

Nuevos agentes en el mercado de financiación del emprendimiento: el papel del *equity crowdfunding*

(New players in the entrepreneurial finance market: the role of equity crowdfunding)

Carlos Bellón Núñez-Mera

*Departamento de Gestión Financiera
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas*

Susana de los Ríos Sastre

*Departamento de Gestión Financiera
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas*

Rocío Sáenz-Díez Rojas

*Departamento de Gestión Financiera
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas*

Sumario: 1. Emprendimiento, competitividad e innovación en Europa: datos recientes. 2. Financiación del emprendimiento. 2.1. Breve aproximación a la situación actual en Europa de la financiación del emprendimiento en sus fases más tempranas. 3. El crowdfunding como instrumento de financiación de negocios nacientes. 3.1. El crowdfunding en la actualidad. 4. Tendencias recientes en la financiación del emprendimiento en España. 5. Conclusión. Bibliografía. Apéndice.

Resumen: Aunque recientemente las condiciones económicas y crediticias manifiesten una mejoría generalizada, el alto riesgo consustancial a la actividad emprendedora y a las primeras fases de vida de las empresas produce que el acceso a la financiación siga siendo uno de los caballos de batalla de un ecosistema emprendedor saludable. Debido al innegable papel de esta actividad emprendedora como catalizadora de innovación, competitividad y crecimiento económico, resulta positivo el enriquecimiento del panorama de financiación del emprendimiento con nuevos inversores cada vez más activos como plataformas de crowdfunding o redes de business angels. En este artículo

se exponen brevemente los principales problemas que afectan a la financiación del emprendimiento y la forma en que los distintos inversores lidian con ellos. Se presta especial atención al fenómeno del crowdfunding de inversión, presentando una visión general de esta figura y su reciente evolución.

Palabras clave: *emprendedores, financiación alternativa, financiación del emprendimiento, crowdfunding, venture capital.*

Abstract: *Despite the general improvement of the economic and credit conditions, the high risk inherent to new business ventures continues to make early stage financing a difficult task and one of the main drawbacks of a healthy ecosystem for entrepreneurs. Due to the undeniable role that entrepreneurial activity plays as a catalyst for innovation, competitiveness and economic growth, the enrichment of the entrepreneurial financing landscape with new, increasingly active investors such as crowdfunding platforms or business angels networks is positive. This article briefly describes the main problems that affect early stage financing, and the way in which different investors deal with them. Special attention is paid to the phenomenon of investment crowdfunding, presenting an overview of this figure and its recent evolution.*

Key words: *entrepreneurship, alternative finance, early stage financing, crowdfunding, venture capital.*

1. Emprendimiento, competitividad e innovación en Europa: datos recientes

Una década después del comienzo de la crisis financiera, parece que las posibilidades para lograr una recuperación económica sostenida a nivel mundial son un tanto inciertas. Según el informe global de competitividad 2017-2018 del Foro Económico Mundial (World Economic Forum, 2017), la mejora de la productividad y competitividad de gran parte de las economías analizadas no está siendo tan positiva como se esperaba e, incluso, surgen dudas sobre la capacidad real de muchos países para incorporar en sus sistemas productivos un grado de innovación suficiente para lograrlo. En dicho informe, se pone de manifiesto una vez más el desequilibrio existente entre la inversión en tecnología y su incorporación de forma extensiva a los diferentes sectores económicos, lo cual provoca que los avances conseguidos en innovación no siempre se reflejen en un aumento de la productividad.

En concreto, en Europa, durante los últimos años se han producido avances en algunos aspectos relacionados con los ecosistemas de innovación, como por ejemplo el incremento en el gasto en I+D por parte de las empresas o la mejora en la calidad de las instituciones científicas.

Estos hechos unidos a la recuperación experimentada en el ámbito macroeconómico han permitido que, en el último ranking elaborado en el seno del World Economic Forum, seis de las diez economías más competitivas a nivel mundial correspondan a países europeos.

Global Competitiveness Index 2017-2018	
1. Suiza	6. Hong Kong
2. Estados Unidos	7. Suecia
3. Singapur	8. Reino Unido
4. Países Bajos	9. Japón
5. Alemania	10. Finlandia

Fuente: Datos extraídos de World Economic Forum (2017)

No obstante, no todos los factores analizados en el mencionado informe presentan una evolución positiva. De hecho, permanecen las diferencias entre países europeos, poniendo de manifiesto una clara desigualdad entre economías del norte y el sur. Por tanto, aunque se habla con frecuencia del gran potencial de Europa como mercado único, hay sin duda aspectos susceptibles de mejora.

Según los últimos datos publicados relativos al Índice Global de Innovación, entre los diez países con mejor posición en el ámbito internacional, hay ocho europeos, lo cual muestra el reconocimiento a nivel mundial de ciertas regiones de Europa en la generación de innovación.

Global Innovation Index 2017	
1. Suiza	6. Dinamarca
2. Suecia	7. Singapur
3. Países Bajos	8. Finlandia
4. Estados Unidos	9. Alemania
5. Reino Unido	10. Irlanda

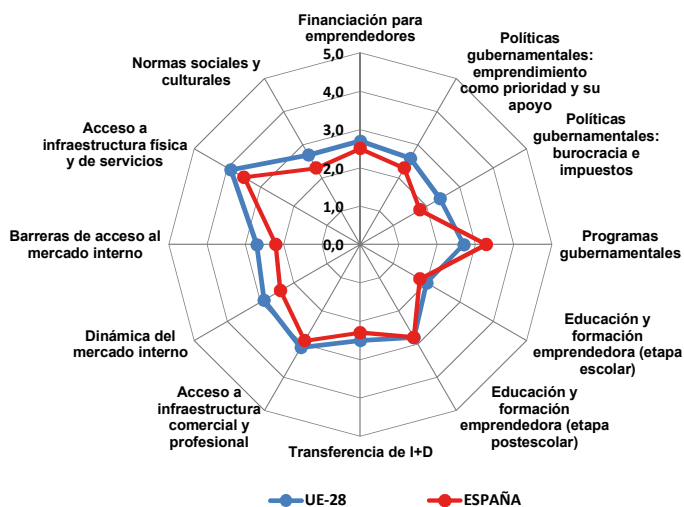
Fuente: Datos extraídos de Cornell University, INSEAD y WIPO (2017)

Ahora bien, con el objetivo puesto en lograr un modelo de crecimiento sostenible basado en la innovación, es necesario cuidar y fomentar el ecosistema emprendedor, entendiendo como tal el conjunto de relaciones entre entidades y personas emprendedoras con sus entornos tecnológicos, académicos, sociales, políticos y económicos estimulantes para el desarrollo

de sus iniciativas. Estos es así, puesto que la actividad emprendedora es el eslabón perdido necesario para canalizar la innovación y convertirla en nuevos productos y servicios que se traduzcan en crecimiento económico.

En este sentido, los resultados del informe más reciente del Global Entrepreneurship Monitor (GEM 2018) acerca de la actividad emprendedora en España, revelan algunos datos positivos sobre la inclinación de la población hacia una actividad emprendedora, aunque aún hay obstáculos que superar y aspectos que son sustancialmente mejorables. Como primera aproximación, en el siguiente gráfico se presenta cuál es la valoración de un conjunto de expertos sobre las condiciones del entorno europeo para emprender. Puede observarse que en la mayoría de los factores analizados, el ecosistema emprendedor español ha recibido una valoración algo inferior al promedio de la Unión Europea. Tan sólo hay dos elementos en los que la situación española iguala o supera la media europea, a saber: la educación en la etapa post-escolar y las políticas gubernamentales, respectivamente.

Valoración media de los expertos sobre las condiciones del entorno para emprender en España y la Unión Europea, año 2017



Escala Likert de 1 a 5

Fuente: GEM (2018)

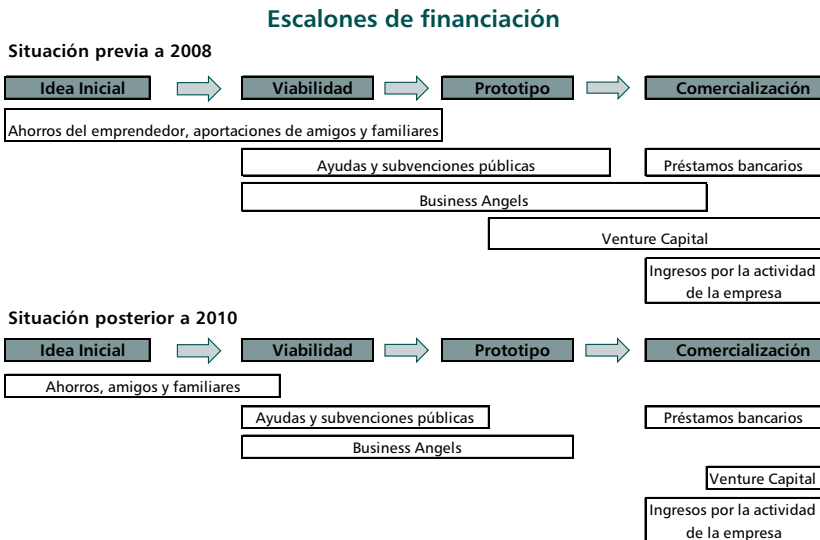
Es evidente que el acceso a la financiación sigue siendo una de las dificultades principales para los emprendedores, y por eso, sigue siendo decisivo que se ofrezcan fuentes de financiación alternativas que se adapten a la demanda de recursos financieros de los negocios nacientes.

2. Financiación del emprendimiento

El área que se conoce como “financiación del emprendimiento” abarca todo lo referente a fomentar la creación de empresas proporcionando los recursos necesarios para que un proyecto se ponga en marcha e inicie su actividad.

Las graves restricciones al crédito bancario producidas durante, y hasta cierto punto también con posterioridad a, la crisis crediticia iniciada en 2008, la reducción de la renta disponible de las familias, y la cautela que durante unos años inhibió radicalmente la actividad de capital riesgo (tanto en su faceta más *venture* como en las inversiones de *private equity*) dificultó enormemente el acceso a financiación a los emprendedores, empresas jóvenes y PYME en general. Todavía en el año 2015 la encuesta GEM España mencionaba las dificultades en el acceso a la financiación como el principal obstáculo para la actividad emprendedora (para un 70,6% de los expertos entrevistados)¹.

En este sentido, Harrison (2013) habla del cambio producido a raíz de la crisis en lo que algunos autores denominan “la escalera de financiación”, que muestra de forma gráfica la distinta participación de los proveedores de capital durante las primeras fases de vida de una empresa.



Fuente: Harrison (2013)

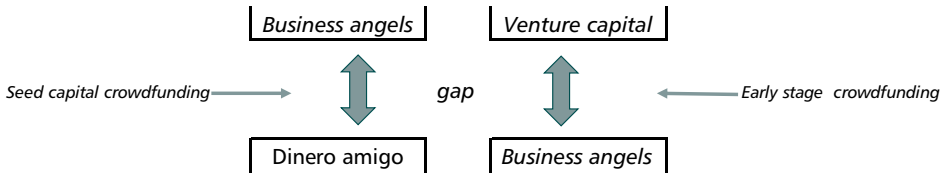
¹ En el más reciente estudio GEM (2018) para España, se observa cierta mejoría, puesto que el acceso a la financiación supone un obstáculo para el 50% de los expertos entrevistados pasando a ocupar el segundo puesto entre las dificultades a la actividad emprendedora en nuestro país.

Las restricciones en la disponibilidad de fondos acaecidas durante los años de crisis crediticia, tal y como se desprende del gráfico anterior, han sido uno de los factores detrás de la aparición de nuevos agentes y nuevas formas de canalizar financiación a negocios nacientes. De hecho, el desarrollo de novedosas alternativas de financiación al emprendimiento y a las empresas en sus fases más tempranas de vida, suponen la característica más llamativa de la transformación del mercado de financiación empresarial en los últimos años. Así, junto a los proveedores tradicionales de fondos, como sería el capital riesgo en su faceta de *venture capital*, se empieza a hablar de “capital riesgo informal” para hacer referencia a figuras tan variadas como los *business angels*, aceleradoras-incubadoras, plataformas de *equity crowdfunding* o *family offices*. Algunos de estos nuevos inversores tienen en cuenta no sólo objetivos meramente financieros, sino que también están interesados en aspectos como por ejemplo el impacto social de la inversión, objetivos estratégicos o tecnológicos y objetivos políticos de estímulo económico.

En general, la inversión inicial en un negocio naciente resulta de una combinación de lo que en este trabajo se denomina como “dinero amigo” (ahorros del emprendedor, familia, amigos, “fans”...)² y subvenciones o ayudas públicas. Conforme la empresa progresa hacia el diseño de un producto prototipo, es posible acceder a fuentes de financiación más formales, como *business angels*, que suponen normalmente la primera ronda de inversión independiente, que tiene lugar de forma simultánea o posterior a las aportaciones iniciales de dinero amigo. En estos momentos, puede que los proyectos no estén tan desarrollados todavía como para atraer inversores externos de *venture capital* o préstamos bancarios. Es evidente que, como se comentará a continuación, las características y objetivos de cada inversor condicionan su comportamiento y sus preferencias en cuanto al tipo de proyecto a financiar, por lo que en esta “escalera de financiación” aparecen huecos en los que la escasez de recursos disponibles para el emprendedor es aún más acentuada. La presencia estructural de estos *gaps*, y la ampliación de su tamaño en momentos de recesión, que se observa claramente en el gráfico anterior, pueden suponer una oportunidad para los nuevos agentes financiadores del emprendimiento, como el *crowdfunding* de inversión. Collins y Pierrakis (2012) identifican dos de estos huecos o *gaps*: uno en la fase inicial o *seed*, cuando el dinero amigo no es suficiente, pero el monto de la inversión es demasiado pequeño para el interés de un *business angel*; y otro en una fase algo posterior, cuando la cuantía está por encima del nivel de inversión habitual de los *business angels*, pero no llega al tamaño necesario para interesar a los fondos de *venture capital*. Estos *gaps* suponen oportunidades interesantes para el *crowdfunding* (en las modalidades de *seed capital crowdfunding* y *early stage crowdfunding* respectivamente) que puede jugar un papel importante en el ecosistema emprendedor estrechando estos huecos y proporcionando financiación a proyectos que no podrían acceder a recursos de otra forma.

2 Harrison (2013) define este “love money” como las 5 Fs: *founder, family, friends, fans and fools*.

Gaps de financiación y oportunidades de crowdfunding



Dentro de este contexto de financiación del emprendimiento, surge la cuestión, como señalan Bellón y Ruiz-Verdú (2018), de cómo los distintos inversores abordan los tres problemas básicos con los que se enfrenta cualquier proveedor de fondos en las etapas iniciales de una empresa: (1) el mayor grado de incertidumbre inherente a este tipo de proyectos; (2) la distribución asimétrica de información entre el emprendedor y los inversores potenciales sobre las perspectivas futuras del proyecto y (3) la posibilidad de que el empresario no use los fondos recaudados en interés de los inversores. Los dos primeros inconvenientes tienen que ver con la calidad y disponibilidad de la información sobre la empresa, y provocan un problema conocido en la literatura como *adverse selection*, mientras que el tercero tiene que ver con el conflicto de intereses entre inversores y gestores (problema de agencia) generando situaciones de riesgo moral o *moral hazard*. Estos problemas no se presentan de manera uniforme, sino que las inversiones en estas fases tempranas de vida de la empresa pueden variar en la severidad del conflicto de intereses entre inversores y gestores, en su grado de incertidumbre y en la dimensión de la misma: puede producirse incertidumbre en cuanto a la demanda del producto, en cuanto a la capacidad del equipo o en cuanto a la viabilidad técnica o económica de la empresa.

Los proveedores de capital varían en la forma de abordar estos problemas, utilizando de forma diferente herramientas como: la búsqueda de información y análisis inicial; el control y monitorización de la inversión; el acompañamiento y mentorización del emprendedor; la forma de estructurar la toma de decisiones o la rentabilidad de la inversión.

Selección inicial: Antes de proporcionar los fondos, los posibles inversores o algunos intermediarios pueden investigar el proyecto y los gestores para obtener información sobre el valor potencial de la inversión y la calidad del equipo. Para mitigar la asimetría en la información, los inversores pueden estructurar el acuerdo de financiación de forma que incentive al emprendedor y su equipo a proporcionar información.

Monitorización y control posterior; asesoramiento y acompañamiento al emprendedor: Una vez que la financiación del proyecto se ha llevado a cabo, los distintos inversores ponen en práctica diferentes medidas de seguimiento a fin de controlar desviaciones sobre la trayectoria prevista, y de evitar comportamientos oportunistas de los receptores de fondos.

A menudo estos inversores se definen como cualificados ya que, además de proporcionar recursos, aportan valor añadido a la gestión de la empresa, mediante asesoramiento y acompañamiento al emprendedor y su equipo, lo que les permite a su vez una mayor supervisión y un mejor acceso a la información.

Derechos de decisión: Una forma específica de control y seguimiento consiste en limitar la toma de ciertas decisiones por parte del equipo gestor, o proporcionar derechos a los inversores, de modo que se pueda garantizar que el emprendedor y su equipo actúen de forma correcta, llegando incluso a reemplazarlos si fuera necesario.

Rentabilidad de la inversión y remuneración del equipo: el diseño de estos elementos, la rentabilidad de los inversores y la remuneración de los gestores, pueden hacerse de manera que se alineen los intereses de ambos y se proporcione al administrador los incentivos para actuar en beneficio de los inversores.

Estos elementos y otros como los derechos de los inversores ante una potencial desinversión³ pueden ser recogidos en acuerdos de accionistas, formales o informales (acuerdos tácitos). Siguiendo a Bellón y Ruiz-Verdú (2018), se explica a continuación cómo las distintas fuentes de financiación a emprendedores (*venture capital*, *business angels* y *equity crowdfunding*) tratan estos problemas de manera muy diferente.

La financiación de empresas nacientes proveniente de fondos de *venture capital* se ha centrado tradicionalmente en la tercera y cuarta fase de la “escalera de financiación” (prototipo y comercialización). Si bien estos fondos realizan algunas inversiones en la fase semilla (donde los tamaños típicos de las inversiones son de entre \$0,5 y \$1 millón), su área de actuación preferida son inversiones en *start up* y *later stage venture*⁴ (de un tamaño entre \$2 y \$4 millones), y *growth* (entre \$5 y \$10 millones).⁵

La selección de inversiones por parte de los fondos de *venture capital* requiere un análisis pormenorizado de los planes de negocio, consulta de referencias, etc. Este es uno de los mecanismos para reducir la incertidumbre asociada al proceso de inversión en empresas de nueva creación. El otro mecanismo típico de estos fondos es la inversión escalonada o en fases: la aportación de recursos no se realiza toda de una vez, sino que cada estadio se condiciona a la superación de objetivos prefijados. Así se asegura un adecuado progreso en el desarrollo del plan de negocio, se minimizan las pérdidas si se descubre que el proyecto no tiene el potencial adecuado y se controla que el comportamiento del emprendedor se alinee con los intereses del fondo.

3 Existencia de cláusulas *tag along* o *drag along* por ejemplo.

4 Puesto que no existe uniformidad en la acepción de estos términos, en el apéndice de este trabajo se incluyen algunas definiciones sobre las distintas fases de la inversión temprana en proyectos empresariales.

5 Fuente: Invest Europe (2017).



La inversión de fondos *venture capital* suele estructurarse a través de diversos tipos de instrumentos preferentes convertibles, lo que también tiene como objetivo reducir paulatinamente la incertidumbre acerca de las perspectivas del emprendedor mediante el diseño de los términos de conversión en acciones. Así, en caso de que el valor de la empresa sea bajo, el fondo de *venture capital* obtiene unas condiciones similares a la deuda, mientras que, si el valor es alto, la participación se convierte en acciones.

Finalmente, en lo referente a la supervisión del emprendedor, los fondos de *venture capital* suelen tener una presencia activa en los órganos de gobierno corporativo interactuando muy estrechamente con los emprendedores.

Los *business angels* son individuos, a menudo con experiencia como directivos o emprendedores, que invierten su propio dinero en empresas nacientes que no están gestionadas por amigos o familiares (es decir, no se consideran dinero amigo). Es muy común que los *business angels* inviertan formando parte de redes o sindicatos formales o informales.

La selección de proyectos por parte de estos inversores se produce de manera similar a los fondos de *venture capital*, si bien el tiempo dedicado al *due diligence* es menor y el proceso es menos sistemático. Los *business angels* típicamente invierten en fases anteriores al *venture capital* y en cantidades significativamente menores. En Europa continental en 2016, el tamaño medio de su inversión fue de alrededor de \$188.000.

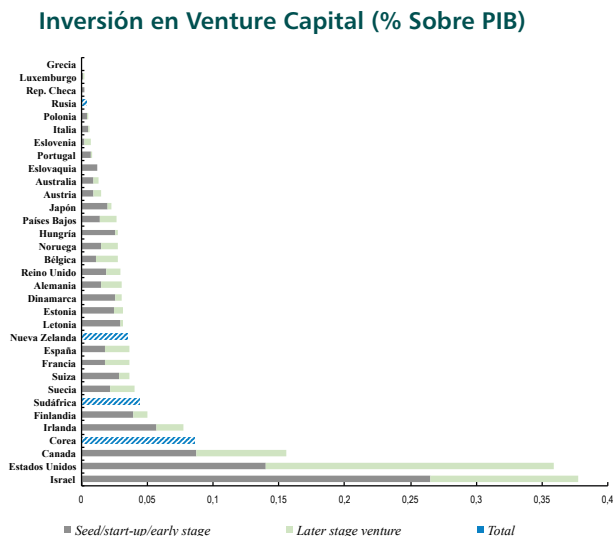
Hay mucha heterogeneidad en el nivel de supervisión y acompañamiento del emprendedor que realizan estos inversores: desde *angels* con una actitud completamente pasiva hasta aquellos que se convierten en CEOs de la empresa en la que invierten. En la mitad de los casos, los *business angels* ni siquiera tienen representación en el Consejo de Administración. Esta heterogeneidad también está presente en las formas de estructurar la inversión, que van desde complejos instrumentos convertibles parecidos a los usados por el *venture capital* hasta acciones ordinarias, si bien este último sistema es el más común.

El *crowdfunding*, al que se hará referencia en el apartado 3, es un tipo de financiación colectiva en el que un gran número de inversores financia con pequeñas aportaciones las iniciativas de otras personas u organizaciones. Este término viene del vocablo inglés "*crowd*", que se refiere a multitud, y "*funding*", que significa financiación. La modalidad de *crowdfunding* de inversión, y más concretamente la de *equity crowdfunding*, es la más relevante en el contexto de la financiación del emprendimiento y como alternativa a otros proveedores de recursos como *venture capital* o *business angels*. Aunque el término *equity crowdfunding* sugiere que la contraprestación del inversor a través de este tipo de plataformas es en forma de acciones, este no es siempre el caso, emitiéndose muchos otros tipos de instrumentos, como *Simple Agreements for Future Equity* (SAFE), *Keep it Simple Securities* (KISS) o préstamos participativos.

En contraste con el *venture capital* y los *business angels*, en el proceso de selección de proyectos los inversores en *equity crowdfunding* no establecen contacto personal con el emprendedor y la decisión se toma exclusivamente en función de la información que se publica en la plataforma, resultando crucial la evolución de apoyos que obtiene el proyecto durante la campaña y que los inversores observan con mucho más detalle que en otras formas de financiación. Además, los inversores en *equity crowdfunding* no suelen tener muchos derechos de control sobre la empresa, ni tienen acceso a canales formales o informales para influir sobre el comportamiento del emprendedor, con la única excepción de los comentarios que pueden dejar en las plataformas.

2.1. Breve aproximación a la situación actual en Europa de la financiación del emprendimiento en sus fases más tempranas

El volumen de recursos gestionado en la industria de capital riesgo europea es aún pequeño si lo comparamos con otras zonas, como por ejemplo Estados Unidos. Aunque la evolución general es positiva, estas diferencias son igual de evidentes en el tramo de *venture capital*. En el siguiente gráfico se presentan las inversiones de *venture capital* como porcentaje del PIB, para una selección de países entre los que se encuentra una muestra importante de naciones europeas. Pueden comprobarse a simple vista las grandes diferencias existentes entre mercados maduros como son Israel y Estados Unidos, con un porcentaje de inversión cercano al 0,4% del PIB y los países europeos, entre los que se encuentra España (inferior al 0,04%).

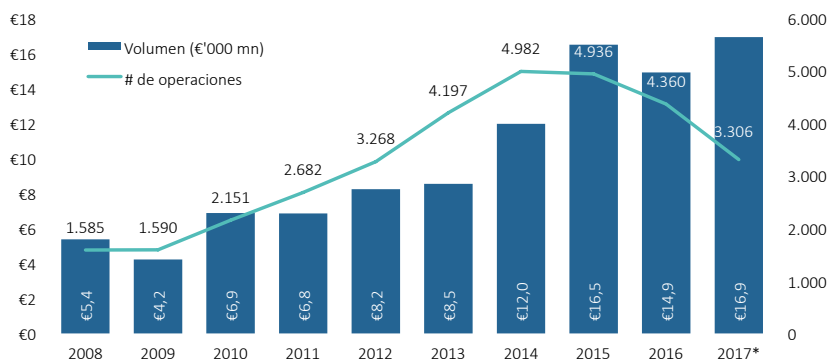


Fuente: OCDE (2017)

Ante esta realidad en Europa, son numerosas las instituciones que hacen esfuerzos por fomentar el uso de fuentes de financiación alternativas, entre las que se halla el capital riesgo. En concreto, la propia Asociación Europea de Capital Riesgo reconoce que el desarrollo de esta industria es considerado una importante condición marco para estimular emprendimiento innovador (Invest Europe, 2017).

En lo que se refiere al *venture capital* el año 2017 ha sido exitoso tanto en captación de fondos, como en volumen de inversión, aunque continúa la tendencia a la baja en el número de operaciones realizadas. El gráfico que se muestra a continuación puede servir como resumen de la evolución de la última década en lo relativo a inversiones realizadas por estos fondos en empresas europeas.

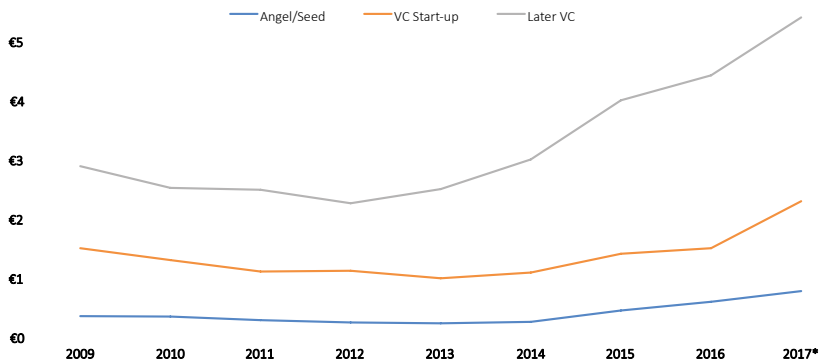
Evolución de las inversiones en *venture capital* en Europa



Fuente: Pitchbook (2018)

Esta reducción del número de operaciones en *angel* y capital semilla parece indicar que los inversores prefieren concentrar la financiación en operaciones de mayor tamaño en empresas que están en fases más avanzadas (KPMG, 2018). En el gráfico siguiente se confirma como el tamaño medio de las operaciones de *venture*, sea cual sea la etapa a la que se dirigen, sigue incrementándose en 2017.

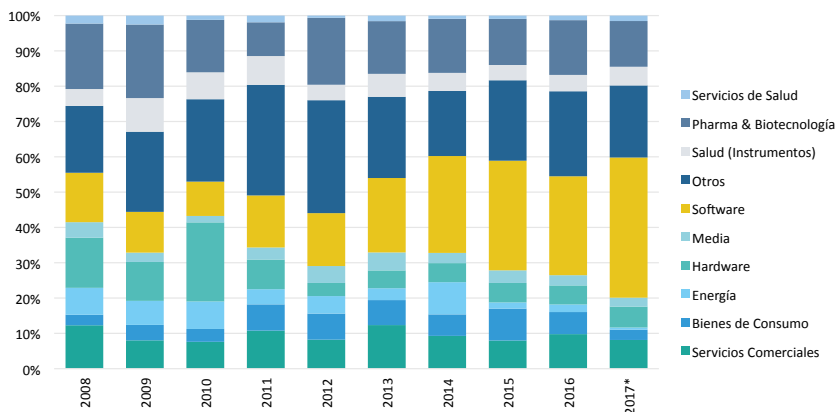
Tamaño medio de las operaciones de financiación temprana en Europa (millones de €)



Fuente: Pitchbook (2018)

Para finalizar, se presenta a continuación la evolución de las inversiones en *venture capital* en Europa, distribuidas por sectores de actividad. Al examinar las cifras de 2017 se comprueba como gran parte de éstas están concentradas en empresas de *software*.

Evolución de las inversiones en *venture capital* por sector en Europa



Fuente: Pitchbook (2018). Porcentajes sobre el volumen total anual.

3. El *crowdfunding* como instrumento de financiación de negocios nacientes

La restricción en la disponibilidad de fondos derivada de la crisis crediticia, a la que ya se ha hecho referencia, produjo, junto con otros factores como los avances tecnológicos, la aparición de nuevos agentes y nuevas formas de canalizar financiación a proyectos empresariales, entre los que se encuentra el fenómeno del *crowdfunding*. Si bien no puede considerarse que la figura del *crowdfunding* sea totalmente novedosa⁶, internet ha posibilitado su desarrollo y expansión de tal forma que sus aportaciones suponen una importante fuente de financiación para proyectos de todo tipo, como se desprende de la cifra global recaudada por las plataformas de *crowdfunding* en 2016 que ascendió a \$238.900 millones aproximadamente⁷.

Como ya se ha mencionado, se entiende como *crowdfunding* la práctica de financiar un proyecto o una empresa obteniendo muchas contribuciones de poca cuantía de un gran número de financiadores, normalmente a través de internet. La figura de *crowdfunding* se ha descrito en ocasiones, como recuerda Harris (2013), como la conjunción de dos ideas: En primer lugar, el concepto, más amplio, de *crowdsourcing*, entendiendo como tal la puesta en común de todo tipo de contribuciones (servicios, ideas...) de un gran colectivo de personas, dividiendo una tarea de cierta dimensión en pequeñas porciones de forma que puede alcanzarse entre todos. En segundo lugar, el concepto de microcréditos, que supone el préstamo de pequeñas cantidades a receptores social o económicamente desfavorecidos y que serían incapaces de obtener recursos a través de los canales tradicionales del sistema. El fenómeno de *crowdfunding* se puede también englobar dentro de lo que el Cambridge Center for Alternative Finance denomina “métodos de financiación alternativos” y que engloba “todos aquellos canales o plataformas online que utilizan la tecnología para actuar como intermediarios en la oferta y demanda de fondos a individuos y empresas fuera del sistema bancario tradicional”⁸.

En el fenómeno de *crowdfunding*, se pueden distinguir varios tipos en función de la contrapartida que obtiene el proveedor de capital: *crowdfunding* de donación, en el que las aportaciones se hacen sin contraprestación alguna; *crowdfunding* de recompensa, en el que las contraprestaciones son no monetarias; *crowdfunding* de préstamo o P2P *lending*, en el que la contraprestación toma la forma de un tipo de interés sobre la aportación realizada; y *equity crowdfunding*, en el que la contraprestación está ligada a la buena marcha de la

6 Es posible encontrar precedentes históricos a lo que hoy se conoce como *crowdfunding* (un ejemplo serían los movimientos cooperativistas de los siglos XIX y XX), siendo el caso más paradigmático la campaña periodística que tuvo lugar en Nueva York en 1885, en la que se recolectaron fondos para financiar el pedestal de la Estatua de la Libertad, regalo del gobierno francés. Más de 160.000 donantes contribuyeron, siendo más de las tres cuartas partes de las donaciones cantidades menores a un dólar.

7 Ziegler et al. (2017) y (2018) y Zhang et al. (2017)

8 Ziegler et al. (2018)

empresa, ya sea en forma de acciones o participaciones en ventas o beneficios. Dentro de la figura del *crowdfunding* de recompensa, se puede realizar una distinción adicional entre una contraprestación que suponga ventas anticipadas del producto que se trata de financiar (en estos casos, además de proporcionar recursos, los aportantes sirven como banco de pruebas para estimar la demanda potencial) y cualquier otro tipo de contraprestación no dineraria. En este trabajo se denominará *crowdfunding* de inversión a las modalidades de *crowdfunding* de préstamo y *equity crowdfunding*, si bien es este último el objeto principal de nuestro estudio al suponer una alternativa a la inversión de *venture capital* o de *business angels*.

Sea como fuere el tipo de *crowdfunding*, la figura democratiza tanto la financiación de ideas y proyectos, que pueden acceder a inversores fuera de los canales más formales y tradicionales; como la inversión de individuos y entidades que ahora pueden acceder a su vez a ideas y proyectos de gran variedad y con un bajo compromiso de capital⁹.

El *crowdfunding* ha supuesto un cambio en la intermediación tradicional del mercado de financiación empresarial, ya que es ahora la plataforma la que pone en contacto a los proveedores de fondos y a los promotores de proyectos o empresarios. El papel de estas plataformas resulta clave para mantener la confianza del sistema, especialmente en la modalidad de *crowdfunding* de inversión, confianza que la regulación en la que se encuadra este fenómeno trata de proteger.

La naturaleza del *crowdfunding* de inversión, al prometer a los inversores una rentabilidad monetaria lo somete, en principio, a la regulación sobre emisión de valores. Esta regulación trata de reducir los problemas de agencia inherentes a la diferencia de información entre el inversor y la empresa, exigiendo un cierto nivel de transparencia al empresario que se concreta en las obligaciones de comunicación y registro públicos. Este proceso suele ser largo y costoso, complicando el acceso de los emprendedores a la financiación, por lo que en cada ordenamiento jurídico existen distintas excepciones para simplificar y abaratar los trámites.

La regulación base que se aplica a las plataformas de *crowdfunding* de inversión en Europa es la Directiva “Markets in Financial Instruments Directive” (MiFID), si bien hay diferencias entre países¹⁰ en la implementación concreta. En el Reino Unido y Alemania, ya existían exenciones que permitían el desarrollo del *crowdfunding* sin necesidad de innovaciones legales, y es una de las razones de que el mercado en estas dos jurisdicciones sea más maduro que en el resto de Europa, o incluso que en EE.UU. donde la regulación sobre *equity crowdfunding* no llega hasta la aprobación del JOBS Act en 2012. En general, el *crowdfunding* se puede beneficiar de dos tipos de excepciones regulatorias: (i) Levantar todas las restricciones a la

⁹ Ver Mollick y Robb (2016) entre otros.

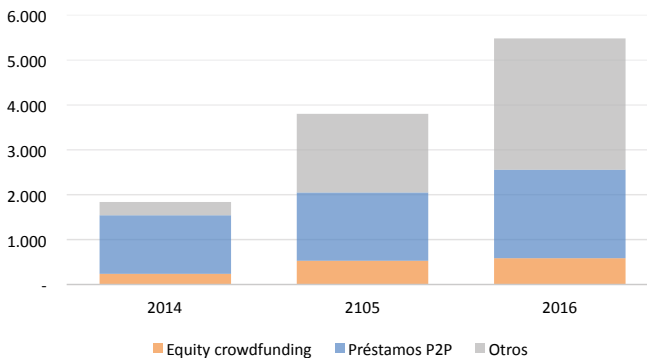
¹⁰ En Italia, la regulación es el Decreto Legge no. 179/2012 de Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese de octubre de 2012; en Francia la Ordinance 2014-559 de mayo de 2014, y en España la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial de abril de 2015.

publicidad de la emisión siempre que todos los inversores estén acreditados¹¹. Un inversor está “acreditado” a partir de un nivel de ingresos o patrimonio (en España €50.000 y €100.000 respectivamente) por encima del cual se asume que no necesita protección alguna. (ii) Permitir la participación de inversores no acreditados bajo ciertas condiciones¹², siendo la más habitual limitar el montante que un solo individuo puede invertir. En España, el límite se encuentran en la actualidad en €3.000 por proyecto o €10.000 invertidos al año. En términos de las obligaciones de información, la normativa Europea requiere un “Prospecto” (que supone un muy alto grado de transparencia y tiene un coste elevado) para emisiones de más de €5 millones. En España hasta los €2 millones por plataforma y año, las obligaciones de información son mucho más simplificadas.

3.1. El *crowdfunding* en la actualidad

La tendencia más importante en el mercado de la financiación del emprendimiento es el progresivo afianzamiento del capital riesgo informal como una alternativa establecida a los métodos tradicionales. Como se aprecia en el siguiente gráfico, el volumen de financiación de empresas que procede de canales de financiación alternativos ha crecido un 44%, superando los \$5.400 millones en 2016. La mayor parte de esta financiación se produce a través de préstamos P2P (\$3.800 millones) y otras formas de financiación alternativa (como *real estate crowdfunding* o *balance sheet lending*), pero el *equity crowdfunding* aunque de menor envergadura, supone €550 millones en 2016, cifra similar a los €500 millones que reporta Invest Europe como inversiones en *seed* de la industria del *venture capital* en el mismo año.

Financiación alternativa de negocios en la Unión Europea (millones de \$)



Fuente: Ziegler et al. (2018)

11 Solución inicial implementada en EE.UU. en el Título II del JOBS Act de 2012.

12 Solución elegida por la mayoría de las regulaciones nacionales europeas e implementada en el Título III del JOBS Act que entró en vigor en 2016.

Los datos del Reino Unido, que como se comentó anteriormente, es el mercado más desarrollado en términos de *crowdfunding*, demuestran que el papel que el *crowdfunding* de inversión (tanto en forma de *equity* como de deuda) juega en la financiación de empresas de nueva creación es creciente e importante. En 2016, alrededor de 33.000 empresas (un 2,5% del total de empresas activas) utilizaron algún tipo de financiación alternativa. Esto supone un incremento del 64% frente a las 20.000 empresas financiadas de este modo en 2015¹³. El *equity crowdfunding* representó en 2016 un volumen de GBP272 millones, pasando de menos de un 0,5% de todas las inversiones en rondas *seed* en 2011, a más de un 17% en 2016¹⁴. Las plataformas de *crowdfunding* en 2016 realizaron 192 operaciones, lo que supone el 34% de todas las operaciones *seed* superando en número a las realizadas por los fondos de *venture capital* (132)¹⁵.

En el resto de la Unión Europea se advierte una consolidación similar de la financiación alternativa: En 2016 más de 14.500 empresas recibieron este tipo de financiación (un incremento del 54% respecto a 2015) por un montante total de \$1.198 millones. El *equity crowdfunding* representó en 2016 un 54% del volumen de inversiones en fases tempranas (\$233 millones)¹⁶.

La pregunta que se plantea es si este crecimiento se produce a costa de los canales tradicionales de financiación o supone una inyección de recursos adicionales al sistema (lo que se conoce como *net new money*). Sobre este punto, no hay suficiente evidencia como para dar una respuesta definitiva. Por un lado, las entrevistas realizadas por Estrin et al. (2018) a inversores en *equity crowdfunding* encontraron que en la mayoría de los casos éstos no habían realizado anteriormente inversiones en *equity* de ningún tipo. Esto sugiere que, al menos en parte, el *equity crowdfunding* es complementario a la tradicional inversión en empresas no cotizadas al atraer a un tipo de inversor distinto. Por otro lado, se ha identificado una creciente institucionalización de las formas de financiación alternativas. Por ejemplo, en el Reino Unido en 2016, un 25% del volumen de *equity crowdfunding* lo originaron inversores institucionales, frente a tan solo un 8% en 2015¹⁷, mientras que en Europa Continental este porcentaje fue del 13% en 2016. Esto parece indicar que los inversores institucionales utilizan las plataformas de *crowdfunding* para canalizar inversiones que antes realizaban por otras vías.

Para entender la posible relación entre las formas de financiación alternativa y las más tradicionales, es importante conocer el tipo de inversiones que se financian a través de unas y otras. Como se desprende del gráfico siguiente, el tamaño medio de las operaciones en

13 Zhang et al. (2017).

14 Beauhurst (2018) y Zhang et al. (2017).

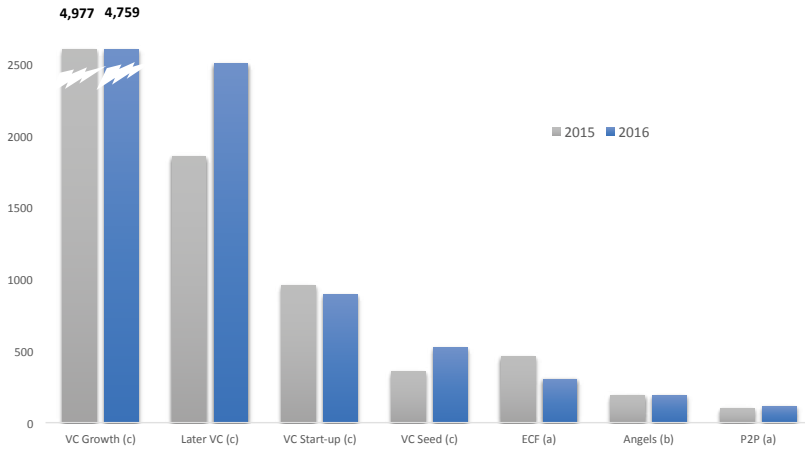
15 British Business Bank (2017).

16 Ziegler et al. (2018).

17 Zhang et al. (2017).

equity crowdfunding es más similar al de las rondas iniciales de *venture capital* que al de las inversiones medias de los *business angels*, mientras que los préstamos P2P tienen un tamaño similar al de la inversión media de los *business angels*.

Tamaño medio de las inversiones (miles de €) en Europa (ex. Reino Unido)



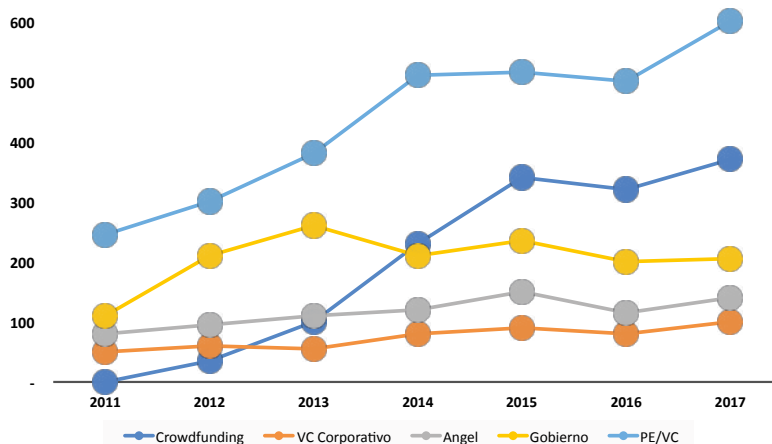
Fuentes: (a) Ziegler et al., 2017; (b)EBAN, 2017; (c) Invest Europe, 2017. Los números de *venture capital* de crecimiento (*growth*) no están a escala.

El *crowdfunding* de recompensa, por otra parte, se orienta a etapas más tempranas y sus inversiones (tamaño medio de €15.000 en 2016) suelen ser menores que las rondas financiadas por dinero amigo, aunque algunos proyectos pueden ser muy grandes (el Pebble Time, que es el proyecto con el record de financiación en Kickstarter, obtuvo más de \$20 millones en 2015).

En cuanto a la evolución y futuro del *equity crowdfunding*, si bien su volumen cayó en 2016 frente a 2015 en los mercados del Reino Unido y EE.UU.¹⁸, el mercado inglés ha vuelto a crecer durante 2017, incrementando su peso relativo entre otras formas de financiación a empresas no cotizadas, como se observa en el gráfico siguiente:

18 En EE.UU. pasó de \$591 a \$549 millones y en Reino Unido de \$360 a \$353.

Inversión en el *equity* de empresas no cotizadas en el Reino Unido (millones de libras)



Fuente: *Beahurst* (2018)

4. Tendencias recientes en la financiación del emprendimiento en España

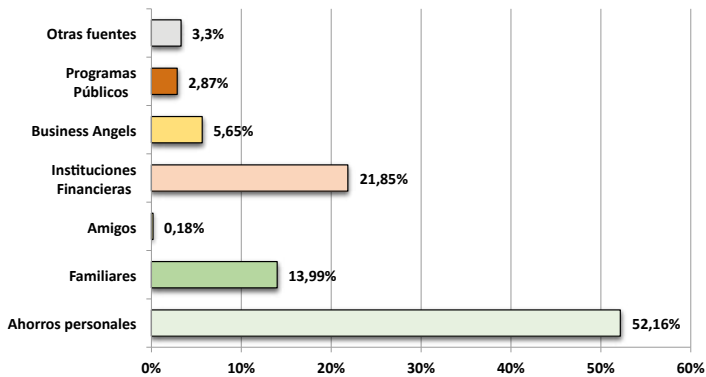
Centrándonos en España, según la información más reciente elaborada por el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM 2018), en 2017 la tasa de actividad emprendedora total ha experimentado un aumento significativo, alcanzando un 6,2%. Dicho con otras palabras, en España seis de cada cien personas de 18-64 años han estado involucradas en iniciativas emprendedoras en los últimos años, cifra que no se alcanzaba desde 2008.

Siendo una tendencia positiva, sin embargo, no se han logrado eliminar aquellas condiciones desfavorables del entorno que continúan obstaculizando la actividad emprendedora en nuestro país, como son: unos procesos administrativos complejos cuando se quiere poner en marcha un nuevo negocio, unidos a excesivos costes derivados de impuestos y/o tasas; la débil cultura emprendedora o la dificultad en el acceso a instrumentos de financiación, tanto públicos como privados.

En lo referente al acceso a la financiación, una vez más se pone de manifiesto la dificultad que encuentran los emprendedores para conseguir recursos a través de los canales tradicionales (v.g. instituciones financieras) cuando se está en las primeras fases de lanzamiento de un negocio. Concretamente, durante las fases más iniciales, de acuerdo a los resultados ofrecidos por el mencionado informe, en 2017 alrededor de un 84% de los emprendedores

involucrados en un negocio naciente recurrió a capital semilla con una cierta diversidad en las fuentes de financiación utilizadas. En el siguiente gráfico se muestran los porcentajes promedios de los diferentes tipos de recursos, entre los que destaca el porcentaje de emprendedores que acuden a sus ahorros personales como fuente de financiación para su negocio.

Fuentes utilizadas para obtener capital semilla en España 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de GEM (2018)

En cuanto a los recursos financieros destinados a las fases *start up* o *later stage*, otros proveedores de fondos, como el *venture capital*, cobran un mayor protagonismo. Conforme a los últimos datos publicados referentes a la actividad de *venture capital* en España, las cifras de 2017 siguieron la tendencia creciente de los últimos años¹⁹, lo cual refuerza la idea de que el ecosistema emprendedor español vive un buen momento, que habrá que seguir cultivando y potenciando para alcanzar un estado de madurez consolidado.

Según cifras de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, los fondos de *venture capital* continúan aumentando su volumen de inversión en España, alcanzando en 2017 los €494 millones, de los cuales más de un 55% corresponde a aportaciones de fondos internacionales. También el número de operaciones se ha incrementado respecto a 2016, en total 519 inversiones de las cuales 63 provienen de inversores internacionales. Estos resultados permiten hablar de máximos históricos en lo que a financiación de *start-ups* españolas se refiere, destacando por actividad el sector de la informática que fue el que mayor volumen de fondos recibió durante 2017, alrededor de €356 millones materializados en 264 operaciones (ASCRI, 2018).

19 Una revisión sintética de las principales cifras y operaciones realizadas hasta 2016, puede verse en [WEBCAPITALRIESGO \(2017\)](#).

Inversión en *venture capital* en el mercado español 2016-2017



Fuente: Elaboración propia a partir de ASCRI (2018)

El reciente estudio KPMG Internacional (2018) se muestra optimista acerca de las perspectivas del mercado de *venture* para el año 2018. Se espera que continúe una evolución positiva a nivel mundial, con una clara focalización de la atención de los inversores hacia las *start-ups* innovadoras que buscan una aplicación eficaz de la tecnología en el campo de la salud (*healthtech*), en la industria automovilística (*autotech*) y biotecnológica en general. Se espera también que se incrementen las inversiones destinadas al sector de la alimentación y de las actividades agrarias (*foodtech* y *agtech* respectivamente). Por supuesto, *blockchain* y aquellos proyectos de aplicabilidad de la inteligencia artificial a la industria más convencional, se mantienen como áreas prioritarias de inversión para los próximos meses.

5. Conclusión

A pesar de la mejoría de la situación económica de los últimos años, uno de los principales obstáculos que cualquier emprendedor se encuentra para realizar su proyecto es el acceso a la financiación inicial. La propia naturaleza de un negocio naciente y su perfil de riesgo son razones inherentes a esta dificultad, puesto que no se cuenta con un historial o con unos activos que sirvan de garantía o, ni siquiera ha habido tiempo para generar ingresos suficientes que permitan confirmar la sostenibilidad del negocio. Además, en el caso de *venture capital*, la mayoría de las iniciativas de emprendimiento no resultan idóneas para este tipo de inversión, ya que a menudo estos proyectos no muestran las tasas de alto crecimiento ni las posibilidades de una desinversión atractiva a medio plazo requeridas por estos fondos; a lo que hay que añadir que en términos relativos hay pocos fondos de *venture capital* en relación al número

de proyectos de emprendimiento buscando financiación. Por este motivo, en la práctica, la inmensa mayoría de los emprendedores, no tienen acceso inmediato ni a financiación bancaria ni a *venture capital*. Sigue siendo decisivo que se ofrezcan fuentes de financiación alternativas que se adapten a la demanda de recursos financieros de empresas de reciente creación. Es indudable la creciente importancia para el ecosistema de nuevos agentes de capital riesgo informal, como los *business angels* y las plataformas de *crowdfunding* de inversión.

Es evidente que el espacio de *crowdfunding* está todavía evolucionando: la aparición y creciente importancia de nuevas instituciones, que actúan como agentes en el mercado; la colaboración o colusión entre distintas figuras (plataformas de *crowdfunding*, *business angels* y fondos de *venture capital* por ejemplo) o los retos e incertidumbres regulatorios sobre su actividad, justifican sobradamente la necesidad de estudiar e incluir este fenómeno en el área de investigación de la financiación del emprendimiento.

6. Bibliografía

- ASCRI (2018): *Anuario 2018- Private Equity & Venture Capital Global*, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.
- BELLÓN, C. Y RUIZ-VERDÚ, P. (2018): *Crowdfunding. What do we know? Papeles de Economía Española (forthcoming)*.
- BEAUHURST (2018): *The Deal – Equity Investment in the UK 2017*.
- BRITISH BUSINESS BANK (2017): *Small Business Equity Tracker 2016*.
- COLLINS, L. Y PIERRAKIS, Y. (2012): *The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investments into Business*. Nesta. Londres, julio.
- CORNELL UNIVERSITY, INSEAD Y WIPO (2017): *The Global Innovation Index 2017: Innovation Feeding the World*, 10th Edition.
- EBAN (2017): *European Statistics Compendium – Early Stage Market Statistics, 2016*.
- ESTRIN, S., GOZMAN, D. Y KHAVUL, S. (2018): The evolution and adoption of equity crowdfunding: entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, 1-15.
- GEM (2018), *Global Entrepreneurship Monitor – Informe GEM España 2017-2018*, Centro Internacional Santander Emprendimiento.
- HARRISON, R. (2013): Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera? *Venture Capital*, vol. 15, nº 4, 283-287.
- HORNUF, L. Y SCHWIENBACHER, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, vol. 49, 579–593.
- INVEST EUROPE (2017): *2016 European Private Equity Activity*
- KPMG INTERNATIONAL (2018): *Venture Pulse - Q4'17: Global Analysis of Venture Funding*, KPMG Enterprise, enero.

- MOLLICK, E. Y ROBB, A. (2016): Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding. *California Management Review*, vol. 58, nº 2, 72-87.
- OCDE (2017): *Entrepreneurship at a Glance 2017*, OECD Publishing, Paris.
- PITCHBOOK (2018): *European Venture Report 2017 Annual*.
- WEBCAPITALRIESGO (2017): *Madurez del Venture Capital en España. Casos de éxito en la transformación de start-up a empresa consolidada*, marzo.
- WORLD ECONOMIC FORUM (2017): *The Global Competitiveness Report 2017–2018*, Ginebra, septiembre.
- ZHANG, B. Z., ZIEGLER, T., GARVEY, K., RIDLER, S., BURTON, J. Y YEROLEMOU, N. (2017). *Entrenching innovation. The UK Fourth Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance.
- ZIEGLER, T., REEDY, E. J., LE, A., KROSZNER, R. S., ZHANG, B. Y GARVEY, K. (2017). *Hitting stride. The Americas Second Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance.
- ZIEGLER, T., SHNEOR, R., GARVEY, K., WENZLAFF, K., YEROLEMOU, N., HAO, R. Y ZHANG, B. (2018). *Expanding horizons. Europe Third Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Center for Alternative Finance.

APÉNDICE: Definiciones de los diferentes estadios de la inversión temprana

ASCRI

Capital semilla (*seed*): inversión temprana en ideas de negocio o empresas recién creadas con servicios o productos aún por lanzar al mercado y, por lo tanto, sin ventas.

Capital arranque o puesta en marcha (*start-up capital*): inversión para establecimiento de la compañía (registro de la misma, web, oficina...) y arranque de su actividad cuando, aún habiendo ventas, el EBITDA de la empresa es negativo. El capital aportado es mayor que en las inversiones de capital semilla.

***Other early stage*:** Cuando la *start-up* está en una fase más avanzada y recibe rondas de financiación de mayor tamaño (denominadas *follow on* en una *start-up* ya invertida, o participación en una serie B o C).

***Late stage venture*:** es la inversión en empresas de crecimiento, con ventas y EBITDA positivo.

INVEST EUROPE

Capital semilla (*seed*): financiación proporcionada antes de que la empresa comience la producción o distribución. Esta financiación se realiza con el fin de investigar, definir y diseñar productos, e incluye tests del mercado y creación de prototipos.

Capital arranque o puesta en marcha (*start-up capital*): sería aquella financiación proporcionada a empresas una vez que el producto ya está totalmente definido, para comenzar la producción y distribución generalizada del mismo, incluyendo el marketing inicial. Las empresas pueden estar bien en proceso de constitución, bien establecidas recientemente, pero todavía no se ha producido la venta comercial de sus productos. El capital se destinará principalmente a inversiones de capital y necesidades operativas de fondos iniciales.

***Later-stage financing*:** Financiación proporcionada a una compañía que ya se encuentra operativa, sea o no rentable todavía. Habitualmente esta inversión se produce en rondas C o D en compañías ya financiadas por fondos *venture capital*.

***Growth* o *Capital expansión*:** Inversión en compañías de relativa madurez que buscan capital para expandir y renovar operaciones o entrar en nuevos mercados para aumentar su crecimiento.

BEAUHURST

Capital semilla (*seed*): Financiación a compañías en proceso de implantación, pero que todavía no han generado ventas y que operan en un mercado incierto o están en proceso de obtener aprobación regulatoria.

Venture: Financiación de empresas que tienen cierta historia y están en proceso de ganar cuota de mercado, sus ventas crecen rápidamente pero las empresas no son todavía rentables.

Growth: Financiación de empresas establecidas desde hace más de cinco años, posiblemente con varios establecimientos y líneas de ingreso.

ASOCIACIÓN EUROPEA DE BUSINESS ANGELS (EBAN)

Capital pre-semilla (*pre-seed*): Financiación de ideas y proyectos de investigación con la intención de formar una empresa alrededor de ellos más adelante.

Capital semilla (*seed*): Misma definición que Invest Europe.

Capital arranque o puesta en marcha (*start-up capital*): Misma definición que Invest Europe.

Capital expansión: Engloba la definición de *Later-stage financing* y *Growth* de Invest Europe.