19 de febrero de 2015, pág. 11.

3.2 Nueva Ley de financiación empresarial

Como se ha comentado anteriormente, los sistemas políticos y económicos toman medidas para intentar disminuir los obstáculos de forma que favorezcan al emprendimiento. Este tipo de medidas son las llamadas medidas *pull* entre las que encontramos la nueva Ley de financiación empresarial que analizaremos a continuación.

Un dato interesante sobre las regulaciones y la evolución de la financiación es que el 45% de los participantes en medidas de financiación alternativa en Europa creen que las regulaciones existentes o propuestas en su país son excesivas o demasiado estrictas. Además el 15% creen que no existen medidas adecuadas o apropiadas.

Perspectiva de las regulaciones en Europa



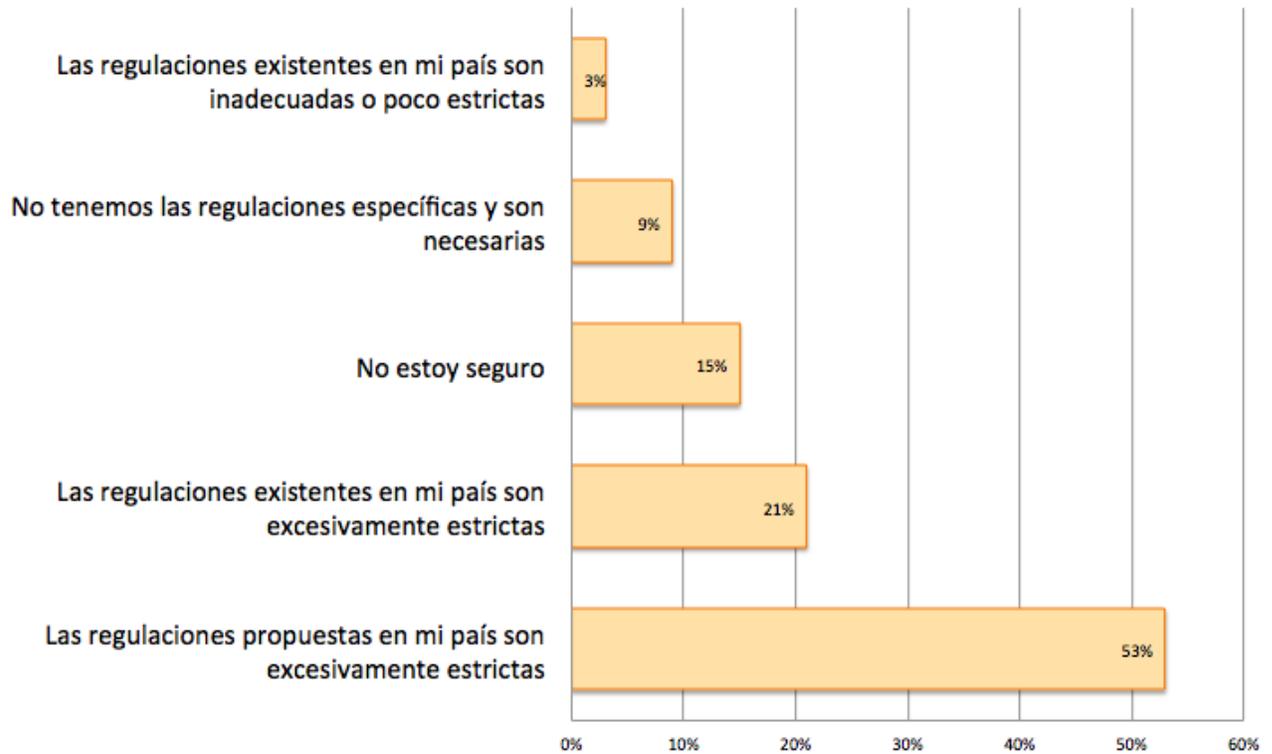
Elaboración: Adaptada informe *Moving Mainstream: The European Alternative*

Finance Benchmarking Report

Fuente: Cambridge y EY

En España estas opiniones son aún más críticas, siendo un 74% los que creen que las regulaciones existentes o propuestas son excesivas o demasiado estrictas (Wardrop, 2015).

Perspectiva de las regulaciones en España



Elaboración: *Adaptada informe Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*
Fuente: Cambridge y EY

A continuación se realiza un análisis de la exposición de motivos del nuevo proyecto de ley de financiación presentado el pasado Octubre. En este encontramos los principales motivos por los que se decide llevar a cabo la creación de esta nueva ley.

El principal objetivo de esta nueva ley está relacionado con la financiación bancaria. Y es que, como explicaremos más adelante, España y los países Europeos en general tienen una alta dependencia de la financiación bancaria. Es por eso que se ha tomado la decisión de llevar a cabo una serie de medidas para

facilitar el acceso a este tipo de financiación y además hacerla mas flexible. Pero además de esto, se pretende establecer unas bases regulatorias sobre métodos de financiación alternativos para de esta forma incrementar la financiación no bancaria y reducir la dependencia de la misma.

En primer lugar establece dos novedades para mejorar la financiación bancaria en las pymes. La primera, “establece la obligación de las entidades de crédito de notificar a las pymes, por escrito y con antelación suficiente, su decisión de cancelar o reducir significativamente el flujo de financiación que les haya venido concediendo.” Además de “facilitar a la pyme, en un formato estandarizado según los criterios del Banco de España, información sobre su situación financiera e historial de pagos.” Ambas medidas permiten a las pymes contar con el tiempo suficiente para buscar nuevas formas de financiación y evitar la falta de liquidez. De esta forma, se reduce el problema de información.

En segundo lugar, busca desarrollar las bases legales de mecanismos de financiación de forma que las empresas diversifiquen su crédito evitando la dependencia sobre estas entidades en futuras crisis bancarias. Así se reduciría el efecto que tendría en la economía una futura crisis crediticia. Se hace mención a los siguientes mecanismos:

- Así el primer mecanismo es reformar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La reforma lleva como objetivo que algunas empresas no solo tengan la oportunidad de cotizar en mercados secundarios, tras un periodo en un sistema multilateral de negociación, sino que “las empresas cuya evolución en un sistema multilateral de negociación les dota ya de una capitalización significativa, con el equivalente efecto en los mercados, queden automáticamente vinculadas por las exigencias propias de los mercados oficiales” de forma que al cotizar sea más fácil la búsqueda de financiación.
- El segundo mecanismo atañe a la emisión de obligaciones. Mediante ésta se pretende facilitar la financiación a través de la renta fija eliminando el límite de emisión existente para las sociedades anónimas y las sociedades

comanditarias por acciones. Además de permitir la emisión a las sociedades de responsabilidad limitada.

- En tercer lugar establece un marco jurídico para plataformas de financiación conocidas como *crowdfunding*. Este apartado se desarrollará más adelante en el apartado del *crowdfunding*.

Por último reforma las facultades de la CNMV con el objetivo de “reforzar sus competencias supervisoras, en aras del mejor desempeño de su mandato de velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores.” De esta forma pretende actualizar los métodos de supervisión ante una legislación financiera cada vez más detallada y compleja.

3.3 Financiación Bancaria

Aunque este tipo de financiación no entra dentro de nuestro estudio, ya que el objetivo es profundizar en alternativas a la financiación bancaria, se va a hacer una breve mención de esta.

En primer lugar es necesario mencionar que España y en general Europa han tenido siempre una alta dependencia de la financiación bancaria y más aún las pequeñas empresas que no pueden acceder a financiación de los mercados.

Durante los años anteriores a la actual crisis crediticia esta dependencia era muy pronunciada, llegando a ser el crédito bancario tres veces superior al crecimiento económico. Sin embargo, la crisis trajo consigo una importante reducción del crédito que afectó directamente a su coste (Ley de financiación empresarial, 2014).

En el caso de las pymes, los bancos asumen un mayor riesgo financiando a estas empresas, ya que estas representan un mayor riesgo y en el caso de las empresas jóvenes un futuro incierto. Es por ello que, ante la situación de crisis crediticia, esta situación se encrucece aún más debido a la falta de información en los mercados y no poder llevar a cabo una valoración previa a la concesión del crédito, necesaria para que los bancos sepan si pueden soportar el riesgo de la pyme. Durante el 2013 la financiación bancaria disminuyó 232 millones de euros en Europa (Wardrop et al, 2015).

Además hay que añadir que muchos empresarios no pueden permitirse este tipo de financiación. Aunque la deuda bancaria ofrece un coste menor que con cualquier otro tipo de financiación (*angels*, *crowdfunding* o capital riesgo), la financiación bancaria exige a las empresas liquidez suficiente para afrontar los pagos de la deuda y en muchas ocasiones no pueden cumplirlos.

4. Métodos de financiación

En este apartado se va a realizar una revisión de las diferentes fuentes de financiación no bancarias existentes para las pymes. Potenciando estas fuentes de financiación alternativas se ayuda a la diversificación. De esta forma se reduce la dependencia existente hacia la financiación bancaria evitando “vulnerabilidad de nuestra economía a las crisis crediticias” (Ley de financiación empresarial, 2014).

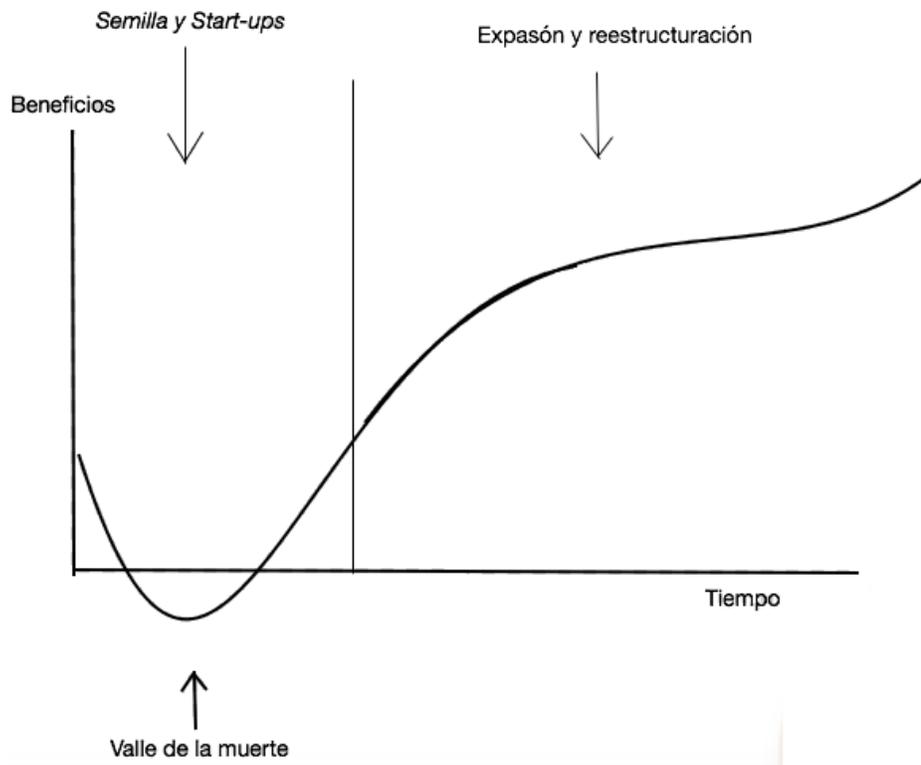
Es necesario analizar las diferentes alternativas de financiación ya que este es uno de los mayores obstáculos a la hora de hacer que un proyecto tenga éxito. Numerosas pymes requieren de grandes sumas de capital ya sea para iniciar un proyecto, reestructuración o expansión y sus promotores no tienen la capacidad económica para llevarlos a cabo. Es por ello que surgen diferentes agentes, grupos o instituciones como son los *business angels*, el capital riesgo o el *crowdfunding*. La finalidad de estos agentes es aportar su capital o gestionar el capital de otras personas para invertirlo en un proyecto a cambio de una contraprestación.

Las empresas target de estas fuentes de financiación son pequeñas y medianas empresas que presentan un perfil con un alto riesgo. Además, en las empresas de reciente creación la mayoría de su activo es intangible y esperan años consecutivos de flujos negativos con un futuro incierto.

Según web capital riesgo³, se puede clasificar estas empresas según el momento en el que tienen la necesidad de capital. Para hacer esta clasificación nos basamos en el grado de desarrollo de la empresa. Los cuatro momentos principales son semilla, puesta en marcha, expansión y reestructuración.

³ “Conceptos básicos.” *Web capital riesgo*. Disponible en: <https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L2> (Acceso: 12 marzo 2015)

Clasificación de las empresas según estado de desarrollo



Elaboración: Adaptada de Cardullo (1999)

Fuente: Cardullo (1999)

En primer lugar encontramos los proyectos semilla. En este momento puede que sean meramente ideas que no se han puesto en marcha todavía o que se encuentra en sus primeros pasos. La necesidad de financiación no suele ser muy elevada y suele ir dirigida a diferentes ámbitos como la puesta en marcha, definir el producto o una investigación de mercado entre otros.

En segundo lugar están las empresas de puesta en marcha o *start-ups*. Estas empresas se caracterizan por tener flujos de caja negativos. Además generalmente requieren inyecciones de capital futuras para continuar desarrollándose ya que presentan un alto potencial de crecimiento.

A continuación encontramos las empresas en expansión. Éstas necesitan expandir sus negocios para continuar creciendo. La inversión puede ir dirigida tanto a expandirse hacia nuevos mercados o como para desarrollar un nuevo producto

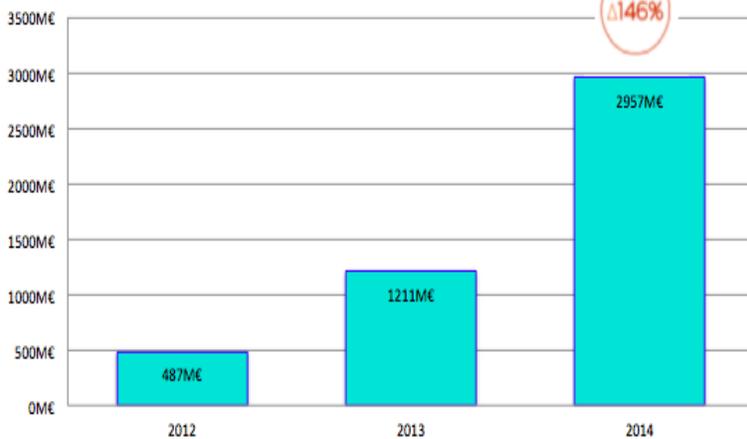
entre otros. El riesgo en estas empresas es menor comparado con las anteriores ya que estas empresas ya tienen una trayectoria, una red de proveedores y unos consumidores leales.

En último lugar se encuentran las empresas que necesitan reestructurarse. Estas empresas presentan características negativas y necesitan algún tipo de reestructuración para poder continuar con el negocio, por lo que necesitan capital.

Antes de comenzar con las diferentes fuentes de financiación alternativa es necesario realizar un breve repaso a la situación actual de estas fuentes en su conjunto para entender la importancia que están cobrando.

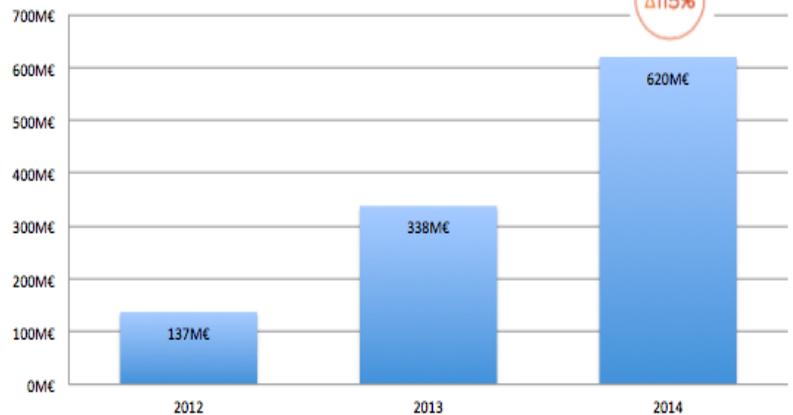
En Febrero de 2015 se llevó a cabo un informe realizado por la Universidad de Cambridge y EY sobre las fuentes alternativas de financiación a nivel europeo. Según este estudio la financiación alternativa creció un 144% en 2014, pasando de 1.211 millones de euros en 2013 a 2.957 millones de euros en 2014.

Financiación alternativa en Europa



Elaboración: *Adaptada informe Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*
Fuente: Cambridge y EY

Financiación alternativa Europa sin Reino Unido



Elaboración: *Adaptada informe Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*
Fuente: Cambridge y EY

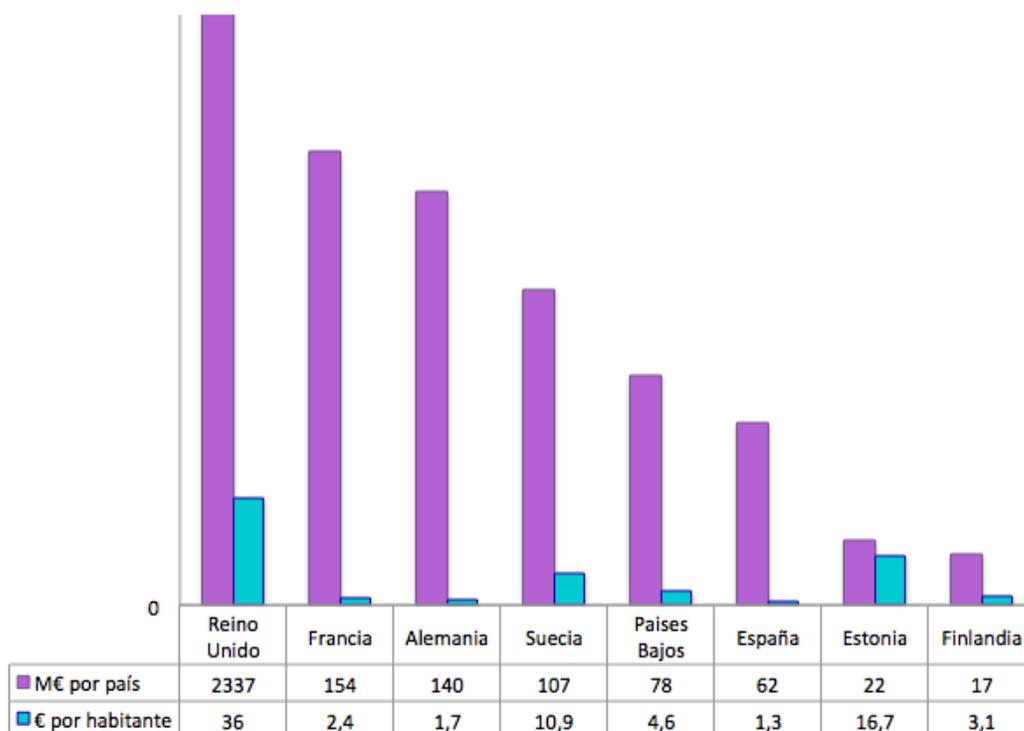
Además se espera que la financiación alternativa crezca en 2015 hasta alcanzar los 7.000 millones de euros.

En España se produjo una evolución del 114%, pasando de 29 millones de euros dedicados a la financiación alternativa en 2013 a 62 millones en 2014.

Estas cifras colocan a España en el sexto país con mayor volumen de financiación alternativa a nivel europeo. Por delante de España se encuentran Reino Unido con 2.337 millones, Francia con 154 millones, Alemania con 140 millones, Suecia con 107 millones y los Países Bajos con 78 millones de euros.

Sin embargo estas cifras varían cuando se comparan con el volumen de habitantes en cada país, dejando a España en una posición muy inferior con 1.3 euros de financiación por persona.

Comparación inversión total con inversión por habitante

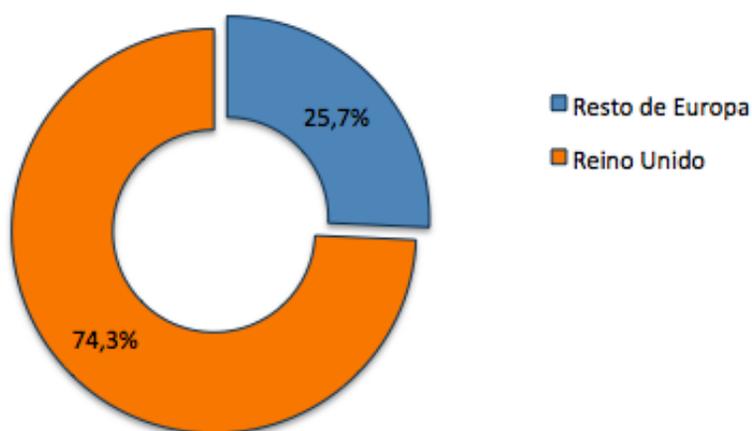


Elaboración: *Adaptada informe Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*

Fuente: Cambridge y EY

Como se puede observar en el siguiente gráfico, Reino Unido lleva a cabo el 74,3% de la financiación alternativa en Europa.

Porcentaje de financiación alternativa



Elaboración: *Adaptada informe Moving Mainstream: The European Alternative*

Finance Benchmarking Report

Fuente: Cambridge y EY

Este país ha desarrollado instrumentos de financiación sofisticados y plataformas de financiación online muy avanzadas. Además cuenta con el apoyo del gobierno y un nuevo régimen regulatorio.

Gracias a estas fuentes de financiación alternativa en 2014 se financiaron 5801 empresas en Europa, lo que supone un incremento del 133% en comparación con 2013. En total se financiaron 9743 pymes en el periodo 2012 – 2014.

A la luz de estos datos se puede afirmar que la financiación alternativa poco a poco va cobrando fuerza; aunque no de igual forma en todos los países europeos. En España concretamente estas medidas alternativas como el *crowdfunding* son poco conocidas y utilizadas.

4.1 *Business angels*

En primer lugar se va a realizar un análisis completo de la figura de los *business angels*. Este análisis explica la definición, evolución, metodología, agentes, ley existente y pros y contras de este método de financiación. Por último se analiza un caso real de financiación a través de los *business angels*.

4.1.1 ¿Qué es?

Como ya hemos venido comentando, los *business angels* constituyen un método de financiación empresarial no bancaria. El nombre es originario del siglo XX de los empresarios que invertían su dinero en las obras de teatro de Broadway. En España se han aceptado diversas traducciones del nombre como ángeles de los negocios, inversores privados, inversores informales, inversores ángel, inversores particulares, inversores de proximidad o inversores providenciales.⁴

En primer lugar, es importante conocer el concepto de los llamados *business angels* o ángeles de negocios.

Según AEBAN (Asociación Española de *Business Angels*), “Un *business angel* es 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”.⁴

Estos inversores invierten su propio dinero buscando algún tipo de recompensa. Éstos no siempre buscan como único fin la recompensa monetaria sino que en algunas ocasiones tienen otras motivaciones adicionales como participar en nuevos negocios, devolver a la sociedad parte de lo que han recibido o por diversión (Fernández, 2012).

La inversión suele tener un rango de entre 25.000 € a 250.000 €.⁵

⁴ “*Business angels*”. AEBAN Disponible en: <http://www.aeban.es/sector> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

⁵ “*Business angels*”. Orkesta. Disponible en: <http://www.orkestra.deusto.es/bacrecermas/es/business-angels/> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Los inversores en este tipo de financiación, en ocasiones, como ya se ha comentado anteriormente, no solo aportan valor económico sino que además suelen estar presentes en el desarrollo. Ayudan a la implantación del *business plan* y además aportan su red de contactos y experiencia para que éste se lleve a cabo de manera más eficiente.

Este tipo de financiación, aunque puede realizarse en cualquier etapa, suele llevarse a cabo en proyectos que se encuentran en las primeras fases del ciclo de las empresas.

Sin embargo, durante estos últimos años están tomando una postura más avanzada financiando proyectos en etapas más evolucionadas (Gracia, 2014).

Las inversiones en estas etapas tempranas se caracterizan por ser más arriesgadas y por presentar poca liquidez a corto plazo. Por esta falta de garantías y la incapacidad por parte de los empresarios de cubrir los plazos establecidos por las entidades financieras, la financiación bancaria es la menos adecuada en estas ocasiones. Por otro lado, el capital que necesitan las empresas en estas etapas no es tan elevado como para poder ser financiado por las sociedades de capital riesgo. Por ello es el target perfecto para los *business angels*.⁶

4.1.2 Agentes

Dentro de los *business angels* podemos identificar tres agentes que intervienen, estos son los *business angels*, las redes de *business angels* y las empresas.

- *Business angels*. Como se ha definido en el apartado anterior, son los inversores, los que aportan el capital necesario y en ocasiones su experiencia.

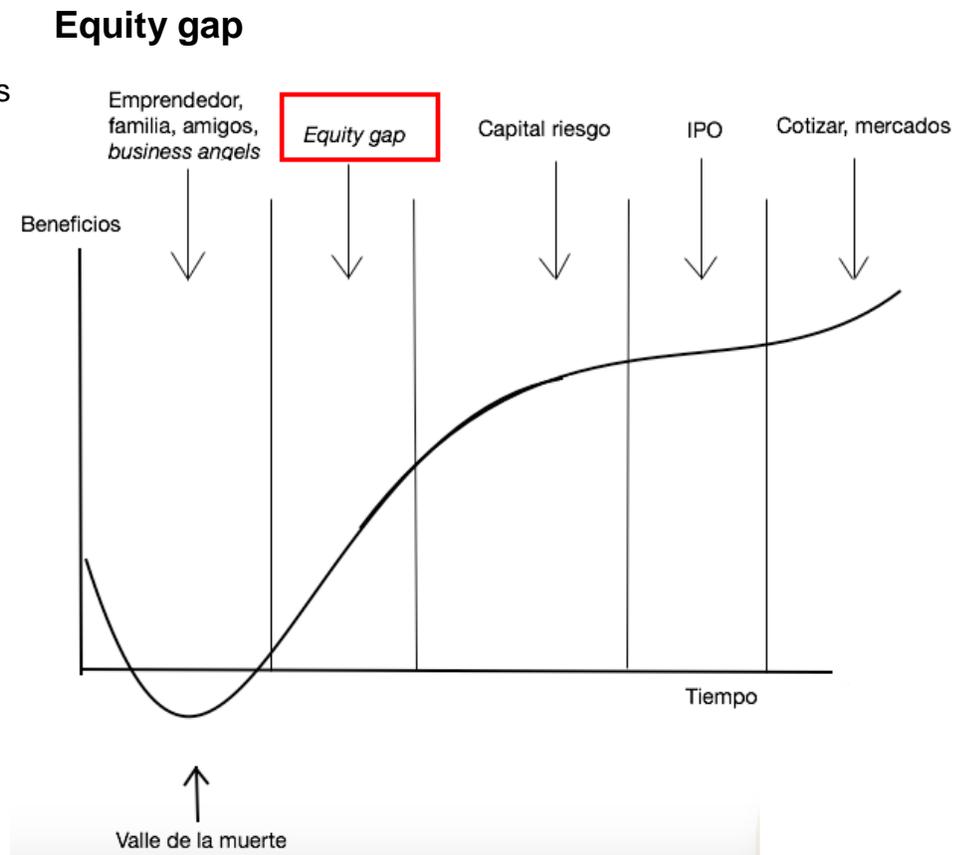
Estos solían estar compuestos por una sola persona que realizaba una aportación con su capital personal. Sin embargo, alrededor de la mitad de los años 90 estos ángeles comenzaron a formar grupos para poder evaluar

⁶ “*Business angels*”. Op.cit. pág. 19

e investigar los proyectos en los que invertir de forma conjunta. (Kerr et al, 2011)

Según Kerr et al en su artículo *The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings*, estos grupos de inversores tienen algunas ventajas sobre los ángeles individuales. Entre otras, las aportaciones pueden ser conjuntas formando una aportación mayor que si se hiciesen de forma individual. Estas aportaciones cubrían en ocasiones el *gap* existente entre los ángeles individuales y el capital riesgo. Por *equity gap* se entiende el periodo de desarrollo de una empresa en el que sus necesidades de

financiación son mayores que las que los *business angels* pueden proveer pero a la vez son más pequeñas que el objetivo del capital riesgo. Es en este momento en el que se produce el llamado *equity gap*.⁷



Elaboración: Adaptada de Cardullo (1999)

Fuente: Cardullo (1999)

⁷ "Equity finance, the equity gap" *NI business info*. Disponible en: <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/equity-gap> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

- Redes de *business angels*. Estas ponen en contacto a los *business angels* con las empresas teniendo en cuenta las áreas de experiencia e interés de los ángeles.
Algunos ejemplos son *Big Ban angels* o *Seed & Click Angel Network*.
- Empresas. Son los agentes que presentan una falta de liquidez y tienen una necesidad de capital. Son los receptores del dinero de los *business angels*.

4.1.3 Metodología

En este apartado se explicará el proceso que siguen los ángeles desde el contacto con las empresas hasta la devolución de la inversión.

Como hemos comentado antes, en la actualidad los *business angels* cada vez están más organizados en grupos. Estos se juntan mediante tipos de negocios u objetivos afines. De esta forma, pueden evaluar e investigar los proyectos en los que invertir de forma conjunta.

Por otro lado encontramos las redes de ángeles o “*networks of angels*”. Estos intermediarios son los que ponen en contacto a los ángeles con las empresas necesitadas de capital.

Tras ponerse en contacto los ángeles realizan reuniones periódicas (normalmente una vez al mes). En estas reuniones diferentes emprendedores explican su *business plan* o proyecto. Estas presentaciones serán decisivas para la decisión de inversión por parte de los ángeles, por lo que son muy importantes para los empresarios.

Tras una detallada presentación los inversores deliberan durante un periodo que varía según las investigaciones que necesitan realizar sobre los proyectos. Estos estudian las diferentes propuestas y llevan a cabo un trabajo de investigación y elaboran *due diligence* de las propuestas. Una vez realizados estos procedimientos previos, éstos deciden en que proyecto van a invertir (si decidiesen invertir en alguno) y la cuantía. En ocasiones la decisión de inversión se lleva a cabo mediante votación formal (Kerr, 2011).

Estos aportan dinero a cambio de una participación en la empresa, con la que esperan obtener plusvalías en un futuro de 3 a 7 años. Sin embargo, la inversión no siempre se realiza a cambio de una recompensa meramente económica (Fernández, 2012).

Una vez invertido en un proyecto, los *business angels* en muchas ocasiones aportan su experiencia y contactos en el negocio. Realizan operaciones de control, servicios que añaden valor y proporcionan consejo entre otros.

4.1.4 Facts

En este apartado se reflejan algunos datos arrojados de la inversión mediante *business angels*.

Un primer dato a analizar es que aquellas empresas en las que los *business angels* deciden invertir suelen tener asegurado una continuación del negocio de por lo menos cuatro años más y un aumento en el número de trabajadores (Chemmanur et al 2014).

Esto es debido, en parte, a la imagen que la inversión por parte de los ángeles proyecta sobre futuros inversores. La inversión de éstos no solo les proporciona capital para continuar expandiéndose sino que ayuda a emitir una imagen positiva del negocio.

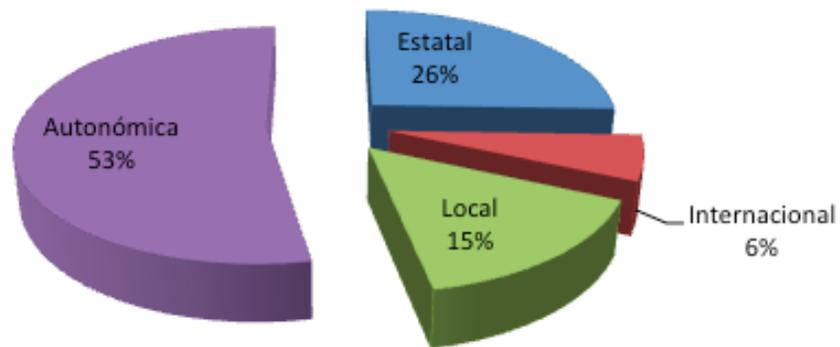
Otro dato a analizar sería el volumen de inversiones llevado a cabo por este colectivo. En Estados Unidos llevaron a cabo una inversión total de 26,000 millones de dólares invirtiendo en un total del 57,120 empresas en 2007. Sin embargo, en Europa esta cifra es diez veces menor.⁸

Colomer et al (2008) nos aportan numerosos datos sobre las redes de ángeles en el documento llamado “Naturaleza de las redes de *business angels* existentes en España y principales características de los agentes del mercado.” Como se puede observar en el siguiente gráfico, las redes de ángeles en España están centradas

⁸ “*Business angels*”. Op.cit. pág. 19

principalmente en el área autonómica con un 52% de sus inversiones, seguidas por el 25% estatal, 15% local y 8% internacional.

Cobertura geográfica de las redes españolas (2008)

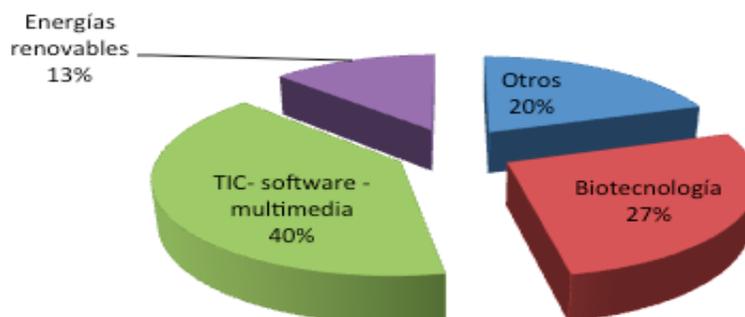


Elaboración: Adaptada de Colomer et al (2008)

Fuente: Colomer et al (2008)

Además estas inversiones se hacen principalmente en el sector de la tecnología (TIC, *software*, multimedia) con un total del 40%, seguido por la biotecnología con un 27%.

Sectores económicos con mayor grado de inversión (2008)

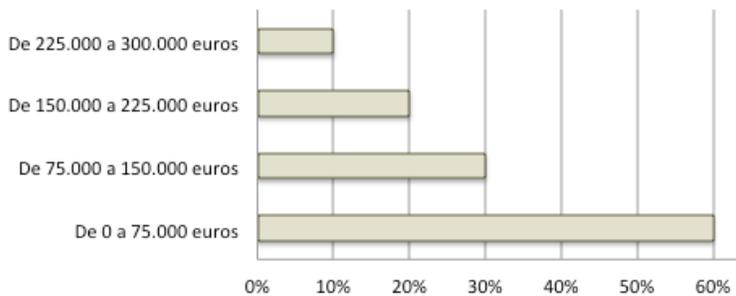


Elaboración: Adaptada de Colomer et al (2008)

Fuente: Colomer et al (2008)

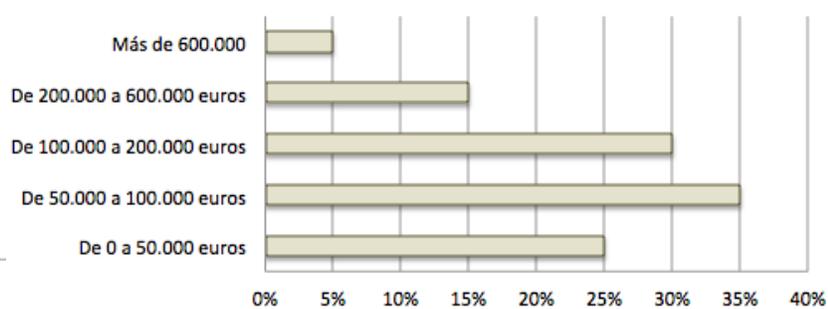
Por último, en el informe de Colomer et al (2008) se puede encontrar una comparativa de la cuantía de la que disponen las redes de ángeles españolas y las europeas. Comparando ambas se puede observar que las redes españolas están más concentradas en cuantías de 0 a 75.000€, mientras que las europeas están más repartidas entre los 0 y los 200.000€.

Presupuesto anual de las redes de ángeles españolas (2008)



Elaboración: Adaptada de Colomer et al (2008)
Fuente: Colomer et al (2008)

Presupuesto anual de las redes de ángeles europeas (2008)



Elaboración: Adaptada de Colomer et al (2008)
Fuente: Colomer et al (2008)

4.1.5 Ejemplo

A continuación se analizará un caso real en el que un *business angel*, en este caso Luis Martín Cabiedes, financia un proyecto, que será Privalia.

4.1.5.1 Luis Martín Cabiedes

Luis Martín Cabiedes es uno de los *business angels* más activos en España. En 2009 había financiado más de 22 empresas entre las que se encontraban Olé, que más tarde dio lugar a Terra, y Myalert (Calatraba, 2009). Su filosofía de inversión se basa en "Nuestro modelo de inversión consiste en invertir poco en muchas *start-ups* y mucho en pocas". Esto lo explica de forma que "Lo que invertimos en primera ronda es lo que estamos dispuestos a perder, diversificado entre 30 y 40 compañías y supone hasta un tercio del capital. Guardamos dos tercios para las rondas de acompañamiento en aquellos

proyectos que crecen mucho y van muy bien. Se resume, en palabras llanas en poco en muchas y mucho en pocas”.

De esta forma Cabiedes establece unas reglas antes de invertir en una *start-up* "Soy un inversor bastante cartesiano, no soy un visionario. Siempre veo a los proyectos emprendedores como cuentas de pérdidas y ganancias. No solo pienso en lo que van a crecer, sino en lo que van a devolver (...) la caja (dinero líquido disponible) para una *start-up* es su valor más importante. Todo lo que implique protegerla al contratar es muy importante." (Lapetra, 2012).

El 1 de enero de 2009 Cabiedes fundó Cabiedes & Partners. Ésta se define como una entidad de *venture capital* que financia a empresas en todas las fases de desarrollo. A partir de este momento deja de ser un *business angel* para formar una entidad de capital riesgo. Mediante esta entidad han realizado 51 inversiones a 37 compañías entre las que se encuentran BlaBlaCar y FancyBox.⁹ Según Cabiedes, “Seguimos unos criterios de inversión profesional. Nos equiparamos al capital riesgo en términos de seriedad, transparencia y buenas prácticas” (Calabraba, 2009).

4.1.5.2 Privalia

Privalia es una página web privada de *outlet* de moda online. Tal y como indican en su página web, www.privalia.com, ofrecen primeras marcas con descuentos de hasta el 70% y estiman que tienen unos 15 millones de consumidores en todo el mundo.

Privalia fue fundada en 2006 por José Manuel Villanueva y Lucas Carne en Barcelona. En 2012 alcanzó una facturación de 422 millones de euros, un 32% más que en el 2011, sin embargo no fue hasta 2013 cuando la compañía cerró con beneficios por primera vez.

⁹ “Cabiedes & partners” *CrunchBase*. Disponible en: <https://www.crunchbase.com/organization/cabiedes-partners> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

La compañía poco a poco se fue expandiendo de forma internacional a países como Italia en 2007, Brasil en 2008, México en 2010 y en Alemania mediante la adquisición de la exitosa tienda online alemana *Dress for less*. De esta forma da empleo a un total de 900 personas en conjunto de sus cinco oficinas.¹⁰

4.1.5.3 Cabiedes y Privalia

Antes de la creación de la entidad de capital riesgo de Cabiedes éste ya había invertido en Privalia como *business angel*.

Cabiedes comenzó invirtiendo en Privalia desde la primera ronda de financiación de la empresa. Ésta tuvo su primera ronda de financiación en enero de 2007 y por una cuantía de 400.000 euros. Este capital no solo fue aportado por Cabiedes sino que también colaboraron La caixa y Europa press (de la que es dueño Cabiedes). Además los dueños de Privalia invirtieron el mismo importe. De esta forma los empresarios soportan el mismo riesgo que los *business angles* lo que transmite confianza de que harán todo lo posible para seguir adelante.

En noviembre de 2007 Privalia llevó a cabo la segunda ronda de financiación en la que recibió 2.5 millones de euros por parte de los mismos inversores que en la primera ronda, incluyendo a Cabiedes. En 2008 se llevó a cabo una tercera ronda en la que se invirtieron 4 millones entre Cabiedes, Nauta Capital y Europa press. Cabiedes invirtió en esta ronda más de un millón de euros, algo fuera de lo normal para un *business angel*.

Tras esta ronda de financiación se llevó a cabo una cuarta en la que Cabiedes ya no tomó parte. Según su filosofía “creo que un *business angel* debe saber entrar, y salir”. De esta forma dio paso a inversores de capital riesgo en las que se incluían *Insight venture partners*, *Highland capital partners* y *Nauta capital*. Esta cuarta ronda recaudó un total de 8 millones de euros. (Blanco, 2009)

¹⁰ “Privalia” *CrunchBase*. Disponible en: <https://www.crunchbase.com/organization/privalia> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

4.1.6 Ventajas

Teniendo en cuenta todo lo anteriormente mencionado se pueden distinguir una serie de ventajas que poseen los *business angels*. Sin embargo es importante mencionar no se puede comparar las diferentes alternativas entre si de forma radical ya que cada empresa tendrá unas características que encajen mejor con cada una.

En primer lugar una de las ventajas que se observan en los ángeles es su éxito y capacidad de financiación a empresas jóvenes o a pequeñas empresas. En este tipo de empresas la necesidad de financiación no es muy elevada por lo que los inversores pueden invertir cantidades pequeñas en varios proyectos y de esta forma diversificar el riesgo. Así invierten en un mayor número de empresas, aumentando el número de proyectos que obtienen el capital necesario para llevarse a cabo.

Otra ventaja son los beneficios adicionales que las empresas obtienen al financiarse con los *business angels*. Según Kerr et al (2014), las empresas financiadas mediante esta fuente alternativa mejoran los resultados y el desempeño, además de aumentar su probabilidad de supervivencia durante aproximadamente los cuatro años siguientes y aumentar los niveles de empleo. Este fenómeno es debido al valor añadido que aportan los ángeles. Entre otras cosas, aportan contactos, conocimientos sobre el sector, estrategia a seguir, o experiencia, de forma que su aportación no es meramente económica convirtiéndose en ocasiones en mentores de la empresa.

4.1.7 Desventajas

Respecto a los aspectos negativos de los *business angels* encontramos problemas de agencia o costes entre otros.

Una desventaja que se observa en esta alternativa de inversión es su falta de recursos para financiar empresas con altas necesidades de capital. En ocasiones los *business angels* tienen la oportunidad de financiar proyectos de forma conjunta

con el capital riesgo. Sin embargo estas situaciones suelen dar lugar a problemas de agencia, en el que los GPs buscan objetivos diferentes a los ángeles y además en ocasiones los GPs quieren evitar que los ángeles se interpongan en sus esfuerzos de gestionar la empresa (Goldfarb, 2007).

Otra desventaja sería la dificultad de financiación mediante este método. Los *business angels* aportan grandes sumas de su propio capital por lo que solo financian proyectos con una alta calidad. Los empresarios tienen que trabajar muy duro para impresionar a los *business angels* y de esta forma conseguir financiación (Goldfarb, 2007).

Como hemos comentado en el apartado anterior los *business angels*, en ocasiones, participan activamente en el desarrollo del negocio aportando un valor añadido, sin embargo ese valor no siempre es valorado positivamente por los empresarios. En ocasiones el control que ejercen sobre la empresa es excesivo y puede derivar en problemas de agencia, en el que el empresario busca objetivos diferentes de los que intenta implantar el *business angel*.

También es importante el elevado coste de financiación ya que al ser una inversión con alto riesgo los ángeles van a demandar una alta rentabilidad.

Por último mencionar que los *business angels* son una figura más privada en comparación con las entidades de capital riesgo. Es más difícil contactar con ellos y de investigar su experiencia y recorrido anterior.

4.2 Crowdfunding

En este segundo apartado se va a realizar un análisis completo del *crowdfunding*. Al igual que con los *business angels*, se explica la definición, evolución, metodología, agentes, ley existente y pros y contras de este método de financiación. Por último se analiza un caso real de financiación a través del *crowdfunding*.

4.2.1 ¿Qué es?

Se entiende por *crowdfunding* como una “nueva” forma de financiación que se basa en aportaciones económicas de un grupo numeroso de personas para financiar proyectos. Esta actividad se realiza *online* a través de plataformas. De ahí aparece su nombre de *crowd* (multitud) y *funding* (financiación) (Gracia, 2014). *Crowdfunding* puede adoptar diferentes definiciones dependiendo del punto de vista que se quiera estudiar. La definición más general la realiza Jose Ruiz Gutiérrez autor del artículo *Crowdfunding y creative commons* (2010), en el que define el *crowdfunding* como: “método que se basa en compartir la financiación de un proyecto entre todas las personas que deseen apoyarlo. Es decir, en dejar en manos de un colectivo las labores que habitualmente realiza una persona o una entidad. *Crowdfunding* es un llamamiento abierto para ayudar a recaudar fondos para poner en marcha un proyecto, artículo, película, iniciativa, etc.”

Éste es un nuevo motor económico que puede ayudar a fomentar el crecimiento económico y la innovación.

El *crowdfunding* es una alternativa que ha cobrado vida desde la aparición de la era 2.0. ó era de las tecnologías. Las nuevas tecnologías han facilitado el contacto e intercambio de información alrededor del mundo. De esta forma se pone en contacto a aquellos que tienen el capital necesario para prestar y aquellos que necesitan ese capital para poder desarrollar sus proyectos (Gracia, 2014).

Además, las redes sociales son esenciales para la expansión del *crowdfunding*. Entre ellas LinkedIn, Facebook o Twitter. Éstas ayudan a difundir los proyectos y de esta forma llegar a un mayor número de posibles inversores.

Sin embargo, esta técnica ya se utilizó hace años como hizo Extremo Duro en 1989 para poder grabar su disco Transgresivo. El grupo vendió papeletas con valor de 1.000 pesetas a cambio de una copia del disco cuando estuviese grabado además de aparecer en los agradecimientos. Finalmente, llegaron a recaudar 250.000 pesetas (Bustillo, 2014).

Otro ejemplo es la recaudación que llevó a cabo Marillion en 1997. Este grupo realizó una campaña por internet para poder llevar a cabo su gira, éstos llegaron a recaudar \$60.000 (Osuna, 2013).

4.2.2 Agentes

Dentro de esta nueva fuente de financiación encontramos diferentes agentes que intervienen, entre los que se distinguen:

- Promotor. Es la persona o personas que deciden lleva a cabo la idea y la puesta en marcha de un proyecto. Éste decide llevar su financiación a partir de un conjunto de personas y de esta forma crea una campaña online para promocionar su proyecto y de esta forma captar inversión.
Los proyectos pueden ser de todo tipo. En principio el *crowdfunding* estaba potenciado por proyectos relacionados con los sectores del “media”, audiovisuales o tecnológicos, aunque con el tiempo se ha expandido a todo tipo de proyectos como empresas de I+D, *start-ups* o proyectos de entretenimiento (Gracia, 2014).
- Inversores. Es el conjunto de personas que aportan su dinero/experiencia al promotor para que pueda llevar a cabo su proyecto. Estos pueden ser de todo tipo, consumidores, familias, amigos o incluso *business angels* o sociedades de capital.

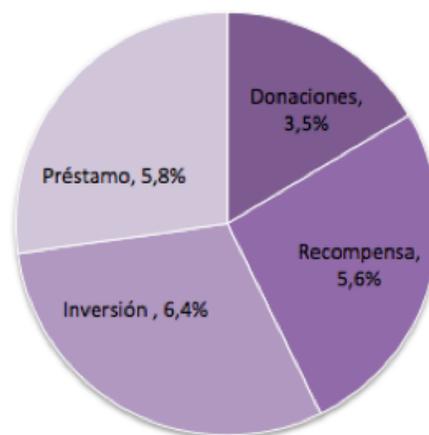
- Plataforma. Éste es el medio a través del cual el promotor se pone en contacto con los inversores, a través del cual el inversor puede recibir información sobre el proyecto y finalmente transferir el dinero aportado.

Las plataformas a su vez pueden dividirse en dos tipos diferentes:

- Plataformas Intermediarias. Este tipo de plataformas se dedican únicamente a actuar como intermediario entre inversores y promotores de todo tipo. Estas plataformas toma el papel de “filtro” entre promotores e inversores. Analizan si los proyectos se publican en la plataforma y en caso afirmativo comienza la búsqueda de inversores. Además este tipo de plataforma tiene un papel más dinámico que proporciona un valor añadido tanto al promotor como al inversor ya que, además de buscar inversores que encajen o puedan estar interesados con cada proyecto, también proporcionan asesoramiento a ambas partes o realizan un seguimiento durante la inversión entre otros.

A cambio del servicio, este tipo de plataformas reciben comisiones que pueden oscilar entre el 1 y el 8% de la financiación obtenida (Gracia, 2014).

Promedio comisiones por tipos de proyectos



Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

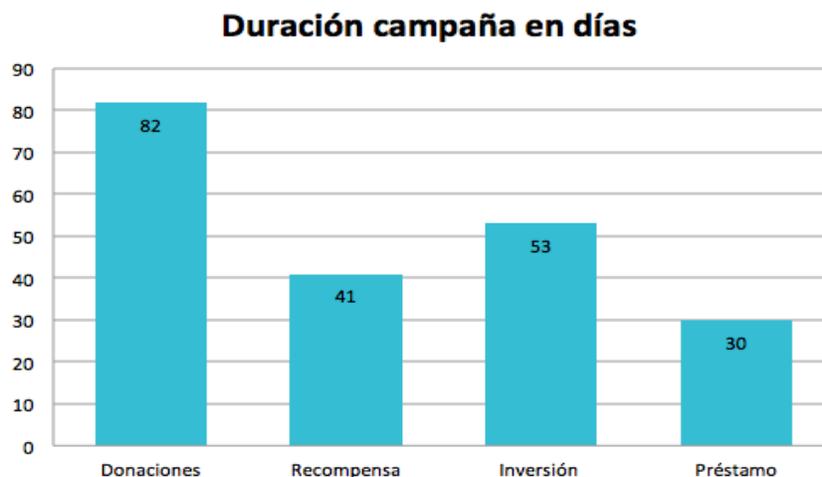
Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Un ejemplo de estas plataformas son *LittleBigMoney*, *Trust My Project* y *I Love Science*

Es importante hacer mención dentro de estas plataformas al concepto banca en la sombra o *shadow banking*. Este concepto hace referencia a la función que cumplen las plataformas en este tipo de financiación, que no es otra que tomar prestado y prestar a cambio de unas comisiones. Esta función es la que, entre otras, llevan a cabo los bancos, la única diferencia es que los inversores saben en qué proyectos se está invirtiendo su dinero (Mustoe, 2014).

- Plataformas *ex-novo*. Por otro lado, este tipo de plataformas se crean exclusivamente para la recaudación de fondos de un proyecto en concreto.

La duración aproximada de las campañas de los proyectos desde que se pone en marcha hasta que se recauda la financiación necesaria suele durar entre 1 y 6 meses (Gracia, 2014). En el siguiente gráfico se puede observar que la duración media varía con el tipo de *crowdfunding*. Las campañas que más suelen durar son las de donaciones con 82 días, seguidas por las de inversión con 53, recompensas con 41 y préstamos 30 (Asociación española de *crowdfunding*, 2014).



Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

El dinero dispuesto permanece en posesión del inversor hasta haber recaudado el total del dinero necesario para llevar a cabo el proyecto. Si finalmente no se consigue la cantidad necesaria el promotor no recibirá los fondos recaudados. De esta forma el dinero no saldrá en ningún momento de los fondos del inversor a no ser que se consiga la totalidad necesaria para llevar a cabo el proyecto.

4.2.3 Tipos de *crowdfunding*

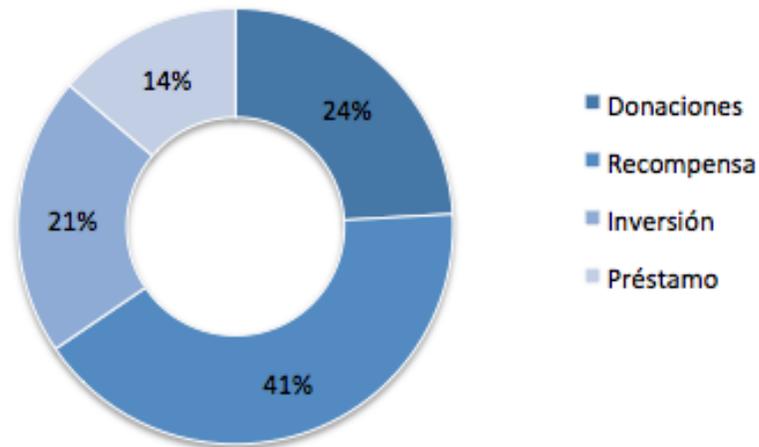
Antes de desglosar los diferentes tipos de *crowdfunding* es necesario distinguirlo del *crowdsourcing*, fenómeno similar y que ambas cuentan con la participación de numerosas personas (*crowd*).

- *Crowdsourcing*. Es una contribución pero no de forma económica. Mediante el *crowdsourcing* se aportan conocimientos sobre el proyecto que se lleva a cabo. Así, un especialista o una persona entendida en el sector puede ayudar al promotor a desarrollar su idea. De esta forma se aportan recursos.
- *Crowdfunding*. Figura que se basa en la contribución económica por parte del inversor. Este tipo de aportación se puede dividir a su vez en cuatro tipos:
 - *Reward crowdfunding* (*crowdfunding* con recompensa). Mediante este tipo el inversor aporta una cantidad económica a cambio de una recompensa material. Esta recompensa suele ser el mismo producto que está financiando pero a un precio especial, menor que al que se pretende comercializar.
Un ejemplo sería aportar una ayuda económica para la grabación de un disco de música y que la recompensa por esa aportación, en vez de devolver la aportación con intereses, sea el disco firmado una vez se haya grabado.

En caso de que el valor del producto sea menor que la aportación realizada, el promotor puede completar su recompensa con productos similares que el propio promotor comercialice. De esta forma el inversor se convierte en un consumidor del promotor.

Este es el tipo de *crowdfunding* más popular en Europa con un total del 50% de participación sobre el total (Gracia, 2014). En España este método es utilizado el 41,4% de las veces, siendo también el más utilizado (Asociación española de *crowdfunding*, 2014).

Tipos de plataformas de *crowdfunding* (2014)



Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

- *Donation crowdfunding*. Este segundo tipo de *crowdfunding* se basa en una donación hacia el promotor pero sin contrapartida, de forma unilateral. Generalmente no se realizan en proyectos empresariales sino que se realiza con el fin de potenciar elementos como el i+D, el desarrollo o la cultura entre otros. Este método es utilizado por el 24,1% de los proyectos en España (Asociación española de *crowdfunding*, 2014).

- *Equity crowdfunding*. Con este tipo de *crowdfunding* el inversor se convierte en accionista de la empresa. De esta forma el inversor recibe una parte de los beneficios que el proyecto genere. Esta parte será proporcional al porcentaje de participación que posea. De esta forma el inversor también asume el riesgo de pérdida si el proyecto fracasa durante su desarrollo o a la hora de comercializarlo. El 20,7% de los proyectos en España se lleva a cabo mediante este método (Asociación española de *crowdfunding*, 2014).
Este método se asemeja a otras fuentes de financiación como el capital riesgo y *business angels*.
- *Debt crowdfunding* o *lending crowdfunding* o P2P. Se basa en el préstamo de dinero hacia el promotor. De esta forma, como cualquier prestamista, el inversor recibirá como contrapartida la cantidad aportada más un interés.
Este tipo de *crowdfunding* es el que tiene una menor participación debido a que está sujeto a un gran riesgo. Este riesgo es el mismo que el *equity crowdfunding* pero con el *equity* tienes la posibilidad de que si la empresa en el futuro es un éxito obtengas plusvalías con las participaciones. Este tipo es utilizado en el 13,8% de los proyectos (Asociación española de *crowdfunding*, 2014).

Por último añadir que existen combinaciones entre los tipos mencionados como el *equity crowdfunding* y el *debt crowdfunding*. Mediante estas combinaciones crean sinergias entre ambos.

4.2.4 Legislación vigente

Como se ha comentado anteriormente, el pasado Octubre se presentó el proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, el cual fue aprobado en el pasado enero. Éste busca, entre otros objetivos, desarrollar las bases legales de mecanismos de financiación alternativa. En esta se hace una mención especial al

crowdfunding ya que hasta ese momento no existía ningún documento que lo regularizase.

Es por ello que en este apartado se va a realizar un análisis de la exposición de motivos relacionada con el *crowdfunding*.

En este proyecto solo regula el *debt crowdfunding* y el *equity crowdfunding*, que son los de componente financiero y que más inseguridad jurídica presentaban hasta el momento, ya que el *donation* y *reward crowdfunding* por su naturaleza no precisan de regulación.

El proyecto regula este sistema mediante un triple enfoque:

“Primero, se establece el régimen jurídico de las entidades denominadas plataformas de financiación participativa. Segundo, se regula y reserva su actividad a las entidades autorizadas (...) Tercero, y finalmente, se clarifican las normas aplicables a los agentes que utilicen este nuevo canal de financiación”

Así obliga a las plataformas a obtener una autorización y a registrarse en la CNMV. Además, se prohíbe el asesoramiento financiero por parte de éstas hacia los inversores. Así se pretende aportar estabilidad y seguridad para los inversores y los promotores.

Aunque la ley prohíbe el asesoramiento financiero, hay que hacer mención a que las plataformas solo publican en sus páginas web aquellos proyectos que ellos consideran. De esta forma ya se está llevando a cabo un cierto asesoramiento por parte de las plataformas para invertir en aquellos proyectos que estas deciden publicar en sus páginas y no en aquellos que descartan.

Continuando con el análisis de la ley, ésta recuerda el riesgo que conllevan las inversiones de *crowdfunding*. Menciona el riesgo de insolvencia por parte del promotor y que la plataforma en ningún momento puede garantizar la viabilidad de un proyecto. La norma intenta minimizar este riesgo estableciendo unos límites en el volumen de financiación de los proyectos y de aportación por parte de los inversores. Además establece la obligación de informar a los inversores de los riesgos que corre y que éste sea consciente de ellos.

Respecto al límite de inversión la ley establece que ésta no podrá ser mayor de 3.000 euros en el mismo proyecto ni mayor de Los 10.000 euros en la misma plataforma en un periodo de doce meses. Además regula que solo podrán invertir aquellas personas físicas que tengan “ingresos anuales superiores a 50.000 euros o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 euros” y aquellas entidades que tengan una cifra igual o mayor a 1 millón de euros, una cifra de negocios anual mayor de 2 millones de euros o un valor de sus recursos propios iguales o mayores que 300.000 euros.

4.2.5 Facts

A continuación se detallan algunas cifras significativas sobre el *crowdfunding*.

En primer lugar, para tener una visión en conjunto, según Chance Barnett en la revista Forbes, en 2013 se recaudó un total de 5.100 millones de dólares mediante el *crowdfunding*, el doble de lo que se recaudó en 2012. En España, según la asociación española del *crowdfunding*, se financiaron en 2013 1,2 millones de proyectos recaudando un total de 19 millones de euros.

En Junio de 2014 la asociación española de *crowdfunding* llevo a cabo un informe en el que se entrevistaron al 65% de las plataformas de *crowdfunding* en España. En este se plasma la situación de estas plataformas en España. Un dato importante que se analiza en el informe es el volumen de financiación llevado a cabo por cada tipo de *crowdfunding*, Como ya hemos comentado anteriormente el tipo de *crowdfunding* más utilizado es el de recompensa, seguido por el de donación, inversión y préstamo en ese orden. Pero estas cifras no son representativas de la recaudación que cada una de ellas lleva a cabo. De esta forma, los proyectos de inversión y deuda recaudan una media de 30.200 euros por proyecto, aportando una media de 3.439 euros por inversor. Por otro lado, los proyectos de donación y recompensa recaudan alrededor de 3.300 euros por proyecto, aportando una media de 40 euros por inversor.

Cantidad solicitada por tipo de proyecto

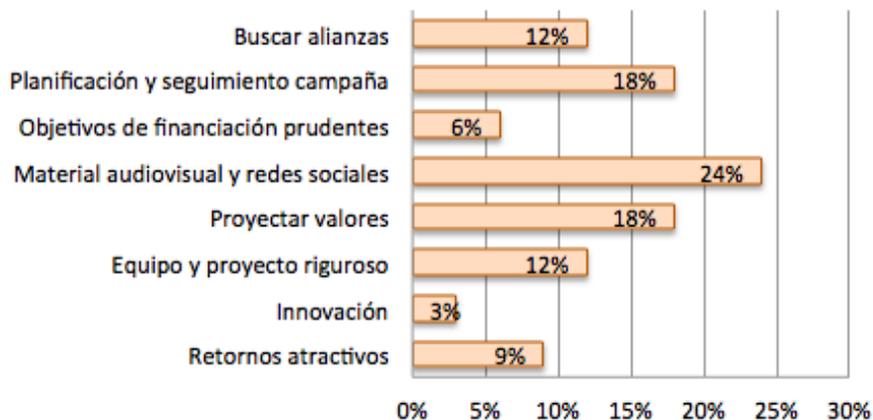


Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Según estas plataformas analizadas, los factores más importantes para recaudar financiación a través de *crowdfunding* son, entre otros, el material audiovisual aportado, la presencia activa en las redes sociales, una planificación previa a la campaña, realizar un seguimiento posterior y unos la presencia de valores como la transparencia, la disciplina, la perseverancia y el esfuerzo.

Causas de éxito

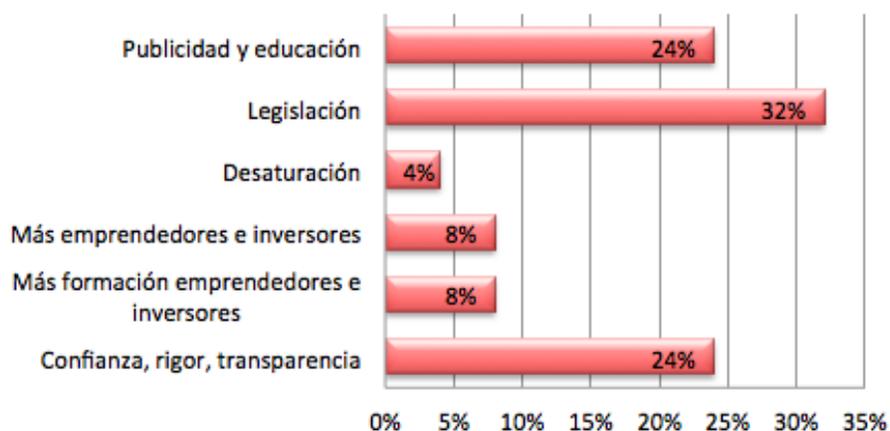


Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Por último, esta encuesta realizada analiza las necesidades del *crowdfunding* para continuar creciendo. El 32% de las plataformas señalan que lo más necesario es una legislación que regule y de seguridad, seguido por el 24% que creen que es necesario transmitir confianza, transparencia y rigor sobre las plataformas a la vez que la educación y la publicidad del *crowdfunding*.

Necesidades del sector



Elaboración: Adaptada del Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

Fuente: Informe de la encuesta realizada por la asociación española de *crowdfunding* (2012)

4.2.6 Ejemplo

A continuación se llevará a cabo el análisis de un proyecto desarrollado mediante *crowdfunding*. En él se estudiará el proceso que se llevo a cabo, la campaña realizada por el promotor, los resultados obtenidos y finalmente las ventajas y desventajas de este método.

4.2.6.1 OUYA

El 10 de julio de 2012 comenzaba la campaña de *crowdfunding* de OUYA. El objetivo de esta campaña era recaudar 950.000 dólares para el desarrollo y creación de una consola para la televisión, la cual se vendería por 99 dólares.

Su creadora Julie Uhrman y el diseñador Yves Behar crearon este proyecto con la idea de volver a la olvidada televisión. Desde hacia ya unos años se veía la importancia que poco a poco iban cobrando dispositivos móviles y ordenadores en este sector. De esta forma con OUYA se quería volver a los juegos en pantalla grande y por un precio muy asequible con lo que ofrecía el producto.

Esta consola permitía a sus consumidores un uso totalmente libre ya que estaba abierto a hackers y cambios de software. Además ofrecía juegos ilimitados ya que era muy sencillo incorporar juegos existentes al sistema de OUYA (Pérez, 2012).

4.2.6.2 Campaña *crowdfunding*

La campaña comenzó el 10 de julio de 2012 mediante la plataforma de *crowdfunding* Kickstarter. Ésta es la mayor plataforma de *crowdfunding* del mundo.

En esta plataforma publicaron un video explicativo sobre todo lo que iba a ofrecer la consola, las expectativas y nos presentaban a los fundadores y a parte del equipo. Además en la misma página incorporaban una explicación detallada del porqué ese proyecto, cómo iba a ser el producto, el diseño, especificaciones y para que se iba a utilizar el dinero recaudado.

La campaña se fijó en una duración de 30 días como límite para recaudar el dinero necesario.

Dentro de la campaña se explicaban las nueve posibilidades de participación:

- \$10 o más. Se ofrecía la reserva de usuario antes del lanzamiento de la consola. Además de recibir actualizaciones periódicas del proyecto. Obtuvieron 1.770 participantes en esta posibilidad.
- \$25 o más. Además de la reserva del usuario y actualizaciones periódicas ofrecía un emblema como fundador que aparecería junto al nombre de usuario. Obtuvieron 1.898 participantes.
- \$95 o más. Además de lo anterior, ofrecían la consola OUYA con el mando. Esta opción se limitó a un total de 1.000 participantes.
- \$99 o más. Ofrecía lo mismo que la anterior. Obtuvieron 33.876 participantes.

- \$140 o más. Con esta opción obtenía todo lo anterior pero la consola era una edición exclusiva y limitada con acabado en metal. Obtuvieron 7.755 participantes.
- \$225 o más. Con esta opción se obtenía todo lo anterior pero la consola venía además con dos mandos en los que se grababa el nombre de usuario, de esta forma la consola era personalizada. Esta opción se limitó a un total de 2.500 participantes.
- \$699 o más. Con esta opción además de lo anterior se ofrecía a los inversores a participar en las primeras etapas de desarrollo de OUYA. Además se ofrecía la ayuda a desarrollar los juegos propios del inversor durante un año. Esta opción se limitó a un total de 600 participantes.
- \$1.337 o más. Con esta opción el inversor obtendría el desarrollador especial, además se le crearía una línea telefónica y email directo con OUYA. Por último estos inversores eran invitados a la fiesta de lanzamiento en Los Ángeles. Obtuvieron 174 participantes.
- \$5.000 o más. Se ofrecía pasar un día en San Francisco con Yves Behar, fundador de Fuseproject una agencia de diseño, y su equipo participando en la creación y desarrollo en su agencia. Obtuvieron 26 participantes.
- \$10.000 o más. Ofrecían además de la consola y el nombre de usuario de estos en la primera serie de producción de las consolas. Además se les invitaba a una cena privada antes de la fiesta de lanzamiento con los desarrolladores y diseñadores. Obtuvieron 8 participantes.

La campaña consiguió recaudar dos millones de dólares en tan solo 48 horas y finalmente obtuvieron un total de 63.416 inversores recaudando un total de 8,596,474 dólares. De esta forma recaudaron nueve veces más del objetivo fijado.

Durante el proceso de desarrollo de la consola se fueron publicando en su página de Kickstarter un total de 30 actualizaciones del proyecto. En estas se encuentran actualizaciones realizadas durante el proceso de recaudación con el objetivo de continuar transmitiendo información y recaudar más dinero. Una vez cerrado el plazo de financiación el 9 de Agosto las publicaciones comenzaron a ser privadas,

visibles solo para los inversores.

La videoconsola finalmente se lanzó a la venta el 25 de Junio de 2013 al precio establecido de 99 dólares. Fue todo un éxito ya que las existencias de la consola se agotaron en menos de 24 horas.¹¹

4.2.6.3 ¿Por qué tuvo éxito?

Analizando los factores que hicieron que la campaña tuviera éxito, encontramos motivos de publicidad de la campaña y motivos característicos de producto.

Respecto a la campaña publicitaria, el equipo de OUYA realizó un video promocionando y explicando todas las características de la videoconsola. En el video se explicaba en qué se iba a invertir el dinero, cómo iban a desarrollar el producto e incluso presentaban a parte del equipo que lo iba a llevar a cabo. Además durante la campaña la compañía iba añadiendo información que creían interesante o necesaria sobre el producto para los posibles inversores. De esta forma la compañía transmitía una buena estructuración interna, seriedad, transparencia e innovación.

Por otro lado, el proyecto ofrecía numerosas características tecnológicas. La videoconsola estaría equipada con un procesador Tegra 3 de cuatro núcleos, 1 GB de RAM, 8GB de memoria interna, conector HDMI, *WiFi*, *Bluetooth*, conector USB o *software* basado en Android 4.0 entre otros (Pérez 2012).

Además ofrecía una innovación en el mundo de las consolas. Como ya hemos comentado antes ofrecían juegos ilimitados y un hardware libre de forma que pudiese ser hackeado sin problema. Y todo esto a un precio de 99 dólares. Es por esto que su objetivo era competir con los grandes creadores de videojuegos como Microsoft, Nintendo y Sony.

¹¹ "Ouya, la consola financiada por *crowdfunding*, se agota en su primer día". *El confidencial*. 26 de junio de 2013. Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2013/06/26/ouya-la-consola-financiada-por-crowdfunding-se-agota-en-su-primer-dia-5171/> (Acceso: 13 de marzo de 2015)

4.2.7 Ventajas

Una de las ventajas para el inversor es que la participación comprometida no se retira de sus fondos hasta que se obtiene el objetivo de financiación solicitado. Esto significa que si el proyecto no recibe suficiente financiación como para llevarse a cabo el inversor no perderá su dinero sino que ni si quiera habrá salido de su bolsillo.

Por otro lado, una de las ventajas fundamentales del *crowdfunding* reside en la información que se recibe del producto. Esta es una ventaja tanto para el promotor como para el inversor.

El promotor tiene la oportunidad de recibir *feedback* del mercado y saber si el proyecto resulta interesante para sus consumidores. Si el proyecto no tiene inversores suficientes o le cuesta encontrarlos será una señal de poca aceptación para el mercado. Esto mismo es expresado por Jordi Vinaixa, director académico de ESADE *entrepreneurship institute* “El *crowdfunding* puede ser una herramienta magnífica en estos procesos de validación al exponer el producto o prototipo a la consideración del público y determinar su interés real por el proyecto en calidad de aportación económica”.

Además, si el mercado reacciona positivamente y encuentra numerosos inversores éstos probablemente se convertirán en usuarios del producto. Por ello es otra forma de fidelización de clientes (Gracia, 2014). Este éxito puede repercutir adicionalmente en un incremento de inversores llamados por ese éxito del proyecto.

Por otro lado, para el inversor es una ventaja recibir información sobre el proyecto antes de invertir en él. Además, tiene la oportunidad de ir incrementando su inversión a medida que se van observando resultados positivos del proyecto, sobre todo en empresas de nueva creación.

Esta técnica de recibir información detallada sobre el producto y más aun el empezar con pequeñas cantidades y aumentarlas acorde con la evolución del

proyecto, se empieza a demandar también en otras formas de financiación tradicional como son el capital riesgo y los *business angels*.

4.2.8 Desventajas

El *crowdfunding* presenta desventajas derivadas del corto periodo en el que lleva en uso, por ejemplo encontramos el desconocimiento del riesgo que conllevan este tipo de inversores o la ausencia de una ley regulatoria hasta hace unos pocos meses.

La primera desventaja y más importante respecto al *crowdfunding* es el riesgo. La gran mayoría de los inversores que llevan a cabo este tipo de inversión son personas que no tienen unos conocimientos financieros necesarios. De esta forma invierten su propio capital (aunque se realiza en bajas cantidades) en proyectos en los que nadie les asegura una viabilidad sin realizar ningún tipo de estudio o valoración de la empresa. No están siendo advertidos de los riesgos que esa inversión conlleva.

Además hasta el pasado enero no existía una ley que regulase el *crowdfunding*, y por tanto existía un miedo de seguridad jurídica entre los inversores. Sin embargo, esta barrera se ha eliminado con la aprobación de la nueva Ley de financiación empresarial de la que se ha hablado en el marco teórico.

Otra desventaja es el control. Mediante el *crowdfunding* solo aportas el dinero sin ningún poder de negociación de términos, de esta forma los inversores no tienen ninguna posibilidad de monitorizar la eficiencia que se lleva en la empresa (Demaria, 2013).

4.3 Capital riesgo

En este apartado se realiza un análisis con la definición, evolución, metodología, agentes, ley existente y pros y contras de este método de financiación. Por último se analiza un caso real de financiación a través del capital riesgo.

4.3.1 ¿Qué es?

El capital riesgo es otra de las formas de financiación alternativa. Esta fuente de financiación surgió en Estados Unidos tras la segunda guerra mundial con la empresa *American Research and Development Corp.* La primera gestora de capital riesgo se fundó en 1958 con el nombre de Draper, Gaither & Anderson. En España la primera entidad se funda en 1972 en Galicia con el nombre de Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA) (Simon et al 2011).

Analizando el concepto de capital riesgo encontramos que Web capital riesgo¹² hace una separación del concepto de capital riesgo, una en un sentido más restringido y otra en un sentido más amplio.

Define el capital riesgo en sentido restringido o *venture capital* como: “Actividad financiera consistente en la toma de participaciones temporales y minoritarias en PYME en proceso de arranque o crecimiento, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial, con objeto de obtener algún beneficio del éxito de las mismas; plusvalías si los inversores son privados o regeneración del tejido empresarial si el aportante de los recursos pertenece al sector público.”

Por otro lado, lo define en un sentido más amplio o *private equity* como: “Actividad financiera consistente en la creación de una cartera de acciones de empresas no cotizadas en los mercados oficiales, aportando valor añadido en la gestión, pretendiendo, en principio, una estancia temporal en las participadas.”

De estas definiciones se entiende que mediante este medio, un grupo de inversores llamado socios limitados o *Limited Partners* (LPs) que no poseen el

¹² Conceptos básicos.” Op.Cit Pág. 17

conocimiento, los medios, la experiencia o el tiempo suficiente para llevar la inversión por ellos mismos, prestan su dinero a una sociedad especializada que son los socios generales o *General Partners* (GPs). Éstos son los que se van a encargar de decidir en qué empresas invertir el dinero que recibirán de los diferentes inversores (Cumming, 2012).

Este tipo de inversión posee una serie de características. En primer lugar es una inversión a medio plazo, con una duración media de ocho a doce años (Demaria, 2013). En segundo lugar, las empresas son generalmente no cotizadas. En tercer lugar, debido a que no son cotizadas son inversiones poco líquidas. Por último, éstas son inversiones con un algo riesgo, ya que se invierten grandes sumas de capital en empresas con un futuro incierto, pero que a su vez tienen una alta rentabilidad.

4.3.2 Metodología

En este apartado se explica el proceso que se lleva a cabo desde que las sociedades de capital riesgo deciden llevar a cabo un fondo hasta que se obtiene el éxito de la empresa. Se pueden distinguir cuatro fases en la vida de un fondo.

La primera fase comienza cuando los GPs deciden llevar a cabo la creación de un fondo de inversión. Los GPs comienzan en primer lugar buscando empresas objetivo que encajen con su perfil de especialización. Unas de las razones por las que los inversores deciden invertir en un fondo de capital riesgo es por la experiencia y especialización de los GPs. Esta especialización puede ser en el sector, en la fase de desarrollo de las empresas objetivo o en el ámbito geográfico entre otros. Si éstos tienen experiencia probablemente posean contactos y conocimientos que aportar a las empresas por lo que será más probable que alcancen mejores resultados. Es por eso que los GPs deben elegir empresas en los ámbitos que conozcan y en los que ya hayan trabajado con anterioridad (Sørensen, 2003).

Los GPs realizan un primer contacto con empresas objetivo donde éstas llevan a cabo una presentación sobre su *business plan*. En esta presentación se muestra cómo se utilizaría el dinero invertido en la empresa, los objetivos que pretenden alcanzar, su situación en el mercado y los posibles éxitos que puede alcanzar. Ésta es la oportunidad de demostrar el potencial de la compañía de forma que los GPs lo perciban.

Tras esta presentación, si los GPs han reconocido ese potencial y encaja con sus requisitos, éstos realizan una serie de estudios sobre la compañía. Al ser inversiones con un alto riesgo, los GPs toman muchas precauciones antes de realizar su inversión. Además de negociar los términos de inversión, realizan *due diligence* y *covenants* entre otras (Talmor et al, 2011).

Las *due diligence* son un informe en el que se busca toda la información existente sobre una empresa. Entre otros se incluyen las perspectivas futuras del negocio o la valoración de su activo y pasivo. Toda la información necesaria para hallar el valor de la empresa.¹³

Por otro lado, según Lerner et al (2012) los *covenants* son acuerdos entre la empresa y el inversor. Éstos se subdividen en *covenants* positivos y *covenants* negativos. Los *covenants* positivos son acuerdos que la compañía accede a hacer como por ejemplo realizar reuniones mensuales o producir informes auditados. Por otro lado, los *covenants* negativos son acuerdos que la compañía accede a no hacer como la venta de activos sin el consentimiento de los inversores.

Una vez elegidas las empresas en las que invertirán el dinero los GPs se ponen en contacto con sus posibles inversores, los LPs. Estos no poseen el tiempo, la experiencia o los medios para llevar a cabo su propia inversión y por ello buscan sociedades especializada de capital riesgo en las que dejar su dinero para que lo gestionen por ellos.

Los GPs realizan una presentación al comité de inversiones explicando su experiencia, credenciales, éxitos pasados, empresas en las que la empresa tiene

¹³ Casas, C. M., Diccionario económico Expasión. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/du-diligence.html> (Acceso: 12 de marzo de 2013)

planteado invertir, la cantidad máxima y mínima de inversión, los honorarios y el horizonte temporal de la inversión entre otros. Todo esto resumido en un *term sheet* o acuerdo de inversión (Fraser-Sampson, 2010).

Tras la presentación si los inversores se ven atraídos por la oferta entonces estos firmarán un *limited partnership agreement* y depositarán su dinero en manos de la sociedad, creando así un fondo de inversión. Lerner et al (2012) definen *limited partnership agreement* como un acuerdo que recoge todas las características de la inversión así como la duración, la inversión, el coste, los incentivos, honorarios y la forma en la que serán calculados.

Una vez recaudado el capital mínimo éstos comienzan a invertir en las empresas objetivo que ya se habían seleccionado. Es en este momento cuando comienza la segunda fase que durará desde la inversión hasta la búsqueda de un nuevo fondo.

Durante la inversión los GPs se centran en ese grupo de empresas en las que han invertido el dinero recaudado y realizan un seguimiento aportando la experiencia que poseen. Entre otras labores, proporcionan contactos con proveedores, guían sobre aspectos en los que no se está realizando una buena gestión, asesoran sobre la contratación de directores, asisten a las reuniones directivas y dan credibilidad ante terceros entre otros. Así generan un valor añadido sobre la empresa.¹⁴

Hay que tener en cuenta que el beneficio de estos GPs depende de la evolución de las empresas y de que éstas aumenten su valor y obtengan el éxito. Por lo que deben de hacer todo lo posible para que se produzca.

Una vez se va acercando el fin de vida de un fondo los GPs comienzan a buscar nuevas empresas objetivo para llevar a cabo un nuevo fondo. Esta es la denominada fase tres. En este momento las empresas del primer fondo ya están al final de su inversión y necesitan menos asesoramiento por parte de los gestores.

¹⁴ “Conceptos básicos.” Op.Cit Pág. 17

La última fase es en la que las inversiones del primer fondo van obteniéndola desinversión. Esta desinversión puede ser obtenida mediante Oferta Pública Venta (OPA) o en inglés *Initial Public Offering* (IPO), mediante fusión o adquisición de la empresa, mediante liquidación o mediante venta de las acciones a un socio industrial o financiero.

Una vez un fondo ha desinvertido los inversores recuperan su inversión y los beneficios son captados por los inversores en forma de plusvalías, que son repartidas entre los GPs y los LPs. La repartición habitual suele ser un 80% - 20% respectivamente. Éste porcentaje es acordado previamente en el *limited partner agreement* (Lerner, 2012). Además, durante el fondo, los GPs reciben una comisión de gestión de entre el 1,5-3% del nominal para cubrir los costes (Schell, 2014).

4.3.3 Agentes

Se distinguen ciertos agentes que participan en la financiación mediante capital riesgo.

- Socios limitados, *Limited Partners* o LPs. Como su propio nombre indica son socios que tienen responsabilidad limitada al capital aportado. Su responsabilidad es limitada ya que no son estos los que controlan ni gestionan las inversiones ni las compañías objetivo. Algunos ejemplos de LPs son universidades, fondos de pensiones, corporaciones (seguros, bancos, etc.) o familias. Estos inversores quieren diversificar sus carteras y el capital riesgo es una buena opción para ello. Además, están dispuestos a soportar un alto riesgo a cambio de altas rentabilidades.
- Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, formadas por los socios generales, *General Partners* o GPs. Por otro lado estas son sociedades expertas en capital riesgo que gestionan y controlan las inversiones recibidas por parte de los LPs. Esto les da responsabilidad

ilimitada ante posibles pérdidas de alguna de sus empresas objetivo si se llevan a cabo actos ilícitos.

Es muy importante para los LPs los éxitos que los GPs hayan obtenido en el pasado. Es cierto que un beneficio pasado no asegura un beneficio futuro, pero si suele ser signo de experiencia; es más “fácil” recaudar dinero para aquellos GPs con un largo recorrido profesional en el sector.

- *Target companies*. Estas son las empresas objetivo en las que las sociedades de capital riesgo invierten el dinero recibido por los LPs. En general son empresas no cotizadas.
- Intermediarios. Estos pueden poner en contacto tanto a los LPs con los GPs como a los GPs con las empresas objetivo. Un ejemplo de intermediario pueden ser algunas consultorías, los *gatekeepers* o los *placement agents* (Lerner, 2012).

4.3.4 Tipos de capital riesgo

Según la Web de capital riesgo¹⁵, existen tres tipos principales de financiación además de la anteriormente mencionada. Encontramos los fondos de fondos, la adquisición con apalancamiento y el capital con sustitución.

En primer lugar se analizan los fondos de fondos o *fund of funds*. En este caso los GPs invierten el dinero recaudado en otros fondos gestionados por otros GPs. De esta forma delegan la inversión otros gestores especializados. De esta forma se diversifica aún más la inversión disminuyendo el riesgo aunque también disminuye la rentabilidad ya que se produce un doble pago de comisiones llamadas comisiones en cascada.

Por otro lado encontramos la financiación con apalancamiento o *leveraged buy-out*. Este tipo se caracteriza por adquirir parte de la empresa por parte de los inversores y en la que parte del precio se financia con deuda. La garantía de esta adquisición son los activos y los flujos de caja de la empresa que se adquiere.

¹⁵ “Conceptos básicos.” Op.Cit Pág. 17

Por último se encuentra el capital de sustitución o *replacement*. El inversor reemplaza a otro accionista ya existente, por lo que no se produce una entrada de recursos en la empresa. Este tipo de financiación se produce cuando existen conflictos de interés entre accionistas para que mediante esta forma se intente impulsar a la empresa con los nuevos accionistas.

4.3.5 Legislación

En este apartado se analizan las exposiciones de motivos de las leyes existentes sobre el capital riesgo.

Durante años se ha tratado de regular el capital riesgo. El principal objetivo es según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, “canalizar de manera eficiente el ahorro hacia la inversión productiva, garantizando la estabilidad de los mercados y la protección al inversor.”

Estas instituciones de inversión colectiva como los fondos de inversión libre, los fondos inmobiliarios y el capital riesgo están armonizadas a nivel europeo.

El 5 de enero 1999 se aprobó la Ley 1/1999 donde se regulaba el capital riesgo y las sociedades gestoras de capital riesgo. En esta ley se introducían dos tipos de entidades, las de sociedades y los fondos. Además estas pasaron a ser supervisadas, inspeccionadas y sancionadas por la CNMV. Sin embargo, esta ley no aportaba los instrumentos financieros necesarios para ser competitivos con otros países ya que eran demasiado rígidos y con demasiadas limitaciones.

Así pues se aprobó el 24 de noviembre de 2005 la Ley 25/2005 con el objetivo de impulsar este tipo de financiación. Entre sus principales cambios encontramos, además de una adaptación del régimen fiscal, una reducción de régimen administrativo por parte de estas sociedades, más flexibilidad de la normativa de inversión y estandarización con otros países.

Tras esta ley no se realizó ningún cambio hasta el pasado 12 de noviembre de 2014 que se aprobó la Ley 22/2014 que regula las entidades de capital riesgo,

entidades de inversión colectiva y de tipo cerrado y las sociedades gestoras de inversión colectiva y tipo cerrado.

Esta ley se lleva a cabo por tres motivos principales:

El primero es debido a que en Europa se habían modificado una serie de directivas con objeto de dar estabilidad financiera. Esto se llevo a cabo mediante la armonización de las regulaciones y los gestores de fondos de inversión alternativa, entre las que se incluye el capital riesgo.

El segundo motivo es también por el cambio de otra ley europea, en este caso en relación con la financiación de las pymes de forma que aparece una nueva figura, las entidades de capital riesgo pyme.

Por último el tercer motivo es debido a mejorar las regulaciones del capital riesgo de forma que favorezcan su funcionamiento para de este modo fomentar la financiación a pequeñas y medianas empresas.

Finalmente, la Ley 22/2014 incluye cuatro cambios principales en relación a la Ley 25/2005.

En primer lugar hace más flexible el régimen financiero de las entidades de capital-riesgo con medidas como la ampliación de instrumentos financieros que se pueden utilizar o permitiendo la distribución de resultados de forma periódica.

El segundo cambio se observa en la creación de las entidades de capital-riesgo-pyme. De esta forma se intenta impulsar la financiación en etapas tempranas de las empresas por parte del capital riesgo, pudiendo invertir el 70% de su patrimonio en pymes. Además estas entidades tendrán un régimen financiero más flexible.

El tercer cambio que lleva a cabo se refiere a la ampliación de las entidades a las que afecta dicha ley. De esta forma incluye todas las entidades de inversión colectiva como las sociedades mercantiles que inviertan en valores no cotizados y cumplan el régimen de inversiones de capital riesgo.

Por último se elimina la intervención de la CNMV sobre las entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

4.3.6 Facts

A continuación se va a realizar un análisis del anuario de 2014 realizado por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) y el informe sobre el Impacto económico y social del capital riesgo en 2012 también realizado por ASCRI.

En primer lugar decir que el objetivo de ASCRI es defender los intereses de sus socios y promocionar e impulsar el capital riesgo en España. La asociación cuenta con 93 socios que representan el 90% del total de entidades de capital riesgo en España.

Analizando el anuario de 2014 encontramos cifras muy interesantes como las que encontramos en la siguiente tabla:

Tabla de inversiones/desinversiones y proyectos equivalentes

| | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
|--|----------|---------|---------------|---------------|
| Inversiones | 2472 M€ | 2357 M€ | 582 proyectos | 543 proyectos |
| Nuevos Fondos (solo operadores nacionales) | 447,9 M€ | 482 M€ | | |
| Desinversiones | 1196 M€ | 1451 M€ | 428 proyectos | 342 proyectos |

Elaboración: Adaptada de ASCRI

Fuente: ASCRI/Webcapitalriesgo

En la tabla se observa que la inversión realizada por las entidades de capital riesgo en España durante el año 2013 fueron de 2.357 millones de euros, invirtiendo en un total de 543 empresas en periodo de expansión y arranque. Se observa que la cifra se mantiene más o menos estable en comparación con el 2012. Además durante el año 2013 catorce nuevas entidades de capital riesgo internacionales invirtieron su primer fondo en España, demostrando que los inversores extranjeros tienen a España como un buen foco para invertir.

Analizando la repartición de la inversión del año 2013 en España encontramos que el 91% de estas inversiones fueron de una cuantía inferior a cinco millones de euros. Por otro lado, las operaciones de entre 10 y 100 millones de euros tuvo

lugar en 19 operaciones, llegando a un total de 475 millones de euros. Algunos ejemplos de éstas últimas son Softonic, Iberchem, Probos Plásticos o Gestamp. Por último se realizaron cinco operaciones con una inversión mayor de 100 millones de euros, aunque éstas las realizaron fondos internacionales.

Desde la perspectiva de fase en la que se encontraban las empresas se observa que el 62% de las inversiones se realizaron en fase de expansión, con un importe aproximado de 787 millones de euros, algunos ejemplos son Gestamp, Aston Martin o Agromillora. Por otro lado, el 35% fue destinado a empresas en fase semilla o *start-ups* aportando un total de 75 millones de euros, algunos ejemplos son Alien Vault o Stat Diagnóstica. Estos datos se encuentran resumidos de forma más detallada en la siguiente tabla:

Porcentaje de inversión según la fase de desarrollo

| País | Número de empresas financiadas 2011 | Porcentaje empresas en fase |
|-------------|-------------------------------------|---|
| España | 886 | 37% en semilla y arranque 58,5% en expansión 3,3% en empresas consolidadas 1,2% replacement y otras |
| Francia | 1.694 | 27% en semilla y arranque 54,3% en expansión 16% en empresas consolidadas 4,2% replacement y otras |
| Reino Unido | 1.048 | 27,7% en semilla y arranque 54,3% en expansión 24,2% en empresas consolidadas 4,2% replacement y otras |
| Europa | 4.816 | 46,6% en semilla y arranque 38,1% en expansión 13% en empresas consolidadas 2,3% replacement y otras |

Elaboración: Adaptada de Informe ASCRI (2014)

Fuente: Europa (EVCA), Francia (ARC), Reino Unido (BVCA), España (ASCRI/webcapitalriesgo)

En cuanto a la captación de fondos en 2013 en España se observó un descenso del 5% respecto de 2012 con un total de 1.926 millones de euros. Analizando este total encontramos que 1.440 millones provinieron de fondos internacionales, 312 millones de operadores nacionales privados y 170 millones de operadores nacionales públicos.

Por último, atendiendo a las desinversiones encontramos datos más positivos. En 2013 se desinvertieron en España un total de 1.451 millones de euros en 266 operaciones, un 21,3% más que en 2012.

Por otro lado, analizando el informe sobre el impacto económico y social del capital riesgo de 2012 realizado por ASCRI encontramos el impacto en las empresas y el empleo.

En primer lugar, el impacto sobre las empresas es claramente positivo en general. Las empresas que reciben inversión por parte del capital riesgo aumentan su facturación más que las que no reciben este tipo de financiación.

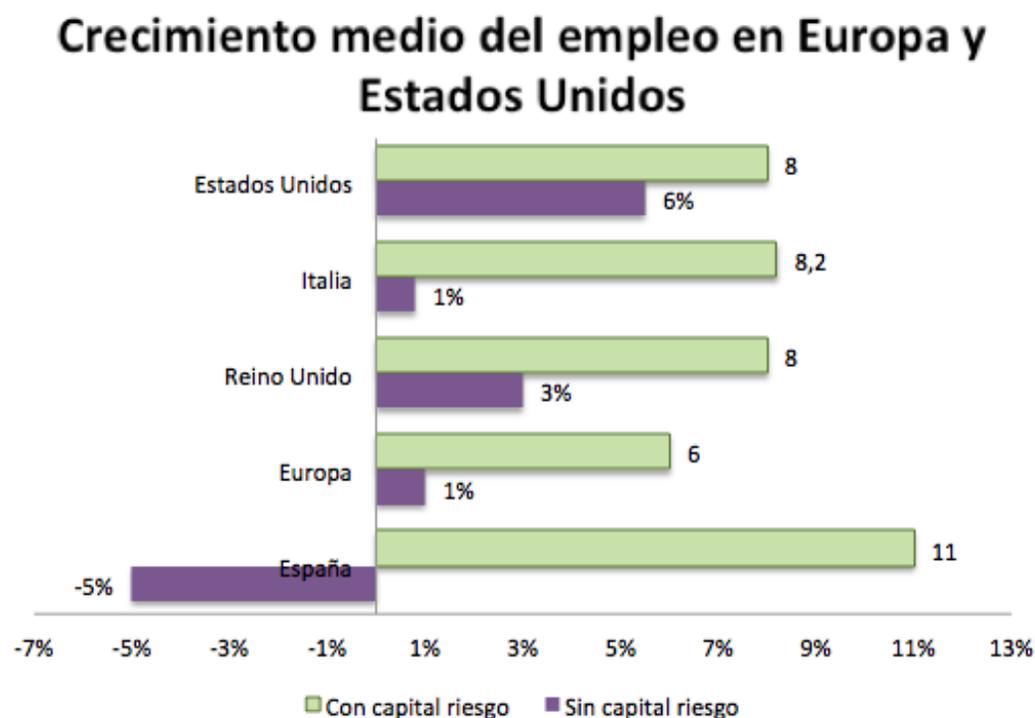
Algunos datos que reflejan esta situación son por ejemplo en Francia, donde la facturación en 2010 de las empresas financiadas por capital riesgo aumentaba un 9,8% mientras que en las no financiadas de este modo aumentaba un 3,2%. Esta misma situación tenía lugar en países como Reino Unido e Italia. En España, también se observa este fenómeno ya que durante los años 2005-2008 el crecimiento de las ventas en las empresas financiadas por capital riesgo fueron de media el 8% frente a la disminución del -7,7% de las no financiadas por este tipo de entidades.

Por otro lado, analizando el impacto en el empleo encontramos más datos positivos. En Europa la creación de empleo en empresas financiadas por el capital riesgo tuvo un incremento en 2005 del 5,4% mientras que la creación de empleo del conjunto de empresas europeas fue del 0,7%.

Este mismo fenómeno se observa en Estados Unidos, con un 13,8% de aumento de empleo en 2008 por empresas financiadas por capital riesgo frente a un 6,7% de empresas no financiadas mediante esta alternativa.

Finalmente en España también se observó que en el periodo 2005-2008 el crecimiento de empleo en empresas que se financiaron con capital riesgo era de un 10,7% frente a la disminución del -4,4% en empresas sin esta fuente de financiación.

Estos datos se encuentran detallados en el siguiente gráfico:



Elaboración: Adaptada de Informe ASCRI (2014)

Fuente: Europa(EVCA) (2000-2004), Reino Unido (BVCA) (2001-2007), España (ASCRI/webcapitalriesgo) (2005-2008), Estados Unidos PEGCC(2002-2007)

4.3.7 Ejemplo

A continuación se expone un ejemplo en el que una entidad de capital riesgo, en este caso Gobi Partners deciden llevar a cabo su primer fondo de inversión. Este análisis se lleva a cabo a partir del documento Gobi Partners: *Raising Fund II* realizado por Hardyman et al en 2007.

4.3.7.1 Gobi Partners

Gobi Partners es una entidad de capital riesgo fundada el 27 de Agosto de 2002 en Shanghai. Sus fundadores y GPs son Tom Tsao, Lawrence Tse y Wai Kit Lau cuya bibliografía y experiencia en el sector se puede encontrar fácilmente en su página web, ya que como hemos comentado es un dato importante para los inversores.

El criterio de inversión que siguen a la hora de invertir no se basa en las expectativas ni se deja llevar por los momentos alcistas del mercado.¹⁶

De esta forma la entidad define su filosofía de inversión como una entidad que realiza sus inversiones basándose en hipótesis, invirtiendo solo en lo que saben y en lo que creen.¹⁷

La empresa invierte en el sector tecnológico relacionado con los medios de comunicación como entretenimiento, préstamos en la red, medios digitales o servicios relacionados con “la nube” para empresas. Además también invierte en el sector de la tecnología agraria.

Por otro lado, en su pagina web definen a sus LPs como inversores estratégicos entre los que se encuentran algunas de las compañías más importantes del mundo como IBM, Nokia, NIT Docomo o Disney. Estas relaciones han dado lugar en algunas ocasiones a la creación de sinergias o incluso fusiones entre inversores y empresas objetivo.

4.3.7.2 Fondo I

Gobi Partners creó su primer fondo de inversión el Noviembre de 2005 al cual llamaron Gobi *fund* I.

¹⁶ “Capital markets company overview of Gobi Partners”. Bloomberg. Disponible en: <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=8058516> (Acceso: 16 de marzo de 2015)

¹⁷ “About” Gobi Partners. Disponible en: <http://www.gobivc.com/about> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Tras dos años recaudando fondos finalmente alcanzaron un total de 51.75 millones de dólares cuando su objetivo estaba fijado entre 50 y 75 millones. El periodo de recaudación de fondos fue largo debido a factores externos como la invasión de Estados Unidos en Iraq en 2003 o la epidemia de SARS en China.

Los inversores de este primer fondo eran mayoritariamente estratégicos como IBM, NIT, DoCoMo, McGraw-Hill o Disney's Steamboat Ventures.

Las valoraciones realizadas por Gobi eran muy exhaustivas. Para seleccionar las empresas en las que se llevaría a cabo la inversión los GPs llevaban a cabo estudios muy desarrollados del sector de esta forma poder juzgar las oportunidades e inconvenientes que tendrían que asumir con el fondo.

En 2003 comenzaron a reunirse con empresas e inversores. Recibieron un total de 1.180 *business plans* entre 2003 y 2006. Se reunieron con 880 empresarios y visitaron 700 empresas. De todas estas firmaron con un total de 14 empresas a las cuales iría dirigido su fondo inversión (Hardymon et al, 2007). Estas empresas objetivo estaban principalmente relacionadas con la tecnología y los medios digitales y establecidas en China.



Elaboración: Adaptada de Hardyman et al (2007)

Fuente: Gobi Partners

Cada compañía en la que Gobi había invertido tenía dos profesionales de inversión involucrados en ella y algunas de ellas incluso tres. Tres de las compañías incluidas en la cartera del fondo fueron nombradas en 2006 en el *Red Herring Asia top 100*, en este se incluyen las cien mejores *start-ups* tecnológicas del momento.

Además los GPs ponían en contacto a algunas de sus empresas objetivo. Algunas empresas presentaban problemas similares aunque estuviesen en sectores diferentes. De esta forma, creaban reuniones con los CEOs de las diferentes empresas para que aprendiesen de los demás.

Algunas de las empresas en la cartera del fondo llevaron a cabo sucesivas rondas de financiación. Entre otras la compañía Lingtu, dedicada al desarrollo de mapas digitales, recibió financiación por parte de Gobi en su serie A, B, C y D. Durante su serie C su valor aumentó un 40% más respecto a su valor en la serie A. Además durante su serie D la empresa incrementó sus ingresos en un 500%. Según Ningzhe Tang, CEO de Lingtu, Gobi les ayudó a abordar su negocio desde una perspectiva más estratégica con el mercado.

Otra de las empresas financiadas por Gobi *fund I* fue DMG, una empresa dedicada a proveer publicidad digital y información para los sistemas del metro. Gobi puso en contacto a esta empresa con IBM que formaba parte de sus inversores. IBM daba servicio a los vagones del metro por lo que trabajaron juntos. De esta forma DMG adquirió contratos en siete ciudades diferentes entre las que se encontraba Hong Kong y Bangkok de forma que el valor del dinero depositado se revalorizó un 350%.

De esta forma el fondo tuvo un rendimiento positivo. Debido a este progreso Gobi llevo a cabo una expansión y adquirieron un nuevo socio y trece profesionales de inversión. Además abrieron una base en Beijing, crearon un programa de prácticas de verano para estudiantes y crearon un programa de “incubación” en Shanghai para aquellas empresas objetivo que se encontraban en sus fases iniciales.

Debido al éxito y la buena trayectoria de los fondos gestionados Gobi ha llevado a cabo cuatro fondos más (Gobi *fund II*, Gobi *hitech fund*, Gobi *yingzhi fund* y Gobi *asean fund*).

4.3.8 Ventajas

Al igual que los métodos anteriormente analizados, el capital riesgo también tiene unas determinadas ventajas y desventajas.

Entre algunas de las ventajas del capital riesgo encontramos el alto nivel de capital disponible, el valor añadido aportado por las entidades y la reputación adquirida por las empresas financiadas.

Como una de las ventajas más importantes del capital riesgo encontramos el volumen de capital aportado. Las empresas con necesidades de crecimiento o expansión suelen tener necesidades de financiación más elevadas que otras fuentes de financiación no pueden llevar a cabo. Además al ser una inversión a largo plazo proporciona estabilidad a las empresas.

Otra ventaja es el valor añadido aportado por los GPs, al ser expertos en el sector, ámbito geográfico o fase de desarrollo pueden proporcionar a la empresa contactos o conocimientos entre otros.

Además estas empresas adquieren una reputación frente al mercado. Al invertir una entidad de capital riesgo en su proyecto transmite una situación positiva del negocio, de forma que si han invertido en ella es que esa compañía tiene potencial.

Finalmente, si la compañía alcanza unos objetivos determinados la entidad puede ayudar a la empresa a salir al mercado mediante una oferta pública de venta (Seco, 2008).

4.3.9 Desventajas

Algunas de las desventajas que se observan en el capital riesgo son el problema de agencia, la pérdida de control.

Una de las desventajas del capital riesgo es la pérdida de control por parte de las empresas, esto es debido a que los beneficios que obtengan los GPs dependen del rendimiento de las empresas por lo que para obtener la financiación las

compañías firman unos contratos muy estrictos y restrictivos. Entre otras medidas pueden exigir un puesto en el consejo de administración o tomar decisiones de la empresa.

De este problema deriva el problema de agencia. Los GPs quieren que la empresa financiada crezca de forma exponencial en el menor tiempo posible para de esta forma recibir un beneficio. Sin embargo, las empresas pueden tener otros objetivos que no encajan con los de las entidades de capital riesgo, generando problemas de agencia (Ewens, 2013).

5. Conclusión

El trabajo realizado tenía como objetivo ofrecer una identificación detallada de las principales alternativas de financiación, analizando sus características, para que los empresarios tuviesen una guía básica de las opciones disponibles, tratando de contribuir a la disminución de la dependencia existente de la financiación bancaria. Es necesario reducir esta dependencia ya que los bancos no siempre pueden conceder créditos a empresas con un nivel de riesgo tan elevado y además los empresarios en ocasiones no pueden generar los flujos de caja necesarios para cumplir los estrictos plazos establecidos por los bancos.

Para analizar estas alternativas se ha revisado un amplio número de documentos, tanto libros como informes, artículos y trabajos y se han alcanzado unas conclusiones.

En primer lugar es necesario mencionar que ninguna financiación es más adecuada que otra de manera total sino que dependerá del tipo de proyecto y de las preferencias del emprendedor.

Existen tres principales fuentes de financiación alternativa, los *business angels*, el *crowdfunding* y el capital riesgo.

Tanto los *business angels* como el capital riesgo existen ya desde hace años aunque recientemente han ido cobrando una mayor importancia tanto en nuestro país como en Europa en general. El *crowdfunding* es un fenómeno relativamente nuevo que surgió con la aparición de las nuevas tecnologías.

Los *business angels* son aportaciones de individuos que invierten su capital personal ofreciendo financiación generalmente en etapas tempranas del desarrollo de las empresas (semilla y *start-up*) en las que no se precisa de grandes cantidades de capital, invirtiendo cuantías de entre 25.000€ a 250.000€. Estos ángeles aportan generalmente un valor añadido proporcionando contactos y conocimientos al proyecto. Su inversión suele generar rendimientos positivos a largo plazo ya que aumentan la probabilidad de supervivencia de la empresa

durante cuatro años de media. Aunque por otro lado, este tipo de monitorización puede desencadenar en ocasiones problemas de agencia.

En relación al *crowdfunding* hay que mencionar que es una alternativa de financiación relativamente nueva que se basa generalmente en pequeñas aportaciones de capital personal por parte de un número elevado de personas. Los inversores aportan de forma individual entre 40 y 3.500 euros en proyectos de entre 3.300 y 30.200 euros. Existen cuatro tipos diferentes (*donation crowdfunding, equity crowdfunding, debt crowdfunding* y *reward crowdfunding*) siendo el más utilizado el *reward crowdfunding*. Este tipo de financiación se suele llevar a cabo a través de una plataforma en la que se pone en contacto al inversor con el empresario a cambio de una comisión. Los inversores tienen la posibilidad de recibir información detallada sobre el proyecto durante la campaña y el empresario recibe *feedback* del mercado sobre la aceptación del producto. Sin embargo esta alternativa tiene un alto riesgo para los inversores ya que el inversor puede ser desconocedor de los conceptos necesarios de inversión pudiendo no valorar correctamente el riesgo real del proyecto.

Por último se analiza el capital riesgo, mediante esta alternativa generalmente se invierte en proyectos con necesidades más elevadas de capital como empresas en expansión. Sin embargo es cierto que en otros países como Estados Unidos, en los que el capital riesgo es más común como método de financiación también se utiliza en fases más iniciales como semilla y *start-up*. La inversión aportada por particulares e instituciones se deposita en una entidad de capital riesgo, la cual se encarga de invertir en las empresas objetivo a cambio de unas comisiones del 1,5-3% del nominal y el 20-25% de los beneficios que se obtengan. Además la entidad también aporta un valor añadido a la empresa aportando contactos y conocimientos además de mejorar la reputación de las empresas. Sin embargo los contratos establecidos para la inversión son muy restrictivos y pueden desembocar en pérdida de control y en ocasiones en problemas de agencia.

6. Bibliografía

ABC, (2013). “Privalia prevé aumentar 10% sus ventas en España y cerrar el año en beneficio” - *ABC.es* - *Noticias Agencias*. [online] Disponible en: <http://www.abc.es/agencias/noticia.asp?noticia=1534487> (Acceso: 17 Mar. 2015).

“About” *Gobi Partners*. Disponible en: <http://www.gobivc.com/about> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Aeban.es, (2015). *Asociación Española de Business Angels (AEBAN)* [online] Disponible en: <http://www.aeban.es> (Acceso: 17 Mar. 2015).

ASCRI (2014): Informe 2012 sobre impacto económico y social del capital riesgo.

ASCRI (2014): Informe de actividad de capital riesgo en España, Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo

Ascri.org, (2015). *Ascri - Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*. [online] Disponible en: <http://www.ascri.org> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Asociación española de *crowdfunding*. (2012) “Informe de la encuesta de la asociación española de *crowdfunding* sobre las plataformas españolas de *crowdfunding*” Disponible en: <http://web.spaincrowdfunding.org/wp-content/uploads/2014/06/INFORME-DE-LA-ENCUESTA-DE-LA-ASOCIACIÓN-ESPAÑOLA-DE-CROWDFUNDING.pdf> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Barja Marquina, R. (2013). “Piñera: Existe una cultura en contra de la innovación y del emprendimiento en Perú, México, Chile y Colombia.” *Gestión* 25. [online] Disponible en: <http://gestion.pe/politica/pinera-existe-cultura-anti-innovacion-y-anti-emprendimiento-peru-mexico-chile-y-colombia-2082897> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Barnett, C. (2014). “Crowdfunding Sites In 2014.” [online] *Forbes*. Disponible en: <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2014/08/29/crowdfunding-sites-in-2014/> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Blanco, C. (2009). "Los inversores de Privalia recogen beneficios" [online] Disponible en: <http://carlosblanco.com/2009/06/10/inversores-privalia/> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Bloomberg (2015). "Gobi partners: private company information - businessweek." [online] Disponible en: <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=8058516> (Acceso: 17 Mar. 2015).

BOE (2014), Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de inversión colectiva. Boletín oficial del Estado, 13 de noviembre de 2014, 275, pp. 93320.

Boletín oficial de las cortes generales (2014), 121/000119 Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial.

"Business angels". Orkesta. Disponible en: <http://www.orkestra.deusto.es/bacrecermas/es/business-angels/> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

"Cabiedes & partners" CrunchBase. Disponible en: <https://www.crunchbase.com/organization/cabiedes-partners> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Calle, M. (2015). "Crowdfunding; definición, tipos, historia y plataformas para hacer realidad tus proyectos" *El Capitalista Infiel*. [online] Elcapitalistainfiel.com.es. Disponible en: <http://www.elcapitalistainfiel.com.es/2013/09/crowdfunding-definicion-tipos-historia.html> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Calleja Crespo, D. (2013). "Los emprendedores, motor de la economía europea." *Newsletter ICO*. Nº 6 [online] Disponible en: http://www.ico.es/web/ico_newsletter/articulo-daniel-calleja-crespo (Acceso: 17 Mar. 2015).

Casas, C.M, (2015). *Due Diligence - Expansion.com*. [online] Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/due-diligence.html> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Chemmanur, T., Fulghieri, P., (2014), “*Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research*”, *Review Of Financial Studies*, Vol. 27, Nº 1, pp. 1-19, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Chemmanur, T., Loutskina, E., Tian, X (2014), “*Corporate venture capital, Value creation, and innovation*”, *Review of financial studies*, Vol. 27, Nº 8, pp. 2434-2473, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Coduras Martínez, A 2006, “*Entrepreneurship y Creación de Empleo: El caso de Andalucía. (Spanish)*” *Estudios De Economía Aplicada*, Vol. 24, 2, pp. 567-593, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Colomer, M., Querait, E., Martori, A., D’Espona, A., Curto, A., Izquierdo, M., Munk, C., (2008) “*Naturaleza de las redes de business angels existentes en España y principales características de los agentes del mercado*” *ESBAN*, Disponible en: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/AgentesDelMercado.pdf> (Acceso: 17 Mar. 2015).

“Conceptos básicos.” *Web capital riesgo*. Disponible en: <https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L2> (Acceso: 12 marzo 2015)
Business angels”. *AEBAN* Disponible en: <http://www.aeban.es/sector> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Cumming, D. (2012). “*The Oxford handbook of private equity*.” New York: Oxford University Press. pp. 38-40

Diccionario de autoridades (1726 – 1739). Consultado en: <http://web.frl.es/DA.html>
Demaria, C. (2013). “*Introduction to private equity: venture, growth, lbo and turn-around capital*.”

“Educación e Industria lanzan un programa para impulsar el emprendimiento juvenil”, 19 de febrero de 2015. *El confidencial*. Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/espana/2015-02-19/educacion-e-industria-lanzan-un-programa-para-impulsar-el-emprendimiento-juvenil-714311/> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

“*Equity finance, the equity gap*” *NI business info*. Disponible en: <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/equity-gap> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Ewens, M., Jones, C., Rhodes-Kropf., M 2013, “*The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity*”, *Review Of Financial Studies*, Vol. 26, Nº 8, pp. ISSN: 1854-1889, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Fernandez, L., (2012) “10 preguntas sobre los *business angels*” Disponible en: <http://www.businessangelsinnoban.es/blog-innoban/10-preguntas-bsicas-sobre-business-angels>(Acceso: 17 Mar. 2015).

Fraser-Sampson, G. (2010). “*Private equity as an asset class*. Hoboken,” pp. 24-25 Especial Innovación. Vol. 12. pp. 51-58 ISSN: 1131 – 6837. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/2743/274323552002.pdf> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Galindo, M.A, Ribeiro, D. Méndez, M.T. (2012), “Innovación y crecimiento económico: Factores que estimulan la innovación.” Cuadernos de Gestión. Gem-spain.com, (2015). *GEM España*. [online] Disponible en: <http://www.gem-spain.com> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Goldfarb, B., Hoberg, G., Kirsh, D., Triantis, A. “*Are Angels Preferred Venture Investors?*” (2007). Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?rep=rep1&type=pdf&doi=10.1.1.183.3504> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Gracia, C. (2014) "Presente y futuro del *crowdfunding* como fuente de financiación de proyectos empresariales." Revista española de *capital riesgo*. N°1 pp. 3-19 Disponible en: http://www.ecija.com/wp-content/uploads/2014/05/Presente-y-futuro-del-crowdfunding-como-fuente-de-financiación-de-proyectos-empresariales_CarolinaGracia.pdf (Acceso: 17 Mar. 2015).

Gray, M., Rau, R., Wardrop, R., Zhang B. (2015) "*Moving mainstream: the European alternative finance benchmarking report*" Cambridge y EY.

Hardymon, F., Leamon, A., (2007) "*Gobi partners: raising fund II*" Harvard business school. ISSN 807-093.

Ine.es, (2015). *Instituto Nacional de Estadística. (Spanish Statistical Office)*. [online] Disponible en: <http://www.ine.es> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Kerr, W., Lerner, J., Schoar, (A. 2014) "*The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings*", *Review Of Financial Studies*, Vol. 27, N° 1, pp. 20-55, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Kickstarter.com, (2015). [online] Disponible en: <https://www.kickstarter.com> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Lapetra, R.J., (2015). "Receta de Cabiedes: "Nuestro modelo es invertir poco en muchas startups y mucho en pocas"" *ElConfidencial.com*. [online] Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2012/05/29/receta-de-cabiedes-nuestro-modelo-es-invertir-poco-en-muchas-startups-y-mucho-en-pocas-2420/> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Lerner, J., Leamon, A., Felda, H., (2012) "*Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship: the power of active investing*" Mariño, M.T (2005). "El plan de negocio: caso práctico". *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*. N° 54, pp. 38-44, ISSN 1134-0827. Dialnet. Disponible en: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=665233> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Minniti, M. (2012), "El emprendimiento y el crecimiento económico de las naciones". *Economía industrial*, N° 383, pp. 23-30 ISSN 0422-2784, Dialnet, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Mustoe, H. (2014). "Casting light on shadow banking." [online] *BBC News* Disponible en: <http://www.bbc.com/news/business-27868278> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Real Academia Española. (2001). *Diccionario de la lengua española* (22.a ed.). Consultado en: <http://www.rae.es>

Orkestra. "Business angels". Disponible en: <http://www.orquestra.deusto.es/bacrecermas/es/business-angels/> (Acceso: 12 de Marzo de 2015)

"Ouya, la consola financiada por *crowdfunding*, se agota en su primer día". *El confidencial*. 26 de junio de 2013. Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2013/06/26/ouya-la-consola-financiada-por-crowdfunding-se-agota-en-su-primer-dia-5171/> (Acceso: 13 de marzo de 2015)

Pérez, S., Hidalgo, Á., Balaguer, S., Pérez, E. (2009). "Emprendimiento económico y social en España . Guía de recursos para jóvenes emprendedores/as." [online] Disponible en: http://xuventude.xunta.es/uploads/Emprendimiento_economico_y_social_en_Espaa_.pdf (Acceso: 17 Mar. 2015).

Pérez, D. (2012) "Todo sobre OUYA: La consola con Android que puede revolucionar el mundo de los videojuegos" - *El Androide Libre*. [online] Disponible en: <http://www.elandroidelibre.com/2012/07/todo-sobre-ouya-la-consola-con-android-que-puede-revolucionar-el-mundo-de-los-videojuegos.html> (Acceso: 17 Mar. 2015).

"Privalia" *CrunchBase*. Disponible en: <https://www.crunchbase.com/organization/privalia> (Acceso: 12 de marzo de 2015)

Privalia.com, (2015). *PRIVALIA GROUP - Welcome to Deutschland , Italia, Brasil, España (2013)*. [online] Disponible en: <http://privalia.com> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Ruiz, J.M, (2010). “*Crowdfunding y creative commons*” *CDC Cuaderons de Comunicación*. Nº4, pp. 30-33 ISSN-e 1988-3153. Dialnet.

Schell, J.M. (2014) “Private equity funds: business structure and operations” ISBN-13: 978-1588520883 pp. 1-19

Seco, M. (2008). “Capital riesgo y financiación de pymes” *Colección EOI empresas*. ISSN 1888-5993. Disponible en: http://api.eoi.es/api_v1_dev.php/fedora/asset/eoi:12130/componente12129.pdf (Acceso: 17 Mar. 2015).

Simón, S., Villa, B., (2011), “Cómo tratar con el capital riesgo”.

Sørensen, M (2007), “*How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital*”, *Journal of finance*, Vol. 62, Nº 6, pp. 2725-2762, Business Source Complete, EBSCOhost, (Acceso: 17 Mar. 2015).

Talmor, E. and Vasvari, F. (2011). “*International private equity.*” John Wiley [distributor]: Wiley-Interscience.

Vinaixa, J. (2015). “El *crowdfunding* y la creación individual de valor.” *El país*. [online] Disponible en: <http://blogs.elpais.com/idearium/2014/01/el-crowdfunding-y-la-creación-individual-de-valor-.html> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Web.spaincrowdfunding.org, (2015). *Asociación Española de Crowdfunding, Asociación de Empresas y Profesionales de Crowdfunding del Estado Español*. [online] Disponible en: <http://web.spaincrowdfunding.org> (Acceso: 17 Mar. 2015).

Webcapitalriesgo.com, (2015). *Webcapitalriesgo: capital riesgo, private equity, venture capital, business angels*. [online] Disponible en: <https://www.webcapitalriesgo.com> (Acceso: 17 Mar. 2015)