Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y dirección de empresas

Curso 2016 / 2017

LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA, UN INSTRUMENTO DE APOYO PARA LAS PYMES

(ALTERNATIVE FINANCING, A SUPPORT TOOL FOR SMEs)

Realizado por el alumno Dª Covadonga González Tresguerres

Tutelado por el Profesor Dª María Pilar Sierra Fernández

León, julio de 2017

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN **5**

ABSTRACT **6**

INTRODUCCIÓN **7**

OBJETIVOS **8**

METODOLOGÍA **9**

1 PYMES, UN MODELO DE NEGOCIO FUNDAMENTAL EN EL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL **10**

2 LA FINANCIACIÓN, UN FACTOR VITAL PARA LA SUPERVIVENCIA DE LAS PYMES **15**

2.1 IMPORTANCIA DE LA FINANCIACIÓN EN LA ACTIVIDAD DE LAS PYMES **15**

2.2 DESTINO DE LA FINANCIACIÓN **18**

2.3 DIFICULTADES DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL **20**

2.3.1 Causas estructurales 20

2.3.2 Causas coyunturales 22

3 PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA **29**

3.1 BUSINESS ANGELS **30**

3.1.1 Características principales 31

3.1.2 Perfil del Business Angel 32

3.1.3 Razones para invertir 33

3.2 MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MaB) **34**

3.2.1 Ventajas del Mercado Alternativo Bursátil 35

3.2.2 Requisitos de acceso y proceso de incorporación 37

3.2.3 Costes de incorporación y mantenimiento en el MaB 39

3.2.4 Situación actual del MaB y conclusiones 39

3.3 MICROCRÉDITOS **42**

3.3.1 Características de los microcréditos en España 42

3.3.2 Ventajas y desventajas 43

3.3.3 Impacto de los microcréditos en la economía y perspectivas de futuro. 44

3.4 SOCIEDADES DE GARANTÍA RECIPROCA 47

3.4.1 Características de las sociedades de garantía recíproca españolas 48

3.4.2 Obtención y coste del aval 48

3.4.3 Tipos de socios 49

3.4.4 Evolución y situación actual de las SGR 50

3.5 CROWDFUNDING 51

3.5.1 Ventajas 52

3.5.2 Inconvenientes 53

3.5.3 ¿Cómo funcionan las plataformas de crowdfunding? 54

3.5.4 Tipos de Crowdfunding 54

3.5.5 Situación actual del crowdfunding en España 56

3.6 CAPITAL RIESGO 59

3.6.1 Características del capital riesgo 60

3.6.2 Tipos de inversiones llevadas a cabo por las entidades de capital riesgo 61

3.6.3 Situación actual del capital riesgo en España 63

4 CONCLUSIONES 66

5 BIBLIOGRAFÍA 69

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1: Distribución de las empresas por tamaño en España 11

Gráfico 1.2: Distribución de las empresas por tamaño en la UE 12

Gráfico 1.3: Distribución sectorial de las PYMES 14

Gráfico 2.1: Resolución de las necesidades de financiación 16

Gráfico 2.2: Percepción de las PYMES sobre los principales problemas que afectan a su actividad 18

Gráfico 2.3: Principales destinos de la financiación 19

Gráfico 2.4: Estructura del pasivo de las PYMES y grandes empresas en Alemania, Francia, Italia y España 21

Gráfico 2.5: Variación porcentual del consumo privado (2011-2016) 23

Gráfico 2.6: Evolución de los tipos de interés de los créditos bancarios (2003-2011) .. 25

Gráfico 2.7: Evolución de los tipos de interés (2014-2016) 26

1Gráfico 2.8: Principales causas del retraso de los impagos 28

Gráfico 3.1: Edad media de los Business Angels en 2015 y 2016 32

Gráfico 3.2: Capacidad de inversión de los Business Angels 33

Gráfico 3.3: Finalidad de los microcréditos a emprendedores 44

Gráfico 3.4: Principales sectores de actividad a los que se destinan microcréditos 45

Gráfico 3.5: Total de microcréditos concedidos a emprendedores y negocios 46

Gráfico 3.6: Porcentaje de socios y su peso en las distintas administraciones 50

Gráfico 3.7: Volumen de inversión en función del contenido tecnológico de la empresa 64

Gráfico 3.8: Volumen de inversión por sectores de actividad 65

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1: Clasificación de las empresas según la Comisión Europea 11

Tabla 1.2: Porcentaje de empleo sobre el total en España y la UE28 13

Tabla 3.1: Evolución del Mercado Alternativo Bursátil (2009-enero 2017) 40

Tabla 3.2: Operaciones de aval en 2015 y 2016 50

Tabla 3.3: Recaudación de los diferentes tipos de crowdfunding en 2015 y 2016 57

Tabla 3.4: Porcentajes de recaudación de cada tipo de crowdfunding 58

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1: Características principales de las PYMES españolas 15

Figura 2.1: Evolución de las tasas de rechazo de financiación en la UE 17

Figura 2.3: Impacto del coste financiero de la morosidad 28

Figura 3.1: Factores calve de los Business Angels 34

Figura 3.2: Fases del proceso de incorporación al Merado Alternativo Bursátil 39

Figura 3.3: Características básicas del Mercado Alternativo Bursátil 41

Figura 3.4: Características básicas de los microcréditos 46

Figura 3.5: Precio del aval 49

Figura 3.6: Características básicas de las SGR 51

Figura 3.7: Financiación tradicional vs financiación colectiva 52

Figura 3.8: Ventajas e inconvenientes del crowdfunding 54

Figura 3.9: Características básicas del crowdfunding 59

Figura 3.10: Tipos de inversión en las distintas fases de desarrollo de la empresa 61

Figura 3.11: Características básicas del capital riesgo 65

RESUMEN

Las PYMES poseen una gran importancia en el tejido empresarial español, debido a su aportación al empleo y al PIB. No obstante a pesar de tener una gran importancia, estas han tenido siempre dificultades de acceso a la financiación en comparación con las grandes empresas y el resto de PYMES europeas. Dificultades, que se incrementaron considerablemente con la crisis económica, que trajo consigo una caída de la demanda interna, deterioro de la confianza, aumento de la morosidad, restricción del crédito bancario y mayor coste financiero. En este contexto de crisis económica y financiera ha surgido el debate sobre la necesidad de emplear fuentes de financiación alternativas para que las PYMES puedan reducir su nivel de dependencia bancaria y diversificar sus proveedores de financiación. Por ello, se han relanzado fuentes de financiación alternativas y han surgido otras nuevas. Las principales fuentes de financiación existentes en España y más utilizadas por las PYMES son: Business Angels, Mercado Alternativo Bursátil, Microcréditos, Sociedades de Garantía Recíproca, Crowdfunding y Capital Riesgo.

Palabras clave: Financiación alternativa, PYMES, Business Angels, Mercado Alternativo Bursátil, Microcréditos, Sociedades de Garantía Recíproca y Capital Riesgo.

ABSTRACT

SMEs have a great importance in the Spanish business fabric, due to their contribution to employment and gross domestic product (GDP). However despite having great importance, they have always had difficulties in accessing financing compared to large companies and the rest of European SMEs. The difficulties, increased considerably with the economic crisis, which brought with it a fall in domestic demand, deterioration of confidence, restriction of bank credit and higher financial cost. In this context of economic and financial crisis has emerged the debate on the need to use alternative sources of financing so that SMEs can reduce their level of banking dependence and diversify their financing providers. Therefore, alternative funding source have has been relaunched and new ones have emerged. The main sources of alternative financing that exist in Spain are: Business Angels, Alternative Stock Market, Microcredits, Reciprocal Guarantee Companies, Crowdfunding and Venture Capital companies.

Keywords: Alternative financing, SMEs, Business Angels, Alternative Stock Market, Microcredits, Reciprocal Guarantee Companies, Crowdfunding and Venture Capital.

INTRODUCCIÓN

Es un hecho incuestionable que las PYMES poseen una gran importancia en la economía española. Sin embargo, a pesar de su gran relevancia las posibilidades que tienen de acceder a fuentes externas de financiación son reducidas. Por ello, tradicionalmente las fuentes de financiación más utilizadas por las pequeñas y medianas empresa han sido la financiación bancaria y la autofinanciación, lo que no quiere decir que fueran los mecanismos de financiación más adecuados o los deseados por los emprendedores, sino que eran los mecanismos de financiación a los que tenían fácil acceso. Con la llegada de la crisis económica y financiera, las posibilidades de captación de recursos se redujeron aún más, provocando que muchas PYMES se vieran obligadas a cesar su actividad ante la imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones financieras con proveedores, clientes y empleados.

En el contexto mencionado anteriormente de crisis económica y dificultades financieras se ha abierto el debate sobre el uso de financiación alternativa, al relanzarse métodos de financiación alternativa ya existentes y surgir otros nuevos.

Por ello, ante la gran relevancia que tienen las PYMES en la economía española, la dramática situación financiera que han atravesado en los últimos años y el surgimiento y auge de métodos de financiación alternativos. Este trabajo se dividirá en tres capítulos.

En el primer capítulo, con el fin de comprender la importancia de las PYMES en la economía española, se analizará el papel que representan las PYMES en el tejido empresarial español en comparación con sus homólogas europeas, a través del número de pequeñas y medianas empresas, el porcentaje que representan en la economía y su aportación al empleo y al desarrollo económico.

Durante el segundo capítulo, se llevará a cabo un análisis de la importancia que supone para las PYMES acceder a financiación y que esta sea de calidad. A su vez se analizarán los principales problemas financieros, coyunturales y estructurales, a los que han tenido que hacer frente las PYMES durante la crisis económica y financiera, y cómo la financiación tradicional no ha sido capaz de gestionar la situación de crisis, dificultado aún más las condiciones de acceso a la financiación por parte de las PYMES.

Por último, en el tercer capítulo con el fin de conocer las principales fuentes de financiación alternativas a las que pueden acceder las PYMES actualmente y cómo estas permiten que las PYMES diversifiquen sus proveedores de financiación y dejen de depender de forma excesiva de la financiación bancaria. Se examinarán las principales fuentes de financiación alternativa existentes en España (Business Angels, Mercado Alternativo Bursátil, Microcréditos, Sociedades de Garantía Recíproca, Crowdfunding y Capital Riesgo) para conocer cómo es su funcionamiento, qué tipo de financiación pueden proporcionar a las PYMES y cuál es su situación actual en la legislación y economía españolas.

OBJETIVOS

Teniendo en cuenta lo expuesto con anterioridad, el **principal objetivo** que se pretende abordar en el trabajo *es conocer, analizar y comparar las principales fuentes de financiación alternativas a las que tienen acceso hoy en día las pequeñas y medianas empresas en España*. No obstante, para conocer en profundidad el objetivo principal es necesario abordar antes varios objetivos secundarios, con el fin de contextualizar la situación comprendiendo la gran relevancia que tienen las PYMES en la economía española. Por ello, a lo largo del trabajo se van a describir y analizar los siguientes **objetivos secundarios**:

- Conocer la importancia de las PYMES en el tejido empresarial actual, con el fin de comprender el impacto que tiene en la economía española que las PYMES desarrollen su actividad favorablemente.
- Analizar cuáles han sido las dificultades de acceso a la financiación estructurales y coyunturales que han tenido las PYMES históricamente y durante los años de crisis, ya que estas dificultades son las que han contribuido a relanzar y al surgimiento de las principales fuentes de financiación alternativas presentes en la económica española actualmente.
- Conocer y comprender como la financiación tradicional, no ha sido capaz de satisfacer las necesidades de financiación de las PYMES durante ese periodo de tiempo.

METODOLOGÍA

Como se ha mencionado anteriormente, el trabajo tiene una *finalidad exploratoria y descriptiva*, se compone de tres partes y con el fin de esclarecer los objetivos fijados con anterioridad se ha optado por emplear *fuentes de información de carácter secundario*.

De tal forma que los conocimiento reflejados en el primer apartado sobre el posicionamiento y relevancia de las PYMES en el tejido empresarial español, se han elaborado a partir de los datos extraídos de estudios e informes de organismos influyentes como el Ministerio de economía, industria y competitividad para los datos de las PYMES españolas y la Comisión Europa para obtener los datos de las PYMES en la Unión Europa y poder comparar el posicionamiento de ambas en la actualidad.

En el segundo apartado del trabajo, con el objetivo de esclarecer cuales han sido las dificultades por las que atraviesan las PYMES para acceder a financiación, se ha tenido como referencia la encuesta sobre el acceso a la financiación realizada por la Comisión Europa, y los conocimientos teóricos se han basado en revistas económicas especializadas, libros e informes elaborados por entidades privadas.

Por último para conocer, analizar y comparar las principales fuentes de financiación alternativas presentes hoy en día en España, se ha recurrido a fuentes de información secundarias como las principales plataformas fuentes de financiación alternativa e informes realizados por las mismas, trabajos académicos, revistas especializadas, libros, asociaciones oficiales de los usuarios de las fuentes de financiación alternativas, como la Asociación Española de Business Angels o la Asociación Española de Capital, Crecimiento e inversión. Todo ello sin olvidar los artículos de periódicos referidos a las fuentes de financiación alternativa.

1 PYMES, UN MODELO DE NEGOCIO FUNDAMENTAL EN EL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL

En la literatura económica no existe una definición universalmente aceptada que defina el término pequeñas y medianas empresas (PYMES), las diferencias económicas, culturales y sociales existentes entre los países se reflejan tanto en la definición como en la clasificación de las PYMES. De tal forma que a lo largo de los años los países han ido evolucionando su concepto de pequeñas y medianas empresas.

La Comisión Europea estableció una definición de PYME con una intención menos individualista para que pudiera ser aplicada a todo el territorio de la Unión Europea a través de la Recomendación 96/280/CE (Comisión Europea, 1996)[1]. En 2003 se revisó la definición y se introdujeron algunas enmiendas que quedaron reflejadas en la Recomendación 361/2003/CE. Tras esta reforma se comenzaron a considerar PYMES todas aquellas empresas que tuvieran una facturación de hasta 50.000.000 euros o un valor de su saldo anual de hasta 43.000.000 euros (Comisión Europea, 2003).

No obstante la definición de la Unión Europea no es una definición obligatoria, sino una recomendación para poder establecer criterios comunes que faciliten el estudio y comparación de los datos, de tal forma que si analizamos de forma individual la definición empleada por cada uno de los países miembros encontraremos diferencias significativas.

En el caso particular de España, la definición propuesta por la Comisión Europea se adopta en el año 2013, con el objetivo de facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas, ya que de este modo se permite a los bancos conceder créditos a empresas más grandes que antes y con menor consumo de capital. Por lo tanto la clasificación actual de las PYMES en España, es la misma que la que define la Comisión Europea y se muestra en la siguiente tabla.

[1] En un primer momento se consideraban PYMES, aquellas empresas que: Tuvieran menos de 250 empleados, un volumen de negocio inferior a 40.000.000 euros o un saldo anual de 27.000.000 euros y que no poseyeran más del 25% de otra empresa.

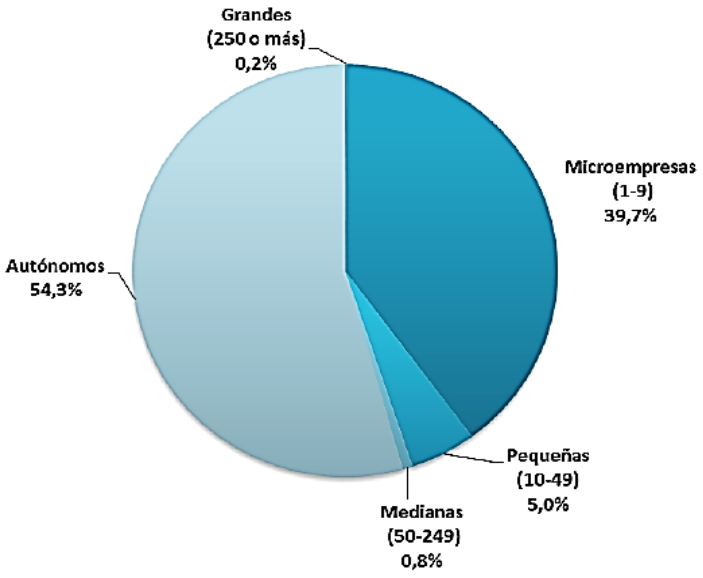
Tabla 1.1: Clasificación de las empresas según la Comisión Europea

Categoría	Efectivos	Volumen de negocios	Balance general
Mediana	< 250	< = 50 millones EUR	< = 43 millones EUR
Pequeña	< 50	< = 10 millones EUR	< = 10 millones EUR
Micro	< 10	< = 2 millones EUR	< = 2 millones EUR

Fuente: Ministerio de economía, industria y competitividad (2016).

Las PYMES son una pieza clave en la economía española como atestiguan las cifras. Según la Secretaría General de Industria y PYME (2017) en enero del 2017 había en España 2.839.112 empresas, de las cuales 2.834.850 eran PYMES. Lo que supone que el 99.8% de las empresas que conforman el tejido empresarial español son pequeñas y medianas empresas, es decir, empresas entre 0 y 250 empleados. Únicamente el 0.2% son empresas con más de 250 empleados, es decir, grandes empresas.

Gráfico 1.1: Distribución de las empresas por tamaño en España

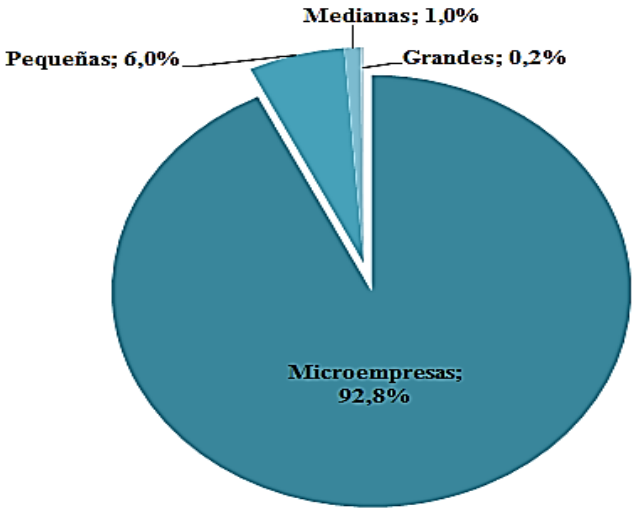


Fuente: Secretaría General de industria y PYME (2017).

La proporción de PYMES en España no difiere del porcentaje de la Unión Europea, ya que en ambas las PYMES suponen el 99,8% del tejido empresarial (véase el gráfico1.2). No obstante, el principal rasgo diferenciador se encuentra en el tamaño que poseen las PYMES, ya que las pequeñas y medianas empresas españolas tienen un tamaño medio inferior a la media europea. Del 99.8% de las PYMES que conforman el

tejido empresarial español el 94 % son microempresas y autónomos frente al 92.8% de la Unión europea. Esta característica tiene grandes implicaciones en la economía, por lo que se analizará más adelante detalladamente.

Gráfico 1.2: Distribución de las empresas por tamaño en la UE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de European Commission (2015).

Otro rasgo que se debe analizar para comprender la importancia de las PYMES españolas es su aportación al empleo. Las PYMES en 2016 aportaron el 66,9% del empleo a la economía española. Si analizamos esta aportación por tamaños, podemos ver que las microempresas poseen un gran peso en la economía española, ya que en aportaron el 33,5% del empleo, seguidas por las pequeñas y las medianas empresas, cuya aportación al empleo fue de 18,7% y 17,7% respectivamente, como se puede observar en la tabla 1.2. Si comparamos estos datos con los de la Unión Europea podemos observar que las PYMES españolas realizan una aportación al empleo similar a la Unión Europea, un 66.9% frente a un 67%. No obstante el principal rasgo diferenciador entre España y la Unión Europea es la aportación al empleo que hacen las microempresas, ya que la contribución al empleo que estas realizan España es de 33,5%, es decir, 4,3 puntos superior al porcentaje de la Unión Europea. Por otra parte la aportación de las medianas empresas en la UE supera en 2.7 puntos porcentuales la aportación de España que se sitúa en 14,7% (Véase la tabla 1.2)

Tabla 1.2: Porcentaje de empleo sobre el total en España y la UE28

	Microempresas 0-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más	Total
Número Asalariados	4.959.911	2.765.286	2.181.042	9.906.239	4.900.640	14.806.879
%	33,5	18,7	14,7	66,9	33,1	100
UE %	29,2	20,4	17,4	67,0	33,0	100

Fuente: Secretaría General de Industria y PYME (2016)

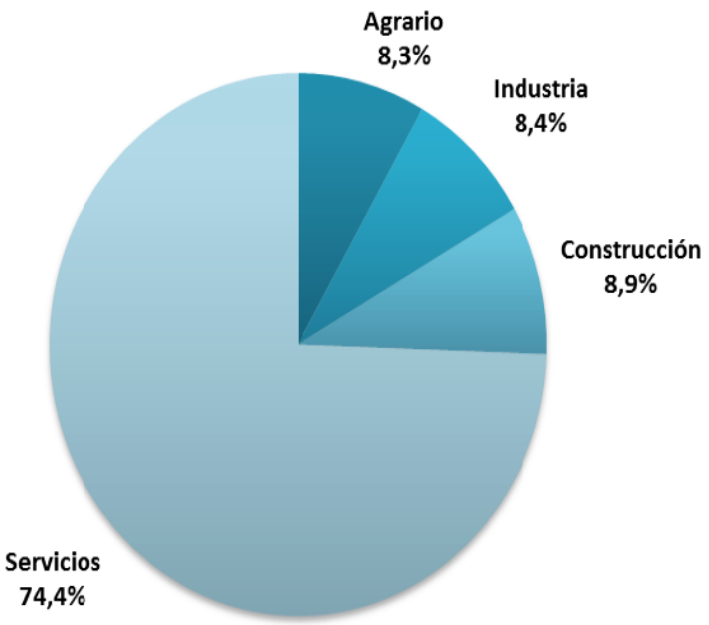
Como hemos visto anteriormente las microempresas poseen una gran relevancia en la economía española, debido a que son la principal forma empresarial en España y las que realizan una mayor aportación al empleo. Esta particularidad limita la productividad de las empresas ya que dificulta la incorporación de capital humano y capital tecnológico, el desarrollo de procesos innovadores o la internacionalización de la actividad. El problema del reducido tamaño de las empresas surge desde el momento de su nacimiento, en España se crean empresas a un ritmo similar al de otros países europeos, sin embargo la tasa de supervivencia es menor. Esto se debe a que la mayoría nacen siendo muy pequeñas y carecen de recursos humanos y financieros suficientes para aprovechar las economías de escala y ser más productivas, los datos refuerzan esta teoría. El 61 % de los proyectos empresariales sin asalariados en España no llega a los cinco años, sin embargo, las empresas nuevas de al menos diez trabajadores poseen unas tasas de supervivencia superiores en veinte puntos (Fundación BBVA & IVIE, 2016).

Todo ello hace que la productividad media del tejido empresarial español sea inferior a la de otros países ya que las microempresas pesan más en el empleo y están más alejadas de los niveles de eficiencia del resto de países europeos, esto hace que la productividad media española sea superada en un 42% por Alemania, un 74% Reino Unido y un 51% Francia (Fundación BBVA & IVIE, 2016).

No obstante el importante peso de las PYMES en la economía española también posee aspectos positivos, ya que estas proporcionan al tejido productivo español una gran flexibilidad y dinamismo, ya que su tamaño reducido facilita la adaptación ante los mercados en continuo cambio y evolución.

Asimismo, es preciso realizar un breve análisis de la distribución sectorial de las PYMES en España, puesto que tanto la distribución sectorial como la distribución por tamaño condicionan la estructura financiera de las empresas afectando a sus condiciones de acceso a la financiación. Las últimas cifras sobre PYMES de enero del 2017 muestran una clara orientación de las pequeñas y medianas empresas hacia los servicios.

Gráfico 1.3: Distribución sectorial de las PYMES

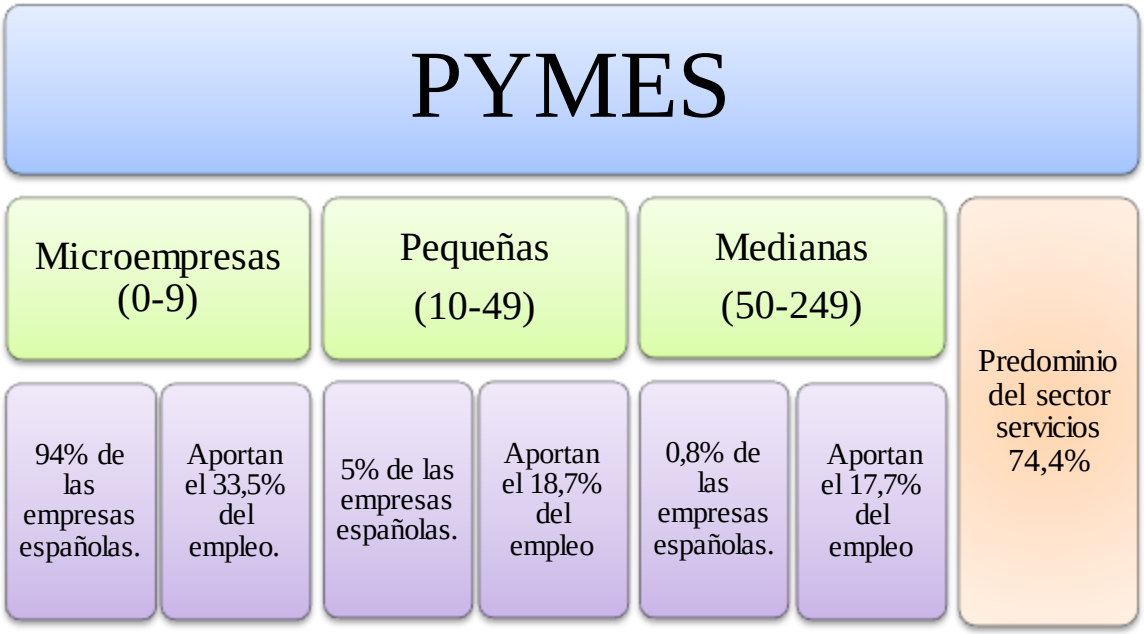


Fuente: Secretaría General de Industria y PYME (2017).

En los que se sitúa el 74,4% de las pequeñas y medianas empresas. Dentro del sector servicios las ramas de Comercio, Servicios personales y servicios a las empresas concentraban en 2016 la mitad de las PYMES españolas, 25,9% y 23,4% respectivamente (CESGAR, 2016)

Por otra parte la distribución de las pequeñas y medianas empresas se reparte de forma equilibrada, como se puede observar en el grafico 1.3, entre el resto de sectores. Siendo los sectores agrario e industrial, los que poseen una menor presencia relativa de PYMES, un 8,3% y 8,4% respectivamente.

Figura 1.1: Características principales de las PYMES españolas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Secretaría General de industria y PYME (2017)

2 LA FINANCIACIÓN, UN FACTOR VITAL PARA LA SUPERVIVENCIA DE LAS PYMES

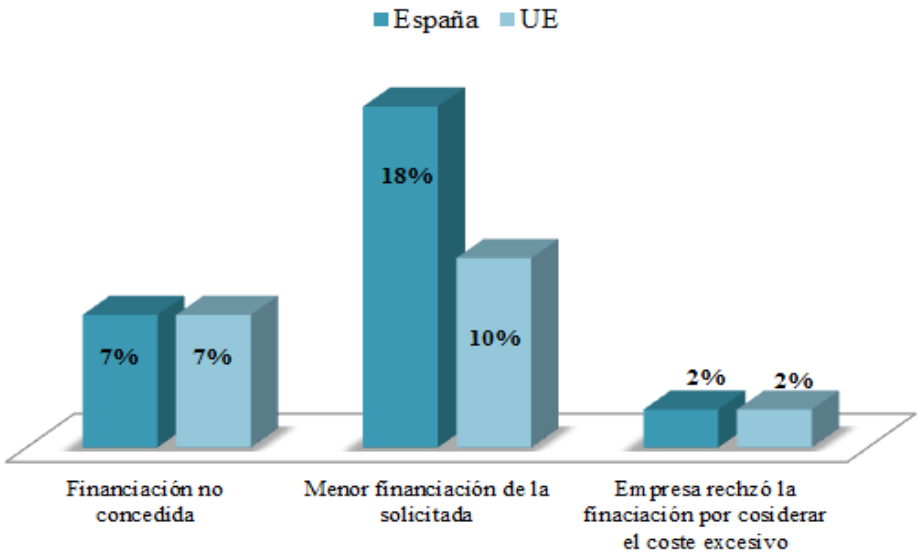
2.1 IMPORTANCIA DE LA FINANCIACIÓN EN LA ACTIVIDAD DE LAS PYMES

A pesar de la importante contribución que realizan las PYMES a la economía real y su importancia para la recuperación económica, las posibilidades que tienen de obtener financiación son considerablemente inferiores a las que tienen las grandes empresas y el resto de PYMES europeas. Esta diferencia de financiación respecto al resto de PYMES europeas provocó que el Banco Central Europeo (BCE), a raíz de que España solicitara ayuda en el año 2012 para el rescate bancario, manifestara la necesidad de que las PYMES españolas debían dejar de financiarse al doble tipo de interés que las alemanas (Mars, 2013). A pesar de esta difícil situación la obtención de financiación es de vital importancia para la supervivencia de las empresas, ya que permite obtener los recursos necesarios para llevar a cabo la actividad empresarial, desarrollarse y expandirse. Por lo tanto, la falta de financiación afecta directamente al crecimiento y mantenimiento de las empresas y en especial de las PYMES, esto se debe a que son empresas intensivas en mano de obra y por lo tanto requieren unos mayores

flujos de efectivo. Para realizar compras, pagos, contrataciones, etc. (Luciano Miranda, 2013). Por tanto la escasez de financiación afecta negativamente al desarrollo económico de un país.

En el año 2016 el 20,7% de las PYMES españolas tuvieron necesidades de financiación (CESGAR, 2016). De las PYMES que solicitaron financiación, se rechazó el 7% de las solicitudes, el 18% obtuvo menor financiación de la solicitada y el 2% de las PYMES rechazaron la oferta de financiación porque consideraron que el coste era excesivo (Véase el gráfico 2.1). Es decir, el 27% de las pequeñas y medianas empresas españolas no logró obtener la financiación deseada en el 2016. Esta cifra resulta alarmante si se tiene en cuenta el primer Informe sobre la financiación de la PYME en España de CESGAR (2015), en el que se afirma que "si estas compañías hubieran contado con liquidez, podrían haber creado 500.000 puestos de trabajo".

Gráfico 2.1: Resolución de las necesidades de financiación

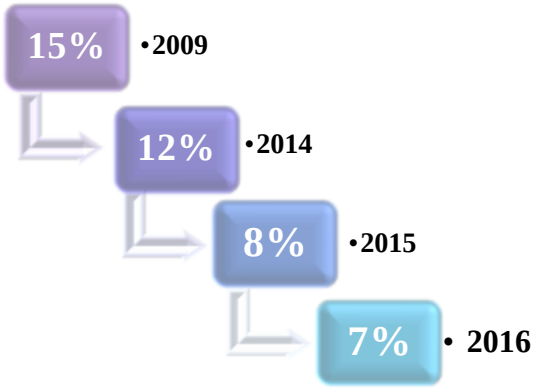


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCE (BCE, 2016b)

El nivel de rechazo de las solicitudes de financiación fue el mismo en España que en la Unión Europea (7%), al igual que el porcentaje de empresas que rechazó acceder a la financiación por considerar que esta tenía unas condiciones abusivas (2%) (BCE, 2016a). Por lo tanto la diferencia radica en las empresas que recibieron menos financiación de la solicitada, dicho porcentaje en la Unión Europea es ocho puntos inferior a España, es decir, 10% (BCE, 2016a) Lo que significa que en el 2016, el 19% de las PYMES que solicitaron financiación en la Unión Europea no consiguieron la

financiación deseada. No obstante las tasas de rechazo de financiación han ido disminuyendo en los últimos años, ya que en el año 2009, el 15% de las solicitudes eran rechazadas, frente al 7% actual (European Commission, 2016a). Produciéndose una disminución de 8 puntos en siete años, dicha disminución se hace especialmente relevante en el año 2015 disminuyendo 4 puntos respecto al periodo anterior, esto se debe en gran medida a las mejora de las condiciones económicas europeas.

Figura 2.1: Evolución de las tasas de rechazo de financiación en la UE

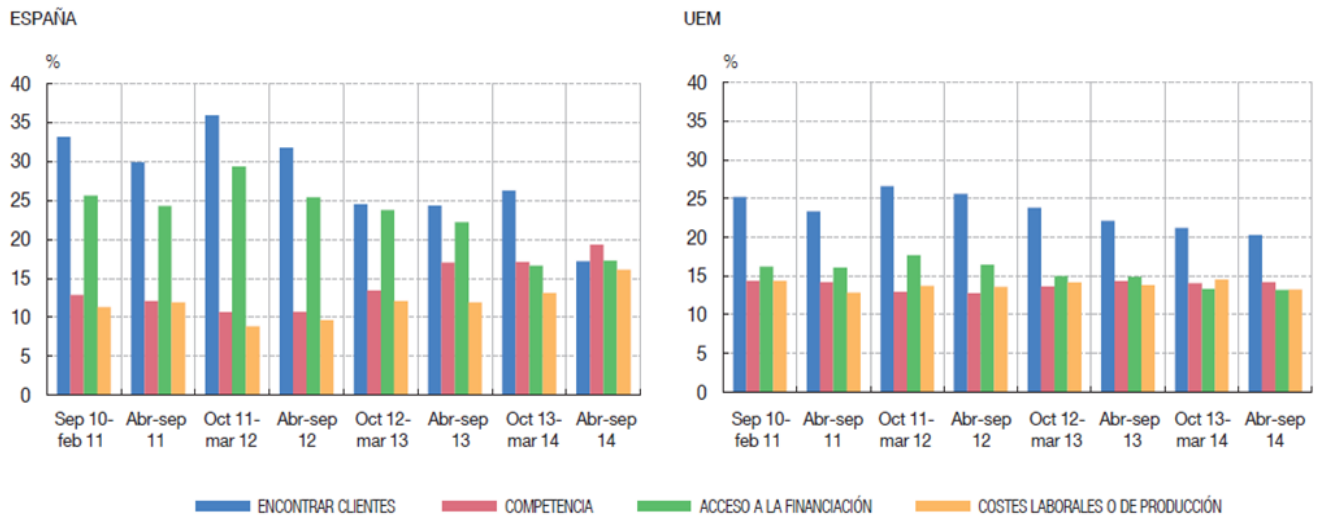


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de European Commission (2016b)

Conviene mencionar que el rechazo a otorgar financiación disminuye a medida que aumenta el tamaño de la empresa. En el año 2016 únicamente se rechazó el 1% de la financiación de las grandes empresas, frente al 12% de las microempresas. Este hecho se puede observar claramente si analizan los balances de las empresas (European Commission, 2016a).

A pesar de las claras necesidades de financiación que poseen las pequeñas y medianas empresas tanto a nivel español como europeo, en la encuesta de las condiciones de acceso a la financiación elaborada por el Banco central europeo se observa que las PYMES españolas consideran la financiación como el segundo problema para llevar a cabo su actividad económica..

Gráfico 2.2: Percepción de las PYMES sobre los principales problemas que afectan a su actividad



Fuente: BCE (2016a)

Desde el comienzo de la crisis, la baja demanda fue el principal problema para las PYMES, seguido por las dificultades para acceder a la financiación. Como se observa en el gráfico 2.2, en octubre de 2011 entorno al 30% de las PYMES españolas consideraban el acceso a la financiación como principal factor limitador de su actividad, dicho porcentaje dista mucho de las cifras europeas, donde únicamente el 17% de las PYMES consideraba la financiación como un problema. Esta diferencia de 13 puntos se debe a las estrictas condiciones a las que eran sometidas las PYMES españolas a diferencia de las europeas, las cuales sufrieron un racionamiento de crédito mucho menor. No obstante las exigencias han ido disminuyendo paulatinamente y se han acortado distancias con la media europea a medida que mejoraba la situación económica, hasta situarse en 2014 entorno al 17% en España y un 14% en la Unión Europea.

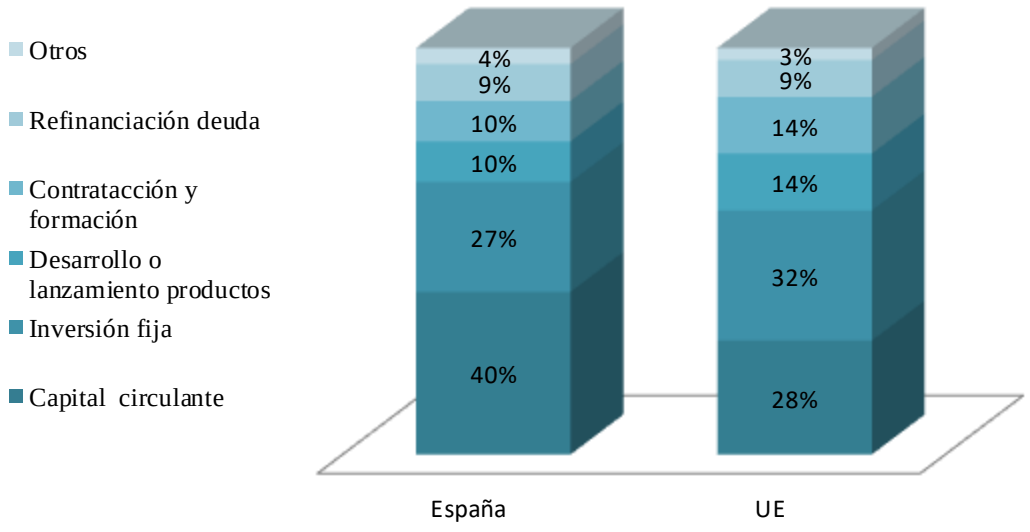
2.2 DESTINO DE LA FINANCIACIÓN

La financiación que demandan las pequeñas y medias empresas españolas se destina principalmente a: capital circulante (40%), inversión fija (27%), desarrollo o lanzamiento de nuevos productos o servicios (10%), contratación y formación de empleados (10%), refinanciación de la deuda o pago de obligaciones (9%) y otros (4%) (BCE, 2016a)

De todas estas partidas destaca principalmente el capital circulante. Es una partida fundamental para las empresas y su escasez es uno de los desafíos a los que se enfrentan las PYMES como consecuencia de sus dificultades para acceder a financiación. El capital circulante de una empresa es un reflejo de su eficiencia operativa y gestión presupuestaria. Ayuda a un negocio a operar sin problemas y a satisfacer todos sus gastos a corto plazo. Por el contrario si una empresa tiene más pasivos corrientes que activos, su capital circulante es negativo, lo que significa que puede tener dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo.

El otro de los principales destinos de la financiación es la inversión fija que se corresponde con los desembolsos que realiza la empresa para adquirir los activos necesarios para desarrollar el producto u ofrecer el servicio. Por último en el apartado otros se incluyen las necesidades de financiación para llevar a cabo los procesos de expansión, tanto nacional como internacional, o la financiación necesaria para crear una nueva empresa. Este último ha ido adquiriendo fuerza en los últimos años, ya que para muchos españoles el autoempleo se ha convertido en una respuesta ante la escasa demanda de empleo por parte de las empresas como consecuencia de la crisis económica.

Gráfico 2.3: Principales destinos de la financiación



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BCE (BCE, 2016b)

Como se puede observar en el gráfico 2.3, en la Unión Europea a diferencia de España el principal destino de la financiación es la inversión fija (32%), seguido por la

inversión en capital circulante (28%), Otro rasgo diferenciador entre España y la Unión Europea es que esta última destina un mayor porcentaje de financiación al desarrollo o lanzamiento de nuevos productos o servicios y a la contratación y formación de empleados (14%) frente al (10%) que destina España a estas partidas. Esto se debe a que las PYMES españolas son menos innovadoras y gran parte de sus servicios de fabricación son de baja tecnología y precisan de menor conocimiento técnico, por lo que la inversión en personal especializado y altamente cualificado tiene menos importancia.

2.3 DIFICULTADES DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL

2.3.1 Causas estructurales

2.3.1.1 Excesiva dependencia de la banca

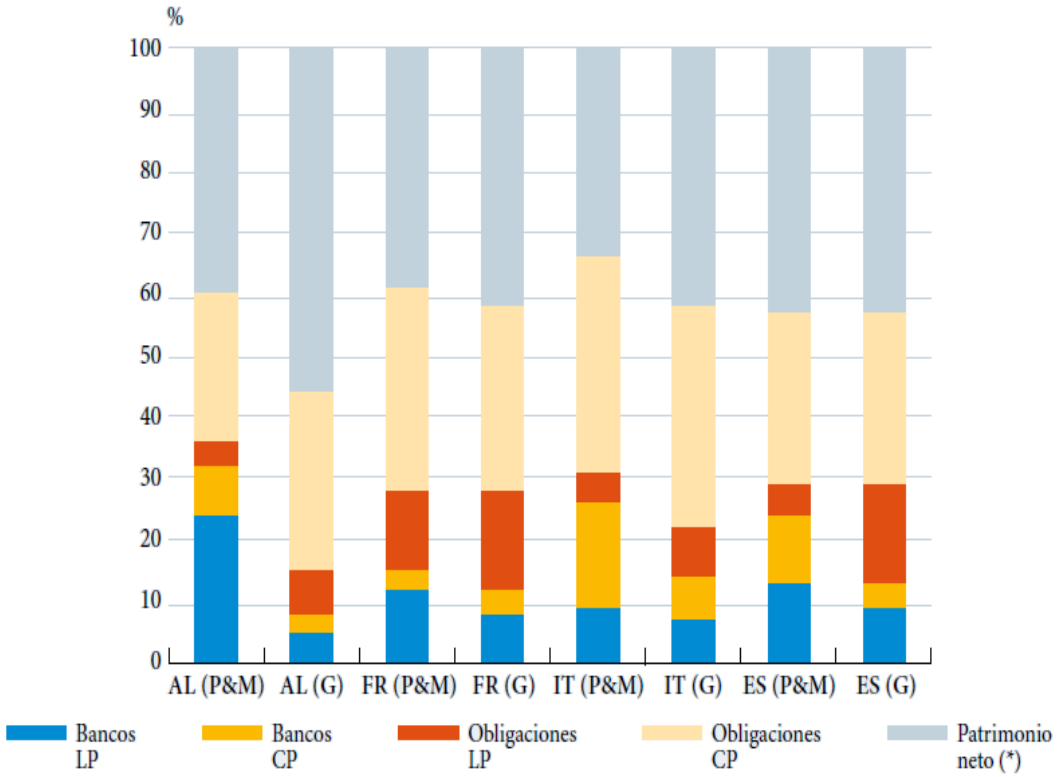
El sistema financiero español es un sistema financiero con predominio de la intermediación bancaria, es decir, bancarizado. El grado de bancarización viene determinado por el peso relativo del mercado frente al de crédito bancario, peso que en España ha ido disminuyendo paulatinamente pasando de estar por encima del 30 % en 1990 a estar próximo al 20 % en 2010, a diferencia del resto de países europeos donde la tendencia ha sido creciente (Bergés Lobera & Ontiveros Baeza, 2014).

Esta excesiva dependencia de la banca no implica necesariamente que las PYMES tengan que hacer frente a problemas financieros, el período anterior a la crisis financiera, por ejemplo, estuvo marcado por el fácil acceso a los préstamos bancarios (Kaya, 2014). No obstante puede llegar a ser perjudicial para las empresas ya que la obtención de financiación bancaria depende de factores externos independientes a la situación económica particular de la empresa que solicita financiación. De estos factores, principalmente destacan dos: la situación económica general y la predisposición de las entidades de conceder financiación. Como consecuencia de esto las PYMES españolas durante la crisis económica vieron aumentadas sus dificultades de acceso a la financiación. Debido a que España es uno de los países más afectados por la crisis de deuda y a la vez tuvo lugar una reestructuración histórica del sistema bancario, lo que causó una gran restricción del crédito por parte de las entidades, por la necesidad de incrementar los ratios de capital o bien para evitar un aumento de la tasa de morosidad (Olmo García, 2013).

2.3.1.2 Dificultades para acceder a la financiación a largo plazo

Al analizar la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas españolas se puede observar que de la totalidad de su pasivo únicamente el 16% se corresponde con obligaciones y deuda a largo plazo, mientras que el porcentaje de deuda a corto plazo es de un 42% (véase el gráfico 2.4). Al comparar la estructura del pasivo de las PYMES con la estructura de las grandes empresas, encontramos grandes diferencias en lo que respecta a la financiación, ya que para las grandes empresas la financiación a largo plazo supone el 24% de su pasivo, mientras que la financiación a corto plazo posee un papel inferior al que tiene en las PYMES, representando un 34% (Vilalta & Hernández, 2012).

Gráfico 2.4: Estructura del pasivo de las PYMES y grandes empresas en Alemania, Francia, Italia y España



Fuente: Vilalta y Hernández (2012)

Como podemos observar España e Italia son los países más dependientes de la financiación a corto plazo. Esta situación conlleva una estructura financiera más costosa, debido a que la financiación a corto plazo depende en mayor medida de los

cambios económicos, lo que provoca unos tipos de interés más elevados y una estructura financiera más volátil. A pesar de ello las PYMES se financian a través de deuda a corto plazo debido a las dificultades que tienen para acceder a la financiación a largo plazo. El motivo por el que no se otorga a las PYMES financiación a largo plazo es por la escasez de avales y garantías que estás ofrecen al sistema bancario y que en caso de las grandes empresas se cubren gracias al mayor volumen de recursos propios que poseen (Toribio Muñoz & Sotomayor González, 1996). Esta situación provoca que las garantías se conviertan en un criterio de selección, de tal modo que en muchos casos la financiación no se concede en función de la calidad de los proyectos, ni esfuerzo y capacidad, sino al éxito pasado o al entorno privilegiado de la empresa. Finalmente con esta situación se ha impedido la igualdad de oportunidades y el cumplimiento de un derecho empresarial vital que es el poder acceder al crédito (Pombo González, 2009). Todo ello induce a que los costes financieros de las pequeñas y medianas empresas sean superiores a los de las grandes empresas a pesar de que su nivel de endeudamiento es menor.

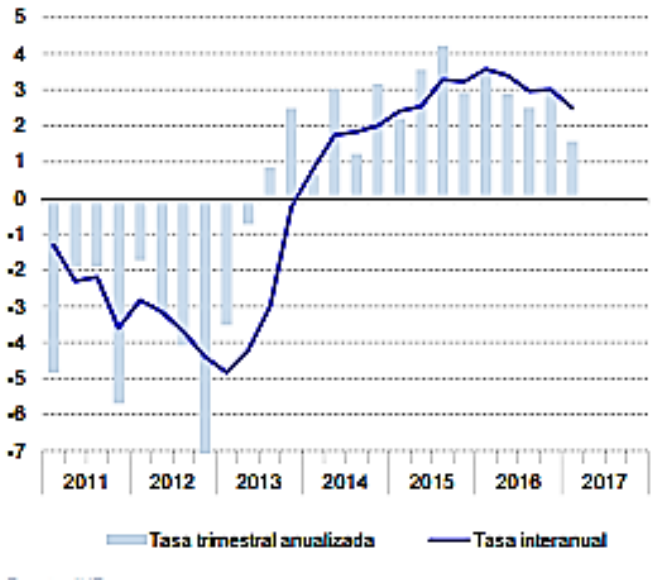
2.3.2 Causas coyunturales

2.3.2.1 Caída de la demanda interna, debilidad de la economía española y deterioro de la confianza.

La crisis económica y financiera tuvo como consecuencia una gran caída de la actividad económica, derivada principalmente de la escasez de demanda. Como se mencionó anteriormente en el gráfico 2.2, desde el año 2009 hasta la actualidad el principal problema que poseen las PYMES para desarrollar su actividad es encontrar clientes, aunque el porcentaje ha ido descendiendo desde su máximo (35% en 2012) a medida que se ha producido una mejora de las condiciones financieras.

En el gráfico 2.5 se puede ver la drástica y constante caída que ha sufrido el consumo durante los años más intensos de la crisis. El consumo comenzó a caer en 2008 y mantuvo esta tendencia decreciente hasta el cuarto trimestre del año 2013, donde se observa un cambio de tendencia.

Gráfico 2.5: Variación porcentual del consumo privado (2011-2016)



Fuente: Funcas, Dirección de coyuntura y estadística (2016)

Esta dificultad para encontrar clientes viene dada por la incertidumbre existente durante los primeros años de crisis, incertidumbre que provocó en las familias españolas un efecto llamado ahorro precautorio, que tuvo como consecuencia un descenso de consumo para destinar esos recursos a la creación de una reserva. De este modo durante los años 2007 y 2008 se registró un aumento de siete puntos porcentuales en la tasa de ahorro, pasando de 9% al 16% (Pérez Muriel, 2014). No obstante el largo periodo de coyuntura económica negativa, el recorte de los salarios, las subidas de impuestos, el deterioro de las expectativas de crecimiento, etc., provocó que se produjera un desplazamiento del ahorro precautorio de las familias a cubrir necesidades básicas y a reducir su endeudamiento (Salgado, 2017). A pesar de que las familias recurrieron al ahorro para hacer frente a las necesidades básicas y principales deudas, el aumento de la morosidad fue inevitable y provocó que las entidades financieras se volvieran más prudentes a la hora de otorgar financiación y analizaran con más detalle los riesgos de los préstamos solicitados (Otero Moreno, Almagro Cordón, Blanco García-Lomas, & García Echevarría, 2014)

Actualmente los atisbos de recuperación económica favorecen una mejora en las cifras de ahorro y consumo de las familias, sin embargo a pesar de las mejoras en los indicadores el hecho de que aún no se genere empleo estable o de alta calidad podría

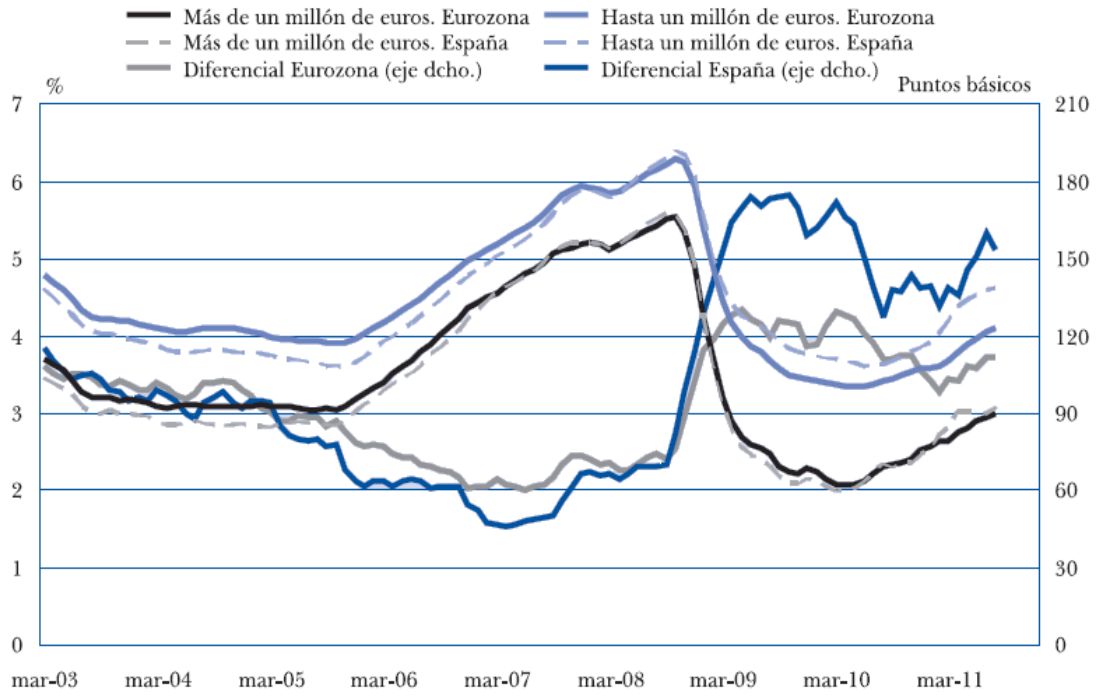
provocar que el aumento del consumo se haga esperar aún más, alargado de este modo las dificultades de las PYMES para encontrar clientes.

2.3.2.2 Restricción del crédito bancario y mayor coste financiero

Con la llegada de la crisis las entidades financieras comenzaron a tener dificultades para obtener liquidez en los mercados mayoristas, como el mercado interbancario y el de titulizaciones (Arce, López, & CNMV, 2012). Las dificultades se manifestaron en la desaparición de la liquidez del mercado, lo que tuvo como consecuencia un endurecimiento de los criterios de aprobación de los créditos dirigidos a las empresas por parte de las entidades financieras. De tal forma que en los últimos años la consecución de crédito en España ha sido una ardua tararea para las PYMES, suponiendo no sólo una diminución de sus posibilidades de éxito, sino una demora en el cumplimiento de sus demás obligaciones financieras, ya sea con proveedores, clientes, etc. (Soto, 2016).

La reducción de créditos y el incremento del coste supuso un mayor impacto en las pequeñas y medianas empresas, debido a que la deuda es la modalidad de financiación externa más utilizada por las PYMES y el canal de endeudamiento básico es el crédito bancario (Vilalta & Hernández, 2012). Además las operaciones de menor tamaño, es decir, aquellas inferiores a un millón de euros y por consiguiente más utilizadas por las PYMES, sufrieron las consecuencias de las restricciones antes que las operaciones de mayor tamaño, es decir, superiores a un millón de euros. Del mismo modo el coste de la financiación es otro de los factores que nos permite observar el impacto asimétrico que tuvo la crisis entre las PYMES y las grandes empresas, debido a la ampliación de la brecha entre el coste de financiación. Las operaciones inferiores a un millón de euros tenían tipos de interés superiores al 6% (véase el gráfico 2.6) mientras que las operaciones superiores al millón de euros tenían un tipo de interés entorno al 5,5%.

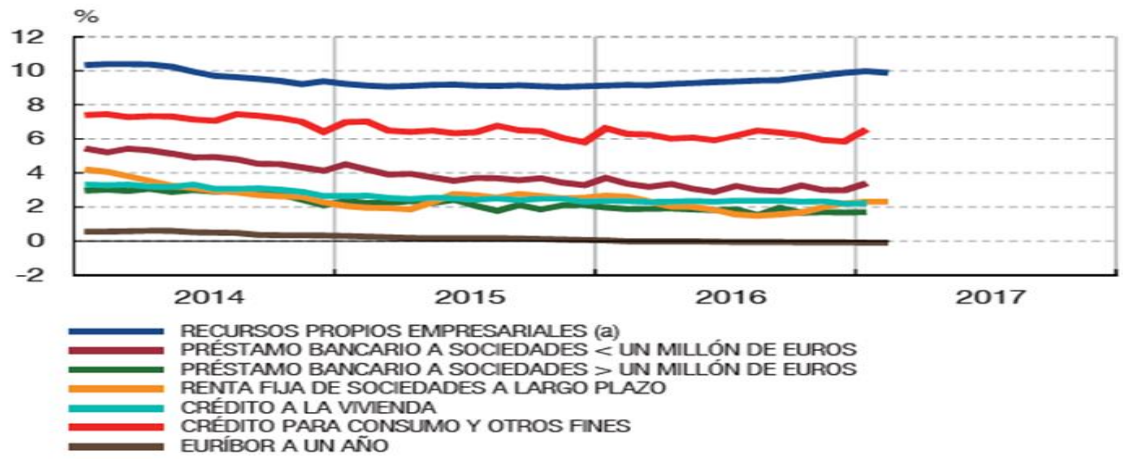
Gráfico 2.6: Evolución de los tipos de interés de los créditos bancarios (2003-2011)



Fuente: Arce, López y CNMV (2012)

En la actualidad, los últimos datos recogidos en enero de 2017 por el Boletín económico del Banco de España (2017) muestran que el tipo de interés medio de los préstamos por importe inferior a un millón de euros, segmento en el que se concentran fundamentalmente las operaciones con pymes, se situó en el 3,4 %, mientras que el de las de volumen superior a esa cifra fue del 1,7 % (véase gráfico 2.7). En contraposición, la financiación mediante valores de renta fija a largo plazo se encareció ligeramente entre diciembre y febrero (en 11 pb, hasta el 2,3 %), mientras que el coste de captación de recursos propios permaneció estable en ese período. Por lo tanto los datos reflejan una mejora en el coste de la financiación a corto plazo para las PYMES, no obstante el endurecimiento de las condiciones de acceso a créditos sigue siendo más estricto para las PYMES que para las grandes empresas, debido a su escasez de garantías, lo que deriva unas condiciones asimétricas de acceso a la financiación externa.

Gráfico 2.7: Evolución de los tipos de interés (2014-2016)



Fuente: Banco de España (2017)

2.3.2.3 Aumento de la morosidad y los impagos

La crisis financiera en España trajo consigo un gran número de consecuencias negativas tales como: El descenso de la actividad económica, aumento del desempleo, disminución de la producción industrial, descenso del consumo privado, etc. Todas estas consecuencias constituyen un factor de riesgo para el aumento de la morosidad y de los impagos. Teniendo como resultado un estrangulamiento de la liquidez que dificulta en gran medida el acceso a la financiación mediante recursos propios (Otero Moreno et al., 2014)

Según el Boletín de morosidad realizado por la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME) y Analistas Financieros Internacionales (Afi) (2016) el 43.1% de las PYMES posee facturas pendientes de cobro, de ese porcentaje el 6% afirma que las facturas pendientes de cobro suponen el 20% de su cifra de ventas, no obstante la gran mayoría afirma que las facturas pendientes de cobro no superan el 5% de su cifra de ventas. Lo que resulta muy significativo ya que la mayoría de empresas sitúan su margen de beneficios en ese porcentaje de facturación.

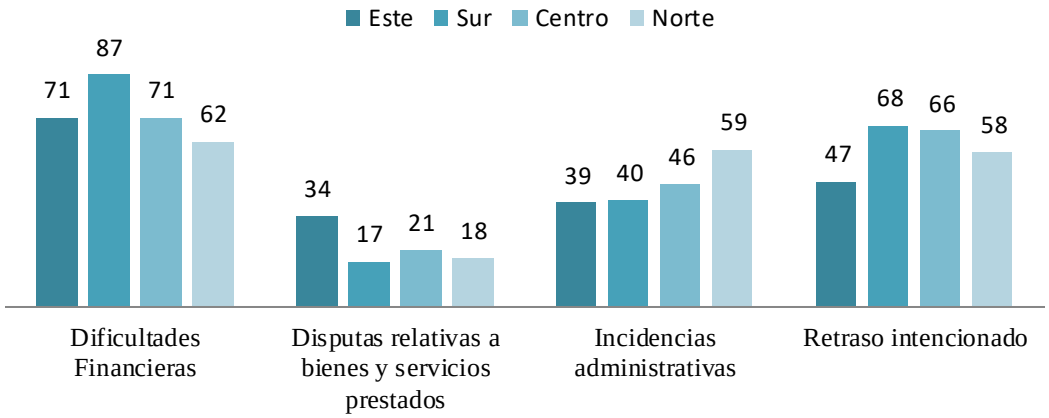
Los retrasos en el pago de las facturas que surgen de las relaciones comerciales tienen lugar tanto en las Administraciones Públicas con en el sector privado. Las comunidades autónomas tardan en pagar a los autónomos una media de 85 días, a pesar de lo que dictamina la Ley de Morosidad y la Directiva Europea de Lucha contra la morosidad, que establecen que las Administraciones Públicas deben pagar a sus proveedores en un máximo de 30 días (Mayo, Ferrero, & Perea, 2016). Por otro lado el periodo medio de

pago del sector privado se encuentra en 79 días, cifra que difiere de lo establecido por la Ley, la cual dictamina que el periodo medio de pago deben ser 60 días.

Existe una relación directa entre el periodo medio de pago y el tamaño de la empresa, es decir, las empresas de menor tamaño son las que menos tiempo tardan en pagar las facturas (Mayo et al., 2016). Las transacciones entre autónomos y entre empresas con menos de diez trabajadores son las únicas que cumplen con los plazos de pago exigidos por la ley, unos 45 días entre autónomo y autónomo y 48 entre microempresas. A diferencia de las grandes empresas que son las que más tardan en hacer frente a sus pagos, una media de 128 días.

En el European Payment Report (2016) sobre las causas del retraso en los pagos a proveedores en las diferentes regiones de la Unión Europea, se muestra como la principal causa es la dificultad financiera que poseen las empresas, a pesar de ser la principal causa en todas las regiones, la importancia que esta tiene en los países del sur de Europa, entre los que se encuentra España, es muy superior al resto 87%, frente al 62% de los países del norte de Europa. La segunda causa más común es el retraso intencionado, 68% en los países del sur de Europa, 58% en los países del norte y 47% en los del este. Estos dato se explican porque las empresas recurren a la morosidad intencionada como método de financiación, ya que el aplazamiento de los pagos las permite disponer de mayor liquidez, esta situación se ve agravada en los países del sur de Europa, ya que estos son los que poseen mayores dificultades para acceder a la financiación y dónde los costes de acceder a esta son más elevados. En España la aplicación del IVA del devengo incita a este comportamiento ya que permite a las empresas deducirse el IVA sin haber pagado las facturas. La tercera causa del rechazo de los pagos se debe a ineficiencias administrativas 40% en los países del sur y 59% en los del norte. En último lugar se encuentran los impagos como consecuencia de disputas relativas a bienes y servicios prestados, siendo los países del sur los que menos disputas poseen un 17% frente al 34% de los países del este.

Gráfico 2.8: Principales causas del retraso de los impagos



Fuente: Intrum justitia (2016)

El coste financiero que tiene la morosidad en el tejido productivo español fue de 869 millones de euros en el 2016 (CEPYME & Afi, 2016) dicho coste posee un impacto directo en los márgenes de beneficios de las empresas, las cuales para intentar minorar el impacto pueden optar por tres estrategias. La primera opción para recuperar el margen perdido por la dotación de provisiones por créditos incobrables, es trasladar la pérdida a los precios, pero esta opción provocaría una disminución de la competitividad. La segunda opción pasaría por reducir los costes operativos si fuera posible. Por último existe una tercera alternativa que es asumir la merma de beneficios. Todas las alternativas traen consigo un gran número de consecuencias negativas para las PYMES y por ende para la sociedad. Debido a que provocan un descenso de los beneficios, aumento del desempleo, disminución del nivel de renta disponible, Provocando una reacción en cadena se propaga en toda la economía causando pérdida de ingresos e impidiendo el crecimiento (CEPYME & Afi, 2016)

Figura 2.2: Impacto del coste financiero de la morosidad

Fuente: CEPYME y Afi (2016)

3 PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Tras analizar la financiación de las PYMES en España, podemos concluir que actualmente la financiación recibida por las PYMES españoles precede de dos grandes fuentes, la banca privada y los recursos propios.

España es un país en el que es sistema bancario posee una gran importancia (Sierra Fernández, 2009), por ello para hablar de la financiación de las PYMES en España es necesario hablar de la financiación bancaria, ya que esta es la que proporciona el mayor porcentaje de financiación a las empresas, incluso durante las etapas restrictivas que se han vivido durante la crisis (Olmo García, 2013). Dentro de la financiación bancaria los canales de financiación más utilizados son los préstamos bancarios empleados por el 56% de las PYMES, las líneas de crédito utilizadas por el 48% y el crédito comercial 48% (BCE, 2016b) Entre abril y septiembre de 2016, el 30% de las PYMES españolas solicitaron un préstamo bancario (media de la UE: 27%) (European Commission, 2016a).

Desde la perspectiva de los recursos propios, las posibilidades de financiación se limitan a las aportaciones de capital por parte de los familiares, amigos, ahorros propios u otros agentes y a la autofinanciación proveniente de la retención de beneficios (Observatorio PYME, 2010). La autofinanciación posee un importante peso en la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas, aunque su impacto real es muy difícil de cuantificar. Por ello existen varias estimaciones que hacen referencia a la proporción de autofinanciación que emplean las empresas, Pérez Solero (2014) sitúa el porcentaje de autofinanciación en un 40% del emprendimiento. Este hecho se produce como consecuencia de las dificultades que poseen las PYMES para acceder a la financiación externa y a la situación de desconfianza que posee gran parte de la sociedad hacia las entidades financieras en la actualidad, lo que convierte a las PYMES en dependientes, casi exclusivamente, de la financiación externa. Una financiación que proporcionalmente les supone un coste más elevado que a las empresas de mayor dimensión por su mayor prima de riesgo.

Como se ha mencionado anteriormente el periodo de crisis financiera se ha caracterizado por unas condiciones de acceso a la financiación restrictivas y un elevado coste de la misma. Este factor ha afectado a las pequeñas y medianas empresas dificultando su actividad y poniendo en duda su permanencia (CEPYME, 2015). Por

ello aunque la financiación bancaria seguirá jugando un papel fundamental para las PYMES se ha abierto el debate sobre el uso de fuentes de financiación externas alternativas para que la excesiva bancarización no vuelva a ser un obstáculo para la competitividad de las PYMES españolas.

Para ello, en primer lugar es necesario definir qué se entiende por financiación alternativa, ya que no existe una única definición. Tradicionalmente se ha entendido la financiación alternativa todas aquellas fuentes de financiación externas distintas de los bancos es decir, la financiación no bancaria (Carbó Valverde & Rodríguez Fernández, 2015). No obstante existen otros autores que únicamente consideran financiación alternativa a la financiación que procede de nuevos canales de distribución o plataformas en línea.

En este trabajo se empleará la primera definición, es decir, se considerará la financiación alternativa como la financiación no bancaria, para poder asemejar las alternativas de financiación como una alternativa a la excesiva dependencia bancaria de las PYMES españolas. A continuación se van a analizar las fuentes de financiación alternativas disponibles para las pequeñas y medianas empresas.

3.1 BUSINESS ANGELS

Según la Asociación Española de Business Angels (2016) "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".

La importancia que poseen los Business Angels para las PYMES es muy grande ya que en la mayoría de ocasiones aportan las primeras fuentes de financiación a las empresas otorgándolas un gran impulso para acceder posteriormente a otras fuentes de financiación más conservadoras, debido a que las sitúa en una posición prestigiosa y las sirve como garantías. Al mismo tiempo como menciona Ribes (2014) la financiación otorgada por los Business Angels es una financiación limitada, debido a que si la empresa crece puede llegar a demandar más financiación de la que el inversor puede aportar, es entonces donde se aprecia el efecto imán que provocan los Business Angels. Este efecto tiene su explicación en el incremento de fondos propios que tienen las

empresas con Business Angel, lo que genera un efecto directo en el incremento de su capacidad para obtener financiación adicional en forma de fondos ajenos.

A pesar de que los Business Angels son un método de financiación muy desarrollado en países anglosajones, hasta el punto en que en Estados Unidos los Business Angels son la principal fuente de financiación para las empresas en sus primeras etapas (AEBA, 2016). En gran parte de los países europeos y en particular en España, son hoy en día una fuente de financiación minoritaria, entre otras causas por la ausencia de incentivos establecidos en nuestra legislación para tal fin (Soto, 2016).

3.1.1 Características principales

Una característica fundamental de los Business Angels, es que permiten que las PYMES puedan financiarse en las fases iniciales de su ciclo de vida, es decir, en la en las etapas de creación y desarrollo. Este hecho posee una gran importancia ya que las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas en estas fases no están cubiertas por las fuentes de financiación tradicionales, debido que son etapas en las que se asume un elevado riesgo, hay escasez de liquidez y ausencia de garantías, por lo que la financiación bancaria es inaccesible para las empresas. Asimismo el volumen de financiación necesario en las fases iniciales suele ser superior a las cuantías que los emprendedores pueden asumir mediante la autofinanciación, es decir, supera las posibilidades de contribución que pueden realizar los emprendedores a través de aportaciones propias y de su grupo de familiares y amigos. Sin embargo el volumen de inversión requerido es demasiado pequeño para las entidades de capital riesgo cuya dinámica de funcionamiento las obliga a invertir cada vez mayores cantidades de dinero en cada operación y en etapas más tardías de su ciclo de vida (AEBA, 2016)

Por lo tanto existe un nicho de mercado, el de financiación de las PYMES durante las primeras etapas de su ciclo de vida, cuyas necesidades no están siendo cubiertas por ninguna fuente de financiación tradicional y donde los Business Angels han visto una oportunidad de inversión y de obtención de beneficios.

Otra de sus características y es la que principalmente les diferencia de los inversores tradicionales y del capital riesgo, es su implicación en el negocio en el que invierten. La contribución que realiza el Business Angel no se queda únicamente en una aportación monetaria, además en numerosas ocasiones invierte su tiempo actuando

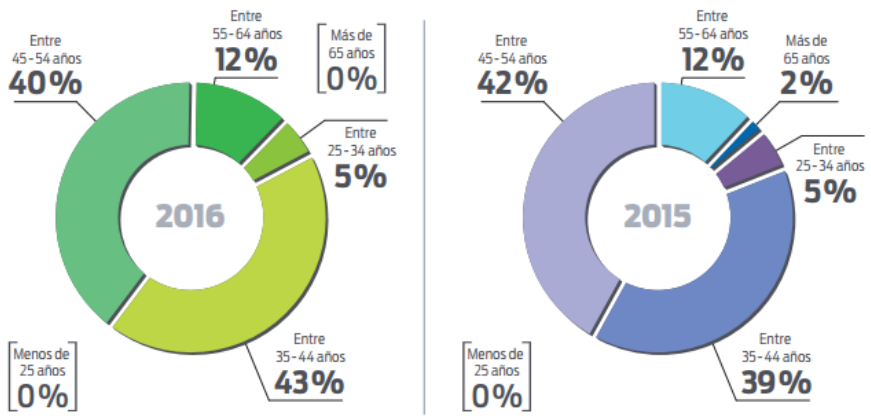
como mentor del emprendedor y poniendo a disposición de la empresa su red de contactos y su experiencia (Soto, 2016). De este modo el Business Angel favorece el desarrollo de la empresa y contribuye a mejorar la relación con su entorno, clientes potenciales, competidores, entidades financieras, etc.

3.1.2 Perfil del Business Angel

El perfil del inversor medio es un hombre, ya que únicamente el 9% de los Business Angels son mujeres, cuya edad media oscila entre los 35 y 44 años o 45 y 54, debido a que entre estos dos rangos de edad se encuentran el 83% de los Business Angels (véase el gráfico 3.1). Este perfil de inversor se explica ya que se trata de ejecutivos que han triunfado en sus ramas de actividad, lo que les otorga una amplia experiencia que pueden compartir con las empresas en las que invierten y un amplio nivel de capital. Además el desarrollo de las nuevas tecnologías facilita el acceso a las herramientas de inversión (García Ropero, 2016).

Por otra parte el 56% de los Business Angels poseen un nivel de experiencia acumulada de 1 a 5 años, lo que muestra que es un mercado en desarrollo que aumenta paulatinamente año tras año ya que el 8% de los inversores en 2016 tenían menos de un año de experiencia (Roure & De San José, 2017).

Gráfico 3.1: Edad media de los Business Angels en 2015 y 2016

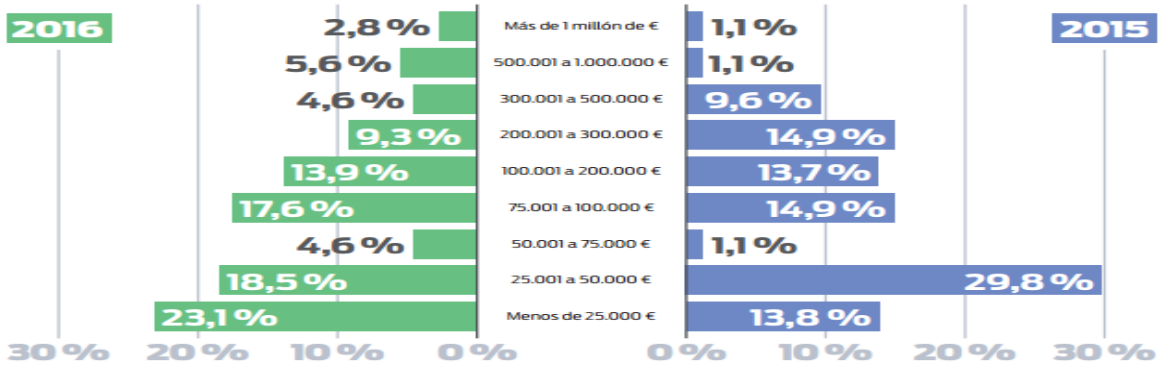


Fuente: Roure y San José (2016)

En lo referente a la capacidad de inversión, predominan las inversiones inferiores a 100.000 euros, suponiendo estas un 63.8% del total de las inversiones (véase el grafio 3.2). Esto se debe a que los inversores con mayor capacidad de inversión optan por diversificar el riesgo invirtiendo menores cantidades en varias

empresas diferentes, según la encuesta realizada por Roure y De San José para el informe Business Angels el 85.1 % de los inversores estaban dispuestos a invertir 50.000 euros por empresa y únicamente el 4.4% estaría dispuesto a invertir más de 100.000 euros.

Gráfico 3.2: Capacidad de inversión de los Business Angels



Fuente: Roure y San José (2017)

Por último los sectores de inversión preferidos por los Business a Angels son las TIC, acaparando estas el 33% de la financiación, seguido por el sector financiero, el cual supone el 23% de la financiación, le sigue el sector de la consultoría con un 8% y por último el sector energético con un 4% (Roure & De San José, 2017).

3.1.3 Razones para invertir

Las razones por las que deciden invertir los Business Angels son muy variadas, entre ellas destacan las siguientes por orden de preferencia para los inversores

- Rentabilizar una inversión
- Diversificar su cartera de inversión.
- Satisfacción personal.
- Contribuir al desarrollo económico local o de la región.
- Creación de autoempleo.

Figura 3.1: Factores calve de los Business Angels

Destinatario de la financiación	Empresas que se encuenren en las primeras etapas del ciclo de vida (Creación y desarrollo).
Cuantía media de la inversión	25.000 - 50.000 euros.
Exigencias de solvencia	Viabilidad del proyecto.
¿Financiación limitada?	Sí, si la empresa crece puede demandar más financiación de la que el Business Angel puede ofrecer.
Implicación en el negocio	No se limita a la aportación económica, el B.A actúa como mentor, porporciona red de contactos y experiencia.
Principales sectores de inversión	TIC, financiero, consultoría y energético

Fuente: Elaboración propia

3.2 MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MaB)

El Mercado Alternativo Bursátil nació para dar servicio a PYMES con necesidades de financiación y proyectos de expansión atractivos y competitivos. De este modo, en el año 2009[2] se convirtió en una fuente de financiación alternativa para las pequeñas y medianas empresas españolas, como consecuencia del periodo de restricción de crédito anteriormente mencionado y del éxito de otros mercados alternativos europeos como el Alternative Investments Market (AIM) inglés y el Alternext francés (Casanovas Ramon, 2011).

En este contexto el MaB surge como un mercado de acciones organizado y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Casanovas Ramon, 2011). Se trata de un mercado orientado a empresas de reducida capitalización con un proyecto competitivo de expansión, que quieren crecer de manera eficiente manteniendo el control sobre la gestión de su

[2] El MaB surgió en España en el año 2005 como un sistema de financiación de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVS), fue posteriormente, en concreto en el año 2009, cuando se diversificó permitiendo la entrada a las entidades de capital riesgo y a las PYMES.

negocio y necesitan ganar confianza y apoyo financiero adaptado a sus necesidades particulares, es decir, contando con regulación y costes adaptados a sus características (Bolsas y Mercados españoles, 2017), asimismo el MaB puede ejercer de plataforma de aprendizaje para aquellas empresas que en un futuro deseen cotizar en bolsa.

Entrar al MaB supone acceder a una amplia comunidad de inversores que buscan empresas con capacidad de crecimiento, que aporten innovación y con vocación internacional, los inversores buscan en el MaB empresas con equipos de gestión comprometidos y que ofrezcan una alta transparencia informativa. Cotizar en el MaB permite a las empresas ganar proyección exterior, disciplina para competir, acceder a nuevas formas de financiación, obtener una valoración continua de la empresa, las empresas encuentran en el MaB una visibilidad que incrementa su notoriedad e imagen de marca (Grupo Bolsas y Mercados españoles, 2014)

3.2.1 Ventajas del Mercado Alternativo Bursátil

Además de proporcionar a las PYMES una fuente de financiación alternativa, lo que evidentemente supone una gran ventaja dadas las dificultades que poseen las PYMES para acceder a financiación, el MaB también proporciona una serie de ventajas complementarias, que son las siguientes:

3.2.1.1 Facilita el acceso a financiación de calidad

Una vez que la empresa se ha incorporado al MaB, esta cuenta con una línea de financiación permanente, ya que puede hacer las ampliaciones de capital que considere necesarias para llevar a cabo los proyectos o cubrir las necesidades inherentes al proceso de expansión (Calderón Patier & González Lorente, 2012). Además la financiación obtenida a través del MaB es una financiación de recursos propios, lo que es de vital importancia si se desea realizar una gestión eficaz de la empresa, ya que es necesario mantener un equilibrio entre la financiación a través de recursos propios y ajenos. La forma más fácil para obtener este tipo de financiación es a través del mercado de valores, ya que como hemos dicho anteriormente, las PYMES tienen dificultades a la hora de acceder a financiación a través de recursos propios y financiación de calidad como consecuencia de sus escasas garantías. Por lo tanto la financiación obtenida a través de recursos propios aporta a las PYMES solidez, flexibilidad y un menor riego financiero (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a).

3.2.1.2 Notoriedad, visibilidad e imagen de marca

Las empresas que cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil ven incrementada su exposición pública, esa mayor visibilidad las proporciona un mayor prestigio e imagen de marca., lo que supone un activo intangible de gran valor para las empresas. Esta mayor visibilidad y mejora de la imagen es percibida por todos los stakeholders de la empresa (clientes, proveedores, accionistas, intermediaros financieros, etc.), lo que da lugar a una mejora de las relaciones entre todos los grupos de interés de la empresa, incluidos los proveedores de financiación de la PYME, los cuales consideraran la incorporación de la empresa al MaB como una garantía, lo que facilitara a la PYME acceder a un mayor número de fuentes de financiación. Además la publicidad proporcionada tendrá un efecto directo en las ventas y por lo tanto en los ingresos de la empresa (Calderón Patier & González Lorente, 2012).

3.2.1.3 Valoración objetiva de la compañía

Como toda empresa cotizada, las PYMES que pertenezcan al MaB disponen de una valoración de la compañía, al fijar el precio de las acciones, dicha valoración se basará principalmente en las expectativas de negocio de la compañía y en su capacidad para llevarlas a cabo (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a). Además, dicha valoración no solo resulta de utilidad para los inversores/accionistas, también tiene una gran relevancia para la toma de decisiones empresariales. Por lo que podemos concluir que el conocimiento del valor de la empresa permite mejorar la eficiencia y eficacia, lo que tendrá como consecuencia crecimiento, expansión y mayores beneficios para la empresa y por ende para los inversores (Calderón Patier & González Lorente, 2012).

3.2.1.4 Liquidez para los accionistas

El MaB da la posibilidad a los accionistas de vender sus acciones, es decir, de convertir en dinero sus acciones. (Casanovas Ramon, 2011) Muchas PYMES son empresas de carácter familiar que tienen desconfianza a cotizar en un mercado por miedo a perder parte del control de la empresa con la venta de acciones. No obstante, este miedo es totalmente infundado, ya que la venta de acciones y el control de la empresa son perfectamente compatibles, es más, la venta de acciones facilita la reducción de la concentración patrimonial que caracteriza a algunas empresas familiares (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a), del mismo modo contribuye a la supervivencia

de la empresa al diversificar el número de inversores que confían en el proyecto y buscan lo mejor para la empresa con el objetivo de maximizar beneficios.

3.2.1.5 Transparencia y buen gobierno

Los requisitos de periodicidad de información que exige el MaB a las PYMES que cotizan en él hace que estas sean más transparentes y por consiguiente tengan más posibilidades de captar recursos, especialmente institucionales (Monterrubio Rego, 2015)

3.2.1.6 Aprendizaje ante un posible salto al primer mercado

El Mercado Alternativo Bursátil puede servir como práctica para aquellas PYMES con amplias expectativas de crecimiento y expansión, que deseen afianzar posteriormente su posición en el primer mercado. Según Monterrubio Rego (2015) el MaB facilita que las empresas obtengan la dimensión y los mecanismos organizativos adecuados para cotizar en el primer mercado, donde las posibilidades de financiación se incrementan en mayor medida.

3.2.2 Requisitos de acceso y proceso de incorporación

Las empresas de reducida capitalización que deseen incorporarse al MaB deben cumplir una serie de requerimientos.

- Las empresas que soliciten su incorporación al MaB deberán estar ya desarrollando su actividad o en su defecto haber realizado actuaciones relevantes directamente referidas a dicha actividad y estar obteniendo beneficios, ya sean procedentes de la explotación de su actividad o de aportaciones financieras (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a).
- Las acciones deben ser emitidas por Sociedades anónimas, españolas o extranjeras con un capital social totalmente desembolsado y libre transmisibilidad y deben estar representadas por anotaciones en cuenta (Mercado Alternativo Bursátil, 2016b).
- Será necesario asignar un asesor registrado y realizar un contrato de liquidez.
- La oferta puede realizarse mediante una O.P.V (Oferta Pública de Venta de acciones), una O.P.S (Oferta Pública de Suscripción de acciones) o una oferta privada, el valor estimado de la oferta o Listing debe ser superior o igual a

2.000.000 de euros, para el conjunto de acciones que sean propiedad de los accionistas con una participación inferior al 5% será necesaria una valoración independiente (Mercado Alternativo Bursátil, 2016b).

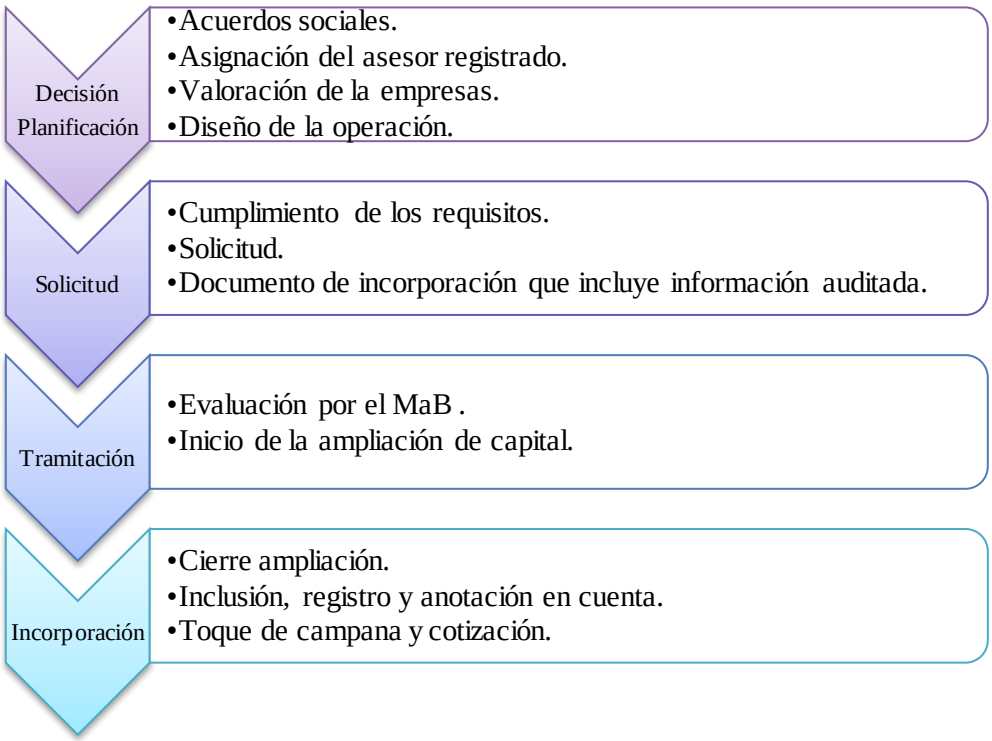
- Valoración por experto independiente: Será necesario que la empresa emisora aporte una valoración realizada por un experto independiente que siga los criterios internacionalemnte aceptados (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a).

Ademas de los requisitos formales mencionados con anterioridad, las empresas que contizen en el MaB deberán cumplir unos requisitos generales que son: Transparencia e información periodica. Lo que implica un cambio profundo en la mentalidad de los propietarios de la organización, en los órganos de gobierno y por consiguiente en sus formas de actuación.

La fases del proceso de incorporación son las siguientes:

- Fase de decisión/planificación: La PYME deberá tomar la decicisión sobre si entra o no a cotizar en MaB y fijar los objetivos que desea conseguir con dicha incorporación, ya que en función de los objetivos se llevaran a cabo diferentes actuaciones, no es lo mismo una salida al mercado mediante un listing, es decir, sin una venta de acciones previa, que una salida al mercado con venta de acciones previa o una Oferta Pública de Venta de acciones (OPV) (Bolsas y Mercados españoles, 2017).
- Fase de solicitud: Junto a la solicitud es necesario acreditar que se cumplen los requisitos necesarios para llevar a cabo la incorporacón, durante todo este proceso el MaB ofrece ayuda a las empresas para agilizar el proceso de elaboración de la documentación necesaria a través del asesor registado.
- Fase de tramitación: El MaB evaluará la documentación aportada por la empresa y determinará si esta se incorpora o no al mercado. A partir de esta fase si la empresa tiene planeado una ampliación de capital u ofeta de acciones puede empezar a comercializarlo.
- Fase de incorporación: Una vez superadas todas las fases anteriores, el MaB emitirá una publicación en el Boletín de Cotización, asignará un código de contratación al valor y procederá a la inscripción en el Registro de Anotación en Cuenta (Bolsas y Mercados españoles, 2017).

Figura 3.2: Fases del proceso de incorporación al Merado Alternativo Bursátil



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bolsas y Mercados españoles (2017)

3.2.3 Costes de incorporación y mantenimiento en el MaB

El proceso de incorporación y mantenimiento en el Mercado Alternativo Bursátil, lleva asociado unos costes que deben ser tenidos en cuenta por las PYMES que quieran acceder a él. En concepto de costes fijos el MaB aplica una tarifa de 6.000 euros, a la que se suma en concepto de costes variables un 0.05 por mil sobre la capitalización de los valores a incorporar que resulte de su primer precio en el Mercado (Mercado Alternativo Bursátil, 2016a). Además de estos costes también se deben tener en cuenta los costes correspondientes a los asesores registrados, auditores y asesores legales y los costes internos de la PYMES para proporcionar la información necesaria. No obstante estos costes no tienen una tarifa fija estipulada puesto que son específicos de cada empresa y se negocian individualmente.

3.2.4 Situación actual del MaB y conclusiones

El Mercado Alternativo Bursátil hoy en día está compuesto por 39 empresas cotizadas (AEMAB, 2015), aún es un mercado joven y por consiguiente poco

desarrollado. No obstante el MaB ha ido evolucionando favorablemente durante su corta trayectoria.

Las cifras de captación de recursos han tenido una tendencia creciente desde sus inicios que, aunque de forma modesta no han parado de crecer. En el año 2014 la cifra aumenta de forma considerable pasando de 44.646.363 a 111.285.136 euros. Hoy en día la suma total de capital captado por las empresas cotizadas en el MaB es de 598 Millones de euros (AEMAB, 2017).

Tabla 3.1: Evolución del Mercado Alternativo Bursátil (2009-enero 2017)

úrsa

Año	Cotizadas	Capitalización	Altas	Bajas	Capital Captado	Vol. Negociado (miles de €)
2009	2	128.869.574 €	2	-	19.324.655 €	23.256 €
2010	12	295.100.916 €	10	-	43.862.078 €	26.365 €
2011	17	449.069.896 €	5	-	24.404.069 €	36.441 €
2012	21	524.612.738 €	5	1	44.646.363 €	49.937 €
2013	21	1.679.296.647 €	1	1	44.109.959 €	275.694 €
2014	25	1.799.961.035 €	5	1	111.285.136 €	1.623.846 €
2015	34	1.811.791.586 €	9	-	105.930.991 €	445.142 €
2016	39	2.154.599.130 €	6	1	204.320.324 €	250.573 €
ene-17	39	2.171.338.314 €	-	-	437.500 €	17.720 €

Fuente: AEMAB (2017)

A pesar de la evidente evolución que muestran las cifras, el MaB aún es un mercado joven que debe desarrollarse para alcanzar una mejor posición como mercado y consolidarse como un medio de financiación, profesionalización y crecimiento para las PYMES. Para lograr este objetivo el MaB ha de atraer a más PYMES y a más inversores. Un sistema financiero con diferentes alternativas de financiacción es fundamental en un país como España, donde la dependencia bancaria es excesiva. Por ello el MaB debe convertirse en una alternativa facible y accesible para poder mejorar esta situación. Las medidas que se deben llevar a cabo deben estar orienadas a incrementar la demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías, ya que es una de las mayores debilidades del MaB actualmente., debido a que los inversores consideran que invertir en PYMES es más arriesgaddo que invertir en grandes empresas y por lo tanto exigen obtener mayores rendimientos o realizan una menor inversión para compensar el riesgo. Para aumentar el número de inversores dispuesto a asumir riesgos se pueden llevar a cabo diferentes medidas, tales como: Lanzar fondos especializados, otrogar beneficios fiscales, crear un fondo público para invertir en este tipo de

empresas, etc (Giralt Serra & Gonzalez Nieto-Márquez, 2014). En el AIM, el cual se considera el homólogo inglés del MaB y que hoy en dia tiene 19 años de antigüedad, se han puesto en marcha dichas medidas desde hace años y actualmete supone un 4% del Producto Interior Bruto, frente al 0.4 % que supone el MaB en el PIB español (Delgado, 2017). El AIM nos permite observar la proyección que puede llegar a tener un mercado si se suma el apoyo de instituciones públicas y privadas, y una mentalidad más avanzada en lo referente a los mercados de valores por parte de los inversores, donde se prima la innovación, el emprendimiento, la tansparencia y no se tiene tanto reparo a la hora de abrir un accionariado si eso ayuda a la empresa a crecer (Giralt Serra & Gonzalez Nieto-Márquez, 2014).

Según la AEMAB (2015) si se mantinen las cifras de captación de capital medias por empresa cotizada actuales, el MaB podría aportar 1.000 Millones de euros de fianciación a PYMES en 5 años. Se trata de una predicción muy ambiciosa pero dadas las necesidades de econtrar financiacion fuera de la red bancaria y la gran cantidad de PYMES que posee España, no es una predicción tan disparatada.

Figura 3.3: Características básicas del Mercado Alternativo Bursátil

Destinatario de la financiación	Empresas de reducida capitalización con capacidad de crecimeinto, proyectos de expansión y vocación internacional.
Cuantía media de la inversión	2.000.000 - 10.000.000 euros.
Exigencias de solvencia	Cuentas auditadas, proveedor de liquidez y asesor registrado.
¿Financiación limitada?	No, las empresas incorporadas al MaB cuentan con una linea de finaciación permanente, a través de las ampliaciones de capital.
Implicación en el negocio	Intermediario para la aportación económica.
Principales sectores de inversión	TIC, energético y servicios.

Fuente: Elaboración Propia

3.3 MICROCRÉDITOS

El microcrédito es un instrumento financiero surgido en los países en vías de desarrollo y se ha convertido en una fuente de financiación alternativa que se diferencia de las fuentes de financiación tradicionales por la confianza que deposita en las personas y sus capacidades (Abbad Sort, 2005). El concepto de microcrédito se ha extendido y ha evolucionado enormemente desde su definición original[3]. En la actualidad existe una gran confusión en torno al concepto, ya que no existe una definición general y oficialmente aceptada. Alguno de los criterios empleados para definirlo son el tamaño de los créditos, si los sujetos del préstamo tienen acceso al sistema financiero tradicional, el uso de los fondos, etc. (Lacalle Calderón, 2008). En la Unión Europea el microcrédito se define como todos aquellos préstamos inferiores a 25.000 euros (Comisión Europea, 2009). Y abarca dos grupos:

- Microempresas, como se mencionó anteriormente son empresas con menos de 10 trabajadores.
- Personas en situaciones desfavorecidas (parados de larga duración, personas que reciben asistencia social, inmigrantes, etc.) que desean trabajar por cuenta propia pero no tienen acceso a los servicios bancarios tradicionales.

Por lo tanto, generalmente se hace una distinción entre préstamos a microempresas y préstamos de inclusión. En este trabajo se considerarán microcréditos todos aquellos préstamos a microempresas de una cuantía inferior a 25.000 euros que busquen otorgar financiación en condiciones favorables a pequeños emprendedores que hayan sido excluidos de los sistemas de financiación tradicionales y necesiten financiación para iniciar, ampliar su negocio o financiar su capital circulante.

3.3.1 Características de los microcréditos en España

Aunque las características del microcrédito dependen de la entidad que los emite, Según Lacalle (2008) la situación de la economía española ha contribuido a la existencia de unas características comunes.

[3] En la primera Cumbre Global del Microcrédito, se definió como: Programas de concesión de pequeños créditos a los más necesitados de entre los pobres para que estos puedan poner en marcha pequeños negocios que generen ingresos con los que mejorar su nivel de vida y el de sus familias.

- Se trata de cuantías pequeñas de dinero, menores a 25.000 euros. El capital medio prestado ronda los 10.000 euros.
- Se concedes sin necesidad de avales y garantías patrimoniales, ya que estas son una de las principales causas por las que las microempresas no pueden acceder a la financiación tradicional. Al no exigir avales se basan principalmente en la confianza depositada en el emprendedor o en el negocio y en sus capacidades para poder hacer frente a los pagos.
- La concesión del préstamo se realiza en menos de un año, es decir, se conceden a muy corto plazo. En parte como consecuencia de la reducida burocracia.
- Los periodos de devolución del préstamo son pequeños y las cantidades son reducidas, es frecuente que la devolución del principal e intereses se realice de forma mensual e incluso semanal.

3.3.2 Ventajas y desventajas

Todas las decisiones tienen ventajas y desventajas que conviene analizar para conocer el impacto que pueden tener sobre la empresa.

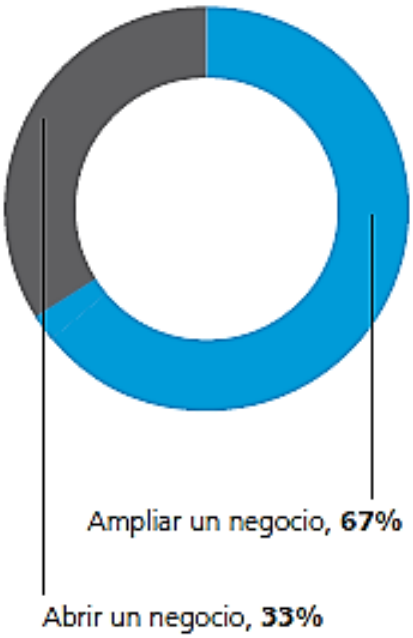
- No se necesita contar con avales, esta es una de las principales ventajas y características de los microcréditos, puesto que la ausencia de avales y garantías es la principal causa de exclusión de los emprendedores de los sistemas financieros tradicionales.
- Poseen una gran flexibilidad entorno a la cuantía y periodicidad de las cuotas, a pesar de que durante los años más intensos de crisis se produjo un endurecimiento de las condiciones como consecuencia de la incertidumbre financiera y el aumento de la morosidad, en el año 2015 las condiciones se volvieron a suavizar recuperando la flexibilidad que les caracterizaba (Infoautónomos & El economista, 2016).
- Las condiciones de financiación son mejores y menos estrictas que las de otro tipo de préstamos.
- El principal inconveniente es que el periodo de devolución del préstamo es demasiado corto y no existe periodo de carencia. En numerosas ocasiones desde el primer mes es necesario devolver los préstamos, lo que para algunos empresarios supone una gran dificultad, ya que si se trata de un nuevo negocio, este tarda en obtener rendimiento. La solución a este inconveniente sería

introducir un periodo de carencia total durante el primer año, como tienen otros países europeos como Suecia (Berggren, 2005).

3.3.3 Impacto de los microcréditos en la economía y perspectivas de futuro.

Los microcréditos tienen un importante papel en el crecimiento de la economía, el empleo y la cohesión social. Entre los que destaca principalmente su aportación al empleo, aspecto que posee una gran relevancia para la recuperación económica de la crisis vivida en los últimos años. En esta situación las microempresas y el autoempleo emergen como una solución válida, no obstante la creación de una empresa o iniciarse como autónomo implica superar un gran número de barreras, como: el exceso de burocracia, las dificultades de financiación, la escasez de incentivos fiscales, etc. En este punto los microcréditos como se observa en el grafico 3.3 se convierten en impulsores de la creación y la ampliación de empresas y por consiguiente en factores claves en el crecimiento económico y la ocupación (Cordobés & Iglesias, 2011).

Gráfico 3.3: Finalidad de los microcréditos a emprendedores



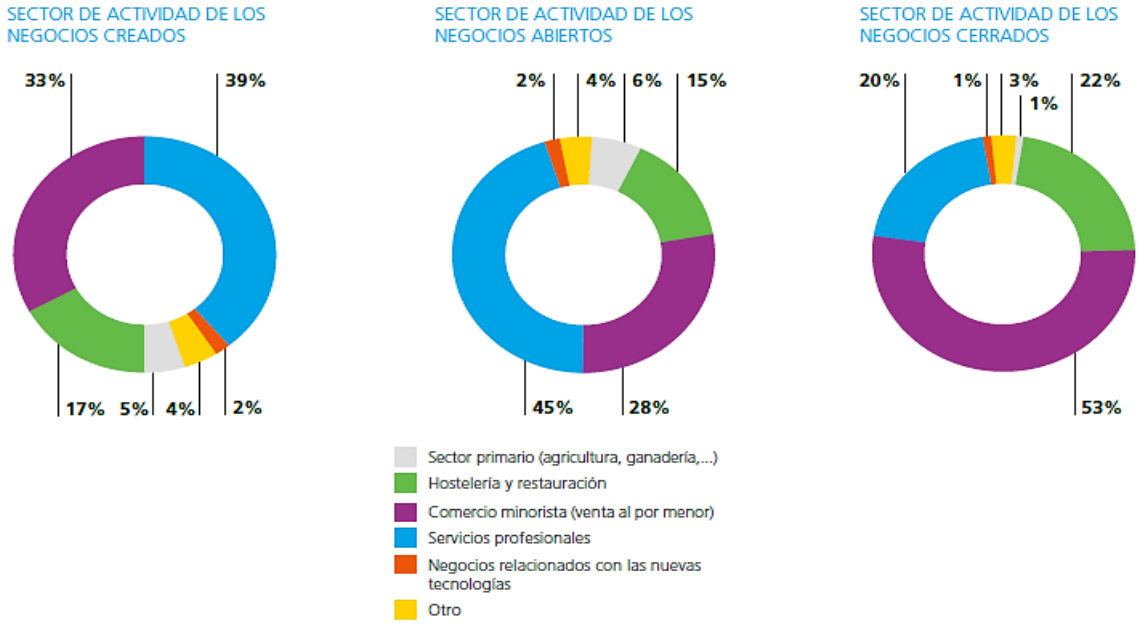
Fuente: MicroBank y ESADE (2015)

Según el informe realizado por ESADE y MircoBank (2015) los microcréditos concedidos en el año 2015 han contribuido a la creación de 21.321 nuevos puestos de trabajo, incluyendo los empleos surgidos por la creación de una nueva empresa y los empleos procedentes de ampliaciones. De los emprendedores que recibieron un

microcrédito el 93% trabajan en su propio negocio y un 29% ha contratado a algún trabajador. Por lo tanto es evidente que existe una relación directa entre la concesión de microcréditos y la creación de empleo.

Los principales sectores de actividad que se ven favorecidos por los microcréditos son los servicios profesionales, ya que de los microcréditos concedidos el 39% van destinados a crear empresas de servicios profesionales. Le siguen en importancia el comercio minorista y la hostelería y restauración, que suponen el 33% y 17% respectivamente. Sin embargo las nuevas tecnologías aún tienen poca relevancia, ya que únicamente suponen un 2% como se observa en el grafico 3.4.

Gráfico 3.4: Principales sectores de actividad a los que se destinan microcréditos



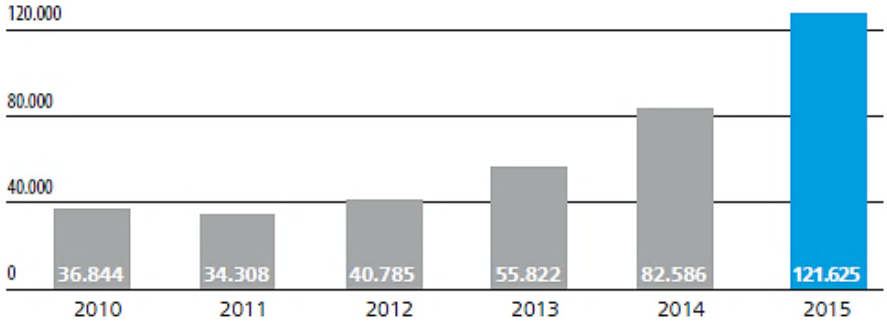
Fuente: MicroBank y ESADE (2014).

Pero el papel del microcrédito va más allá de la financiación, ya que los microcréditos promueven la cohesión social y ayuda restablecer la confianza y los lazos sociales con un público a menudo excluido. Lo que permite al receptor recuperar la confianza en sí mismo y proyectarse en el futuro.

Debido a su gran impacto en la economía y sociedad, los microcréditos se han convertido en una revolución que democratiza el acceso al capital acercándolo a los actores económicos más desfavorecidos (Lacalle Calderón, 2008). Tienen grandes

expectativas de futuro, ya que su número de clientes potenciales se ha visto incrementado de forma considerable.

Gráfico 3.5: Total de microcréditos concedidos a emprendedores y negocios



Fuente: Cordobés e Iglesias (2011).

Este incremento de los demandantes de microcréditos se produce como consecuencia de la difícil situación económica que ha tenido lugar en los últimos años, que ha provocado la exclusión de un gran número de PYMES y autónomos de los sistemas de financiación tradicionales, lo que los convierte en posibles candidatos a obtener un microcrédito. Como se puede observar en el gráfico 3.5 los microcréditos han tenido un crecimiento exponencial y actualmente nada hace pensar que la situación se vaya a revertir.

Figura 3.4: Características básicas de los microcréditos

Destinatario de la financiación	Microempresas y emprendedores, excluidos del sistema financiero tradicional, que busquen crear o ampliar su negocio.
Cuantía media de la inversión	Capital medio prestado ronda los 11.000 euros.
Exigencias de solvencia	Viabilidad del proyecto y capacidad para hacer frente a los pagos.
¿Financiación limitada?	Si, en nigún caso superará los 25.000 euros.
Implicación en el negocio	Aportación económica.
Principales sectores de inversión	Servicios profesionales, comercio minorista y hostelería.

Fuente: Elaboración propia.

3.4 SOCIEDADES DE GARANTÍA RECIPROCA

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), son sociedades constituidas por PYMES con el objetivo de proporcionar las garantías necesarias para que sus socios obtengan la financiación deseada (Instituto de Crédito Oficial, 1995). De este modo los empresarios no necesitan recurrir a ofrecer garantías personales para la obtención de financiación. A pesar de que proporcionar garantías a las PYMES sea su principal función, según la Ley sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca (1994) las SGR también deben llevar a cabo las siguientes funciones:

- Ofrecer información a las PYMES para que estas conozcan las fuentes de financiación que pueden utilizar y cuales se adaptan mejor a sus necesidades. También aportan información relativa a ayudas institucionales existentes o nuevas oportunidades de negocio.
- Suministrar asesoramiento a la hora de analizar y evaluar diferentes proyectos de inversión.
- Participar en el capital de sociedades que apoyen a las PYMES, cuando se hayan cubierto las reservas legalmente obligatorias.
- Ofrecen servicios de formación financiera a los directivos de las PYMES, mediante cursos, seminarios, etc. Con el objetivo de aumentar su ventaja competitiva.

Las SGR pueden avalar cualquier tipo de operación, ya sea la creación de una empresa, un proceso de expansión, etc. y la concesión del aval se realiza en función del potencial que tiene la PYME para generar futuros recursos. La obtención de un aval por parte de las pequeñas y medianas empresas hace que las entidades financieras valoren de forma positiva a la empresa, ya que al contar con un aval se reduce el riesgo. Según Pérez López (2000) Esta valoración positiva tiene dos grandes beneficios para la empresa:

- Una disminución del coste de la financiación, ya que al disminuir el riesgo de la empresa se produce una disminución del tipo de interés.
- Un aumento de las posibilidades de acceder a financiación a largo plazo. Lo que supone un gran beneficio para las pequeñas y medianas empresas que

habitualmente tienen desequilibrios financieros como consecuencia de la escasez de financiación a largo plazo.

3.4.1 Características de las sociedades de garantía recíproca españolas

Las SGR se asemejan a las Sociedades Anónimas en lo referente al capital social y responsabilidad de los socios por las deudas sociales, ya que estos no asumirán personalmente el riesgo. Sin embargo conservarán el carácter mutualista en lo referente al derecho de los socios (Pérez López et al., 2010).

Otro de los aspectos que caracteriza a las SGR es que con la Ley de Sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca (1994) se exigió que las SGR estuvieran supervisadas y controladas por el Banco de España, esta normativa es una de las claves del éxito de las SGR en España.

Los socios partícipes han de formar parte del sector económico que figure en los estatutos de la Sociedad correspondiente. Esta política de lugar a dos tipo de Sociedades: Las sociedades de ámbito sectorial o de oficio y las de ámbito geográfico o regional, que conceden avales a empresas pertenecientes a diferentes sectores pero de un territorio común (Pérez López et al., 2010).

El capital social de las SGR puede oscilar entre la cifra mínima establecida que es de 1.800.000 euros y el triple de esta cantidad. Permitiendo en todo momento la posibilidad de realizar bajas e incorporaciones.

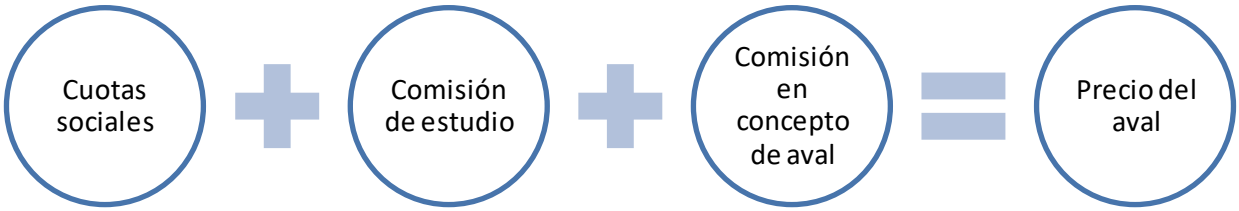
3.4.2 Obtención y coste del aval

Para conseguir el aval la PYME o autónomo deberá adquirir la posición de socio o participe de la sociedad, ya que las SGR se financian con fondos propios a través de las aportaciones de sus socios. Además la PYME deberá aportar la documentación necesaria para que los analistas de la SGR puedan evaluar el riesgo de la operación que la empresa desea realizar. Es conveniente destacar que si los analistas consideran que la operación tienen un elevado riesgo, no se limitan a rechazarla, sino que aportan a la PYME otras alternativas (Sociedades de Garantía Recíproca, 2016).

Según CESGAR (2016) a cambio de la garantía obtenida el propietario de la PYME o autónomo debe aportar:

- La cuota de capital necesaria para adquirir la condición de socio, que será reembolsada una vez que finalice la operación si la PYME lo desea, de no ser así la empresa permanecerá como socio participe.
- Una comisión de estudio cuya cuantía es fija y dependerá del riesgo que lleve asociado la operación.
- Una comisión en concepto de aval, es un porcentaje anual calculado en base al principal pendiente de amortización.

Figura 3.5: Precio del aval



Fuente: Elaboración propia

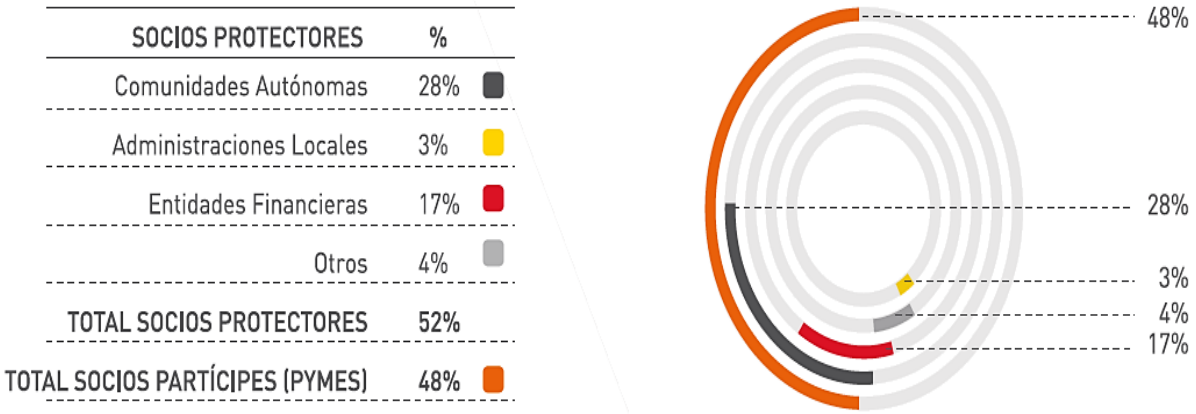
Es conveniente destacar que a nivel de Comunidad Autónoma existen ayudas adicionales para fomentar la inversión.

3.4.3 Tipos de socios

Dentro de la SGR se pueden distinguir dos tipos de socios, los socios partícipes y los socios protectores (Instituto de Crédito Oficial, 1995).

- Socios partícipes: Son los socios propietarios de una PYME o autónomos que pueden solicitar y obtener las garantías y el resto de beneficios de la sociedad. Para crear una SGR es necesario que un mínimo de 150 socios partícipes.
- Socios protectores: Los socios protectores no pueden acceder a los avales de la SGR y su participación en el capital social no debe superar el 50% de la cifra mínima de capital establecida en los estatutos. Su misión es proporcionar apoyo a las PYMES. Hay dos tipos de socios protectores: Los protectores cualificados, entre los que se encuentran las Administraciones Públicas, organismos autónomos, sociedades mercantiles, etc. Y protectores no cualificados, todos aquellos que posean participaciones de las SGR y no sean socios partícipes o protectores cualificados.

Gráfico 3.6: Porcentaje de socios y su peso en las distintas administraciones



Fuente: Sociedades de Garantía Recíproca (2016)

Como podemos observar en el gráfico hay mayor porcentaje de socios protectores que de socios partícipes, un 52% frente a un 48%. Dentro de los socios protectores, tienen más peso las Comunidades Autónomas (28%), lo que tiene sentido puesto que la mayoría de las sociedades tienen un carácter regional, le siguen las entidades financiera (17%) y finalmente las administraciones locales (3%).

3.4.4 Evolución y situación actual de las SGR

A lo largo de toda su trayectoria las SGR españolas han concedido avales por un importe de 32.835 millones de euros, durante el año 2016, un total de 122.198 consiguieron un aval, en total se otorgaron avales por un importe de 1.097 millones de euros, lo que se traduce en una contribución al empleo de 595.599 puestos de trabajo (Sociedades de Garantía Recíproca, 2016).

Tabla 3.2: Operaciones de aval en 2015 y 2016

	2015		2016	
	Nº	IMPORTE	Nº	IMPORTE
Solicitados	13.331	1.789.076	15.067	1.997.950
Concedidos	10.029	1.062.137	11.238	1.412.707
% sobre solicitados		74%		71%
Formalizados	17.123	974.407	18.223	1.097.354
% sobre concedidos		91%		78%

Fuente: (Sociedades de Garantía Recíproca, 2016).

Actualmente en España hay 19 Sociedades de Garantía Recíproca multisectoriales y de carácter territorial y 3 sociedades de ámbito nacional.

Figura 3.6: Características básicas de las SGR

Destinatario de la financiación	PYMES, en cualuier etapa de desarrollo que busquen financiación (creación, desarrollo, expansión,etc.).
Cuantía media de la inversión	Variable en función de la garantía que precise la PYME.
Exigencias de solvencia	Potencial de la PYME para generar futuros recursos.
Implicación en el negocio	Aportación de garantías, información sobre fuentes de financiación y ayudas, asesoramieto y formación financiera.
Principales sectores de inversión	TIC y servicios.

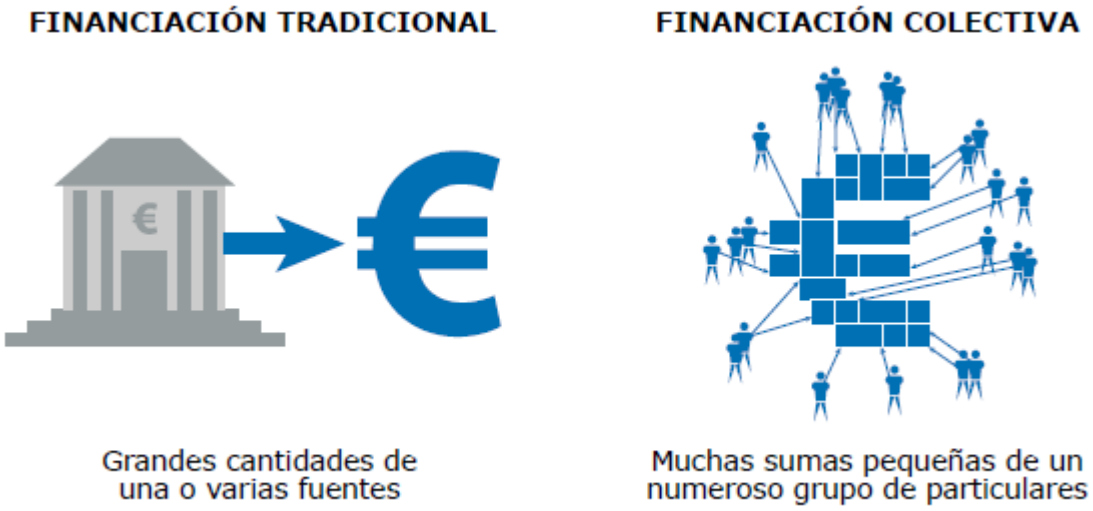
Fuente: Elaboración propia.

3.5 CROWDFUNDING

El crowdfunding, también conocido como financiación colectiva, es un método para recaudar financiación involucrando a un gran número de personas a través de plataformas online, con el objetivo de desarrollar empresas o proyectos.

Actualmente la Comisión Europea (2017a) define el Crowdfunding como, una fuente emergente de financiación alternativa que invita a todo el público, generalmente a través de Internet, a financiar proyectos a través de donaciones, contribuciones monetarias a cambio de una recompensa, pre-pedido de productos, préstamos o inversión. Cualquier tipo de organización puede lanzar una campaña de crowdfunding, PYMES, artistas, empresas innovadoras, etc. No obstante sus principales usuarios son empresas de nueva creación o en fase de crecimiento y expansión.

Figura 3.7: Financiación tradicional vs financiación colectiva



Fuente: Comisión Europea (2015).

3.5.1 Ventajas

El Crowdfunding además proporcionar a las PYMES una solución a sus problemas para encontrar financiación, aporta otras múltiples ventajas no financieras que las pequeñas y medianas empresas y autónomos pueden aprovechar para mejorar la competitividad de su negocio (Comisión Europea, 2015).

- Crea una comunidad de personas en torno al proyecto o negocio, las cuales pueden proporcionar información valiosa basada en su experiencia o conocimientos.
- Proporciona al empresario una visión realista del proyecto o negocio que desea emprender, ya que le permite observar que opina la gente y si esta considera que el proyecto tiene valor y futuro como para colaborar en él.
- Permite a la empresa ampliar las posibilidades de acceder a otros métodos de financiación, ya que si el crowdfunding ha tenido éxito las entidades financieras consideraran que se trata de un negocio o proyecto con futuro en el que la gente cree, lo que se traduce en un menor riesgo.
- Potente herramienta de comunicación. Ya que permite dar a conocer un nuevo producto o una nueva empresa dirigiéndose a un amplio público entre el que se pueden encontrar clientes potenciales. Además el crowdfunding consigue

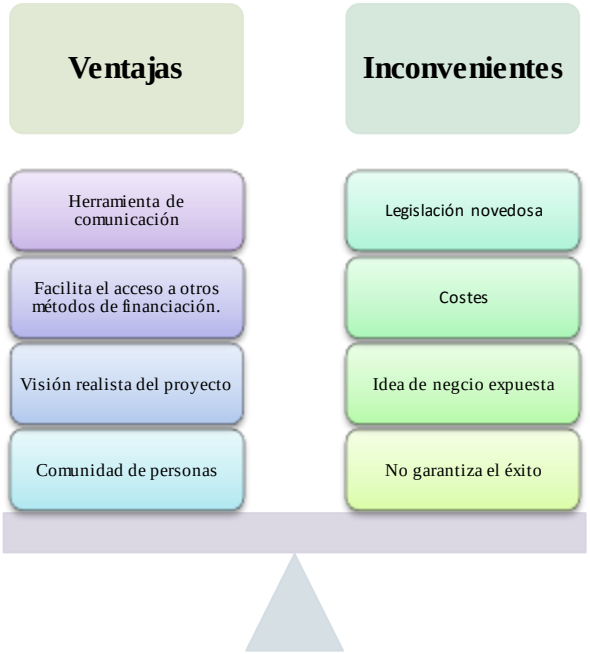
generar unas expectativas incluso antes de que el producto salga a la venta o se haya creado la empresa.

3.5.2 Inconvenientes

A pesar de las múltiples ventajas que tiene usar el crowdfunding como método de financiación alternativa para la PYME, también lleva asociación una serie de inconvenientes que deben tenerse en cuenta a la hora de iniciar el proceso de financiación (European Commission, 2017b).

- No garantiza el éxito de la empresa o proyecto: Tomar la decisión de emplear el crowdfunding como método de financiación alternativa no garantiza el éxito de la empresa o proyecto, ya que si esta no aporta valor al público puede no lograr la financiación planteada como objetivo. Si esto ocurre la empresa debe devolver todo el dinero recaudado a los inversores.
- Idea de negocio expuesta: Cuando la PYME toma la decisión de emplear el crowdfunding como método de financiación, deberá exponer su proyecto o idea de negocio en la plataforma de crowdfunding elegida para darlo a conocer y atraer la atención de los futuros inversores. Por lo que existe el riesgo de que plagien la idea.
- Subestimar los costes: Es frecuente infravalorar el tiempo y los recursos necesarios para llevar a cabo el crowdfunding. Además si la empresa decide llevar a cabo un crowdfunding de acciones se generan unos costes administrativos adicionales.
- Legislación novedosa: La ley que regula el crowdfunding es muy reciente y está en continuo desarrollo, tanto en España como en la UE. Esta situación puede provocar que muchos emprendedores no conozcan la legislación y pueden incumplirla de forma inconsciente.

Figura 3.8: Ventajas e inconvenientes del crowdfunding



Fuente: Elaboración propia

3.5.3 ¿Cómo funcionan las plataformas de crowdfunding?

Para poder financiarse a través de crowdfunding es necesario que exista una plataforma que actúa como intermediario entre los emprendedores que solicitan financiación y las personas que deseen realizar una aportación a la PYME o al proyecto. De tal forma que los compromisos financieros se pueden realizar a través de la plataforma.

Estas plataformas a cambio de prestar un servicio seguro y sencillo a las PYMES suelen cobrar a los responsables de la empresa una cuota si la recaudación de fondos ha tenido éxito. Muchas plataformas operan con un modelo de financiación de todo o nada, es decir, si la PYME no consigue el objetivo fijado los inversores no sufren una pérdida económica, estos recuperan su dinero (European Commission, 2017b).

3.5.4 Tipos de Crowdfunding

El crowdfunding ha crecido enormemente en los últimos años y se ha convertido en uno de los métodos de financiación alternativa más utilizado por los emprendedores españoles. Las múltiples ofertas se han traducido en la existencia de diferentes tipos de crowdfunding para que se adapten a las demandas existentes. Actualmente los tipos de

crowdfunding más presentes en España son: Crowdlending (Peer to Peer, Préstamos entre particulares), Crowdfunding de inversión y crowdfunding de recompensas.

3.5.4.1 Préstamos entre particulares (Crowdlending, P2P)

Los préstamos entre particulares (a veces llamados crowdlending o Peer to Peer), son una alternativa los tradicionales préstamos bancarios. La diferencia reside en que en lugar recibir la financiación de una única fuente las PYMES pueden obtener la financiación de un gran número de particulares, conocidos como crowdlenders. Los crowdlenders ofrecen los préstamos especificando el tipo de interés al que están dispuestos a prestar y los prestatarios aceptan las ofertas de préstamo con el tipo de interés más bajo. En este contexto las plataformas de crowdlending actúan como intermediarios entre los prestamistas y prestatarios, para proteger a ambas partes y agilizar el proceso (Comisión Europea, 2015).

Los préstamos entre particulares permiten a las PYMES obtener un préstamo que un banco ha denegado. Además esta alternativa de financiación concede una mayor flexibilidad a los tipos de interés, ya que si la campaña de crowdlending es popular existirá una mayor competencia para financiar el negocio o proyecto, lo que derivará en unos tipos de interés más bajos para atraer la atención del empresario y asegurar un acuerdo. Además el tamaño mínimo del préstamo es pequeño por lo que también ayuda a ampliar la variedad de prestamistas.

3.5.4.2 Crowdfunding de inversión (Crowdinvesting)

Consiste en vender participaciones de un negocio a inversores a cambio de financiación. Se trata de una idea similar a cómo las acciones comunes que se compran o se venden en una bolsa de valores, o a un capital de riesgo. No obstante el crowdinvesting se diferencia de los métodos tradicionales en que pone a disposición del emprendedor una amplia variedad de inversores potenciales, los cuales pueden ser clientes actuales o futuros. Además el emprendedor es el que debe fijar el precio de las participaciones, cómo se va a recompensar a los inversores y cuantos derechos de control sobre su negocio quiere dar a los accionistas externos. Por lo que será necesario que la empresa este valorada correctamente, cuente con un plan de negocios y previsiones financieras. (European Commission, 2017b).

Cuando el emprendedor tome la decisión de financiarse a través de crowdinvesting debe tener en cuenta los costes en los que va a incurrir la PYME como consecuencia de los aspectos legales que hay que cumplir, la divulgación, reuniones anuales con los accionistas, la tramitación de los derechos sociales, la realización de informes anuales, etc.

3.5.4.3 Crowdfunding basado en las recompensas (Rewards Based Crowdfunding)

Este crowdfunding es el más conocido debido a la gran visibilidad que le han dado los medios de comunicación. En él las personas realizan una aportación monetaria a un determinado proyecto o negocio a cambio de recibir una recompensa, que puede ser en forma de producto o servicio, de tal forma que cuanto mayor sea las aportaciones económicas mejores serán las recompensas (BBVA, 2016a).

Este tipo de crowdfunding es utilizado frecuentemente cuando se trata de PYMES que ofrecen un servicio único o un producto novedoso, ya que de este modo pueden ofrecer como recompensa dicho servicio o la posibilidad de obtener el producto pre-venta. Asimismo, el uso de esta forma de financiación permite que la empresa asegure los pedidos antes del lanzamiento del nuevo producto o servicio debido a que la campaña de crowdfunding permite que la empresa pueda construir su base de clientes a medida que recauda fondos (Comisión Europea, 2015).

3.5.5 Situación actual del crowdfunding en España

A pesar de que el crowdfunding llegara a España hace tan sólo 7 años, la población ha sabido adoptar rápidamente la financiación colectiva como una importante alternativa a la financiación tradicional, lo que resulta sorprendente en una economía donde el 80% de la financiación de las PYMES procede de los bancos, pero la realidad es que los españoles están entusiasmados con los nuevos modelos de distribución socioeconómica (Wardrop, Zhang, Rau, & Gray, 2015). Actualmente el crowdfunding juega un papel esencial en la sustitución de fondos públicos y subvenciones, y se está convirtiendo en una alternativa realista. No obstante para llegar a consolidarse del todo, todavía tiene que superar el escepticismo existente en una población que ha sufrido varias crisis financieras y escándalos en los últimos años. Sin embargo, la pérdida de confianza de la población en las instituciones financieras tradicionales ha sido un factor

relevante en el auge del crowdfunding, que en los últimos años ha ido ganado popularidad y construyendo una fuerte reputación.

En el año 2015 se recaudaron 52.566.108 euros a través de los diferentes tipos de crowdfunding que operaban en España, en el año 2016 la cifra creció extraordinariamente llegando a recaudarse 113.592.388 euros, es decir, se recaudó más en 2016 que en todos los años anteriores juntos (González & Ramos, 2016). Como se observa en la tabla 3.3 de los 113.592.388 euros, 35.214.904 euros procedían de crowdfunding de inversión, 61.689.491 euros de préstamos entre particulares o crowdlending y 12.339.750 euros de crowdfunding de recompensa. Dicha cifra posee una gran importancia, ya que es la primera vez que se superan los 100 millones de euros recaudados en España y se prevé que el año siguiente siga creciendo dada su tendencia creciente en los últimos años.

Tabla 3.3: Recaudación de los diferentes tipos de crowdfunding en 2015 y 2016

Recaudación	2015	2016	Variación
Crowdinvesting	6.018.964€	35.214.909	167,14%
Crowdlending	32.792.040€	61.689.491€	88.12%
Recompensas	11.441.006€	12.339.750€	7,86%
Donaciones	2.314.098€	4.348.238€	88,88%
Total	52.566.108€	113.592.388€	116,09%

Fuente: González y Ramos (2016).

En el año 2015 se reguló por primera vez la financiación colectiva en España a través de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial donde únicamente se establecieron regulaciones para el crowdinvesting y el crowdlending. Precisamente las dos modalidades de crowdfunding reguladas fueron las que más crecimiento tuvieron del 2015 al 2016 (BBVA, 2016b). En concreto en 2016 el crowdlending recaudó lo mismo que todas las modalidades de crowdfunding en 2015. Sin embargo el crecimiento de la industria se ha dado de forma desigual, ya que el crowdfunding de recompensas que fue el pionero y el que abrió el camino al resto de crowdfundings en España ha pasado de liderar la recaudación en el 2013 aportando un 44% de los ingresos, a ocupar un tercer lugar en 2016 ya que solo aporta el 11% (González & Ramos, 2016). Mientras tanto los nuevos tipos de crowdfunding han ido ganando

fuerza, lo que demuestra que le mercado está evolucionando cada vez más hacia los productos de inversión.

Tabla 3.4: Porcentajes de recaudación de cada tipo de crowdfunding

% Recaudación	2015	2016
Crowdinvesting	11%	31%
Crowslending	62%	54%
Recompensas	22%	11%
Donaciones	4%	4%

Fuente: González y Ramos (2016)

Las razones de esta tendencia creciente se deben a múltiples factores como: La consolidación de las plataformas, familiaridad con el término crowdfunding, aumento de interés empresarial, llegada de inversores tradicionales. Pero el factor más relevante es la legislación y la regulación de las plataformas que se ha traducido en una mayor confianza por parte de la población. En concreto la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, establece: "Las plataformas deberán contar con la totalidad de su capital social desembolsado, de al menos 60.000 euros o un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval u otra garantía equivalente, con una cobertura mínima de 300.000 euros por reclamación de daños, y un total de 400.000 euros anuales para todas las reclamaciones". Desde la aprobación de la Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha autorizado dieciséis plataformas que actúan como intermediarias entre los inversores particulares y las PYMES (Fernández, 2017). Se prevé que durante el 2017 la mayoría de las plataformas españolas poseerán del certificado otorgado por la CNMV y el Banco de España, lo que aumentará de forma considerable la confianza de los prestamistas a la hora de aportar financiación.

A pesar de la gran evolución que ha tenido el sector, las buenas cifras y que cada vez es un sector más maduro y profesionalizado. El crowdfunding en España aún está lejos de alcanzar el nivel que tienen otros países como los anglosajones, los cuales lideran el sector, seguidos por Alemania y Francia. Observar la evolución que ha tenido el crowdfunding en dichos países nos permite comprobar el gran papel que puede desempeñar la financiación colectiva en el desarrollo económico y social de un país.

Figura 3.9: Características básicas del crowdfunding

Destinatario de la financiación	Empresas en fase de creación, crecimiento o expansión.
Cuantía media de la inversión	Muy variable, al tratarse de financiación colectiva, se realizan pequeñas aportacionas por un gran número de personas.
Exigencias de solvencia	Únicamente en el caso del crowdinvesting se exige a la empresa contar con un plan de negocios y previsiones financieras.
¿Financiación limitada?	El limite lo pone el empreasario al fijar el capital necesario, en el caso del crowdinvesting puede incrementarse posteriormente.
Implicación en el negocio	Aportación económica y red de contactos.
Principales sectores de inversión	TIC y sevicios profesionales.

Fuente: Elaboración propia

3.6 CAPITAL RIESGO

El capital riesgo es un instrumento de financiación destinado a empresas no cotizadas de reducido tamaño (pequeño y mediano) con elevadas expectativas de crecimiento y desarrollo, se basa en aportar recursos propios a medio y largo plazo (3 - 10 años), a cambio de obtener una participación en la empresa. El objetivo de los inversores de capital riesgo es apoyar el desarrollo y crecimiento de la empresa para incrementar su valor. De este modo las empresas además de obtener la financiación deseada obtienen otras ventajas ligadas al capital Riesgo, como: asesoramiento, credibilidad, experiencia en otros sectores y en nuevas estrategias, profesionalización, alienación de los intereses de los administradores y los accionistas, etc. (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, 2016).

La participación en la PYME se lleva a cabo mediante acciones ordinarias, acciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles en acciones, etc. Una vez transcurrido el periodo la sociedad de capital riesgo realiza un proceso de desinversión que se puede realizar de múltiples formas: Salida al mercado de capitales, venta a los antiguos accionistas, colocación a terceros, venta a otra entidad de capital riesgo, etc. (Pérez López et al., 2010).

El capital riesgo está regulado por la Ley 22/2014 donde se define como: "aquellas estrategia de inversión que aportan financiación a empresas, maximizan su valor aportando asesoramiento profesional y desintervienen con el objetivo de que los inversores obtengan plusvalías" (España, 2014).

En España a diferencia de otros países, las empresas pueden financiarse a través de capital riesgo sin importar en qué fase de desarrollo se encuentren, puesto que el capital riesgo en España abarca dos grandes conceptos: Venture Capital y Private Equity (Ríos Sastre, Rodríguez García, & Sáenz-Diez Rojas, 2015).

- Venture Capital: Consiste en aportar financiación a empresas que están en las primeras etapas de desarrollo. Se trata de inversiones que no precisan una gran cantidad de capital, pero llevan asociadas un mayor riesgo ya que al estar en la fase de inicial se desconoce cuál va a ser la aceptación que va a tener la empresa.
- Private Equity: Se aporta capital a empresas más desarrolladas o ya consolidadas y que se encuentran en etapas de desarrollo posteriores a la etapa inicial.

Por lo tanto el capital riesgo puede emplearse en cualquier fase de desarrollo de la empresa, ya sea en su etapa de nacimiento y desarrollo inicial, o en etapas posteriores con el objetivo de llevar a cabo proyectos de crecimiento y expansión.

3.6.1 Características del capital riesgo

El capital riesgo tiene como objetivo proporcionar financiación de calidad (fondos a largo plazo) a empresas, principalmente PYMES, puesto que son las que tienen más dificultades para acceder al mercado de capitales. Según Pérez López et al. (2010) las principales características de capital riesgo son:

- Proporcionar apoyo financiero: Aportación de recursos propios a PYMES a través de participaciones minoritarias a medio y largo plazo en su capital social. La obtención de este tipo de financiación es de vital importancia para las PYMES puesto que como ya se mencionó anteriormente, poseen grandes dificultades para acceder a financiación a largo plazo y de calidad, la cual es imprescindible para contar con un equilibrio financiero estable.
- Proporcionar apoyo no financiero: El capital riesgo además de proporcionar la financiación necesaria, proporciona asesoramiento a la empresa con la finalidad

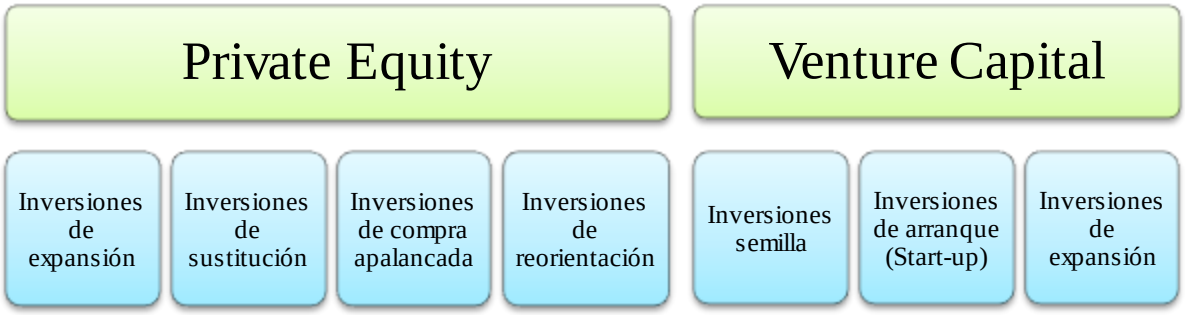
de guiarla en su crecimiento y desarrollo para aumentar su valor. Esta característica supone una gran diferencia frente a las fuentes de financiación tradicionales, las cuales una vez realizada la inversión se desentendían de las necesidades de las PYMES.

- Tipos de proyectos a los que se destina la financiación: Originalmente las inversiones de capital riesgo se destinaban a empresas innovadoras y con un fuerte componente tecnológico, no obstante la crisis financiera ha provocado que el capital riesgo amplíe sus horizontes de inversión e invierta en empresas de menor riesgo, empresas de tamaño mediano y grande en fases de expansión, salida a bolsa, etc.
- Remuneración a través de plusvalías e inversiones de carácter temporal: La inversión llevada a cabo por las sociedades de capital riesgo tiene como objetivo la obtención de plusvalías a través de la venta de las participaciones.

3.6.2 Tipos de inversiones llevadas a cabo por las entidades de capital riesgo

Como se ha mencionado anteriormente la financiación mediante capital riesgo se puede llevar a cabo en cualquier fase de desarrollo de la empresa, no obstante, aunque las inversiones poseen unas características comunes independientemente de la etapa en la que se encuentre la empresa, tales como la participación de un inversor profesional, la aportación de capital y ayuda en la gestión (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, 2016). Es necesario diferenciar los tipos de inversión que se llevan a cabo en cada fase de desarrollo de la empresa.

Figura 3.10: Tipos de inversión en las distintas fases de desarrollo de la empresa



Fuente elaboración propia

Inversión semilla: Se trata de inversiones destinadas a emprendedores que se encuentren investigando, desarrollando y evaluando una ida de negocio o a empresas

recién creadas. La aportación de recursos se lleva a cabo antes del inicio de la producción, por lo que aún no existe un producto o servicio y habitualmente la aportación de recursos es inferior a la necesaria. Se trata del tipo de inversión más arriesgada, pero también es en la que se puede obtener un mayor volumen de ganancias.

Inversiones de arranque (Start-up): Son inversiones destinadas a empresas de reciente creación que se encuentran en las primeras fases de producción y comercialización de sus productos/servicios pero aún no han logrado vender las cantidades necesarias para obtener beneficios. El objetivo de este tipo de inversión es financiar la producción y distribución de los productos de la empresa a gran escala (Casanovas Ramon, 2011).

Inversiones de desarrollo o expansión: Se trata de inversiones dirigidas a empresas ya existentes en fase de crecimiento que buscan expandirse desarrollando nuevos productos, ofreciendo nuevos servicios, accediendo a nuevos mercados o incluso puede tratarse de una financiación previa a la salida a bolsa de la empresa (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, 2016). Está destinada a financiar los activos fijos de la empresa con el objetivo de aumentar el fondo de maniobra. El volumen de inversión es superior al de las inversiones anteriores, pero el riesgo es menor, ya que en la fase en la que se encuentra la empresa ya se conoce la aceptación que esta tiene en el mercado.

Inversiones de capital de sustitución: Engloba aquellas inversiones que se llevan a cabo con el objetivo de sustituir a parte de los accionistas, por lo que no se aportan recursos nuevos a la empresa. Se trata de una acción habitual en empresas familiares y en situaciones de sucesión (Casanovas Ramon, 2011).

Inversiones de compra apalancada: Se trata adquisiciones de empresas en las que una parte de la operación se financia con recursos ajenos (en parte garantizados por los activos de la empresa que se ha adquirido) y otra con el capital aportado por los inversores de la operación (Pérez López et al., 2010). Dentro de este tipo de inversión se diferencian varias modalidades:

- Management Buy-Out: Consiste en que son los directivos de la empresa los que realizan la adquisición.

- Management Buy-In: La empresa es adquirida por el equipo directivo de otra empresa.
- Buy-In Management Buy-Out: Consiste en una combinación de los dos anteriores, ya que parte de los nuevos propietarios pertenecen a la propia empresa y otros a una nueva compañía.

Inversiones de reestructuración o reorientación: Es un tipo de inversión orientada a empresas que no están atravesando una buena situación financiera, el objetivo de la inversión es proporcionar los recursos necesarios para que la empresa lleve a cabo una reestructuración ya sea financiera, operativa o directiva y pueda prolongar su supervivencia.

Las inversiones que se consideran Private Equity no tienen por qué estar asociadas a una aportación de recursos a la empresa, ya que al tratarse de empresas ya consolidadas el objetivo de la inversión puede estar enfocado a revitalizar la empresa, ya sea mediante la sustitución de accionista, su reestructuración o venta.

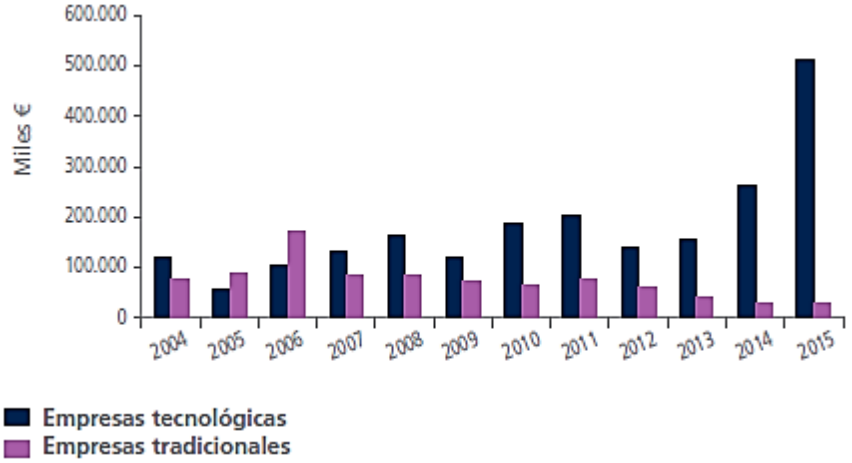
3.6.3 Situación actual del capital riesgo en España

El capital riesgo a pesar de existir desde hace más de 10 años en España en los últimos 5 años ha sufrido un crecimiento excepcional. De las 273 entidades que operaron en el 2016 en este mercado, 109 eran fondos nacionales y 87 fondos internacionales. De entre los fondos nacionales 92 se trataban de fondos privados y 17 de fondos públicos (Asociación Española de Capital Crecimiento e inversión, 2016). Los fondos que actuaron en el mercado en el 2016 lograron obtener una cifra record de inversión, llegando a conseguir 534 Millones de euros de inversión, lo que supone un crecimiento del 86% respecto al año anterior. El destino de esta financiación fue principalmente empresas que se encontraban en fase de nacimiento o que acababan de empezar a desarrollar su actividad.

Este crecimiento exponencial que ha sufrido el capital riesgo en España se explica en gran medida por el gran interés que tienen los fondos internacionales en invertir en empresas españolas. En concreto los fondos internacionales invirtieron en el año 206 en España388 Millones de euros, es decir, un 156.2% más que en el año 2015 (Asociación Española de Capital Crecimiento e inversión, 2016).

La distribución sectorial del capital riesgo en España se concentra principalmente en el sector tecnológico, esta situación se explica porque a partir de la crisis financiera las entidades públicas redujeron de forma considerable su volumen de inversión. Lo que provocó una disminución de la inversión en empresas tradicionales a nivel general, ya que las entidades públicas eran las que más invertían en empresas tradicionales, frente a las entidades privadas que históricamente han tenido una predisposición hacia las empresas más innovadoras y tecnológicas.

Gráfico 3.7: Volumen de inversión en función del contenido tecnológico de la empresa

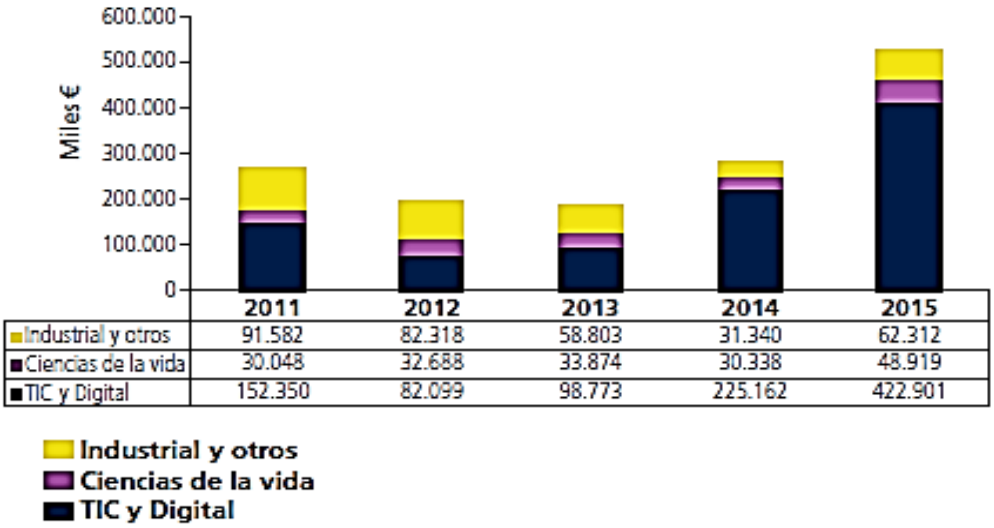


Fuente: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (2016).

Como se puede observar en el gráfico 3.7 el volumen de inversión en empresas tradicionales ha sufrido una disminución continuada desde el año 2008, mientras que la inversión en empresas tecnológicas ha aumentado de forma considerable, acrecentando de este modo la brecha existente entre empresas tecnológicas y tradicionales.

Por lo tanto el sector de las TIC Y Digital es el mayor recetor de inversiones de capital riesgo, seguido por los productos de consumo, medicina y salud y biotecnología y ciencias de la vida.

Gráfico 3.8: Volumen de inversión por sectores de actividad



	2011	2012	2013	2014	2015
Industrial y otros	91.582	82.318	58.803	31.340	62.312
Ciencias de la vida	30.048	32.688	33.874	30.338	48.919
TIC y Digital	152.350	82.099	98.773	225.162	422.901

Fuente: ASCRI (2016)

El crecimiento en el sector del capital riesgo seguirá incrementándose en los próximos, en parte por el interés creciente que muestran los fondos internacionales para invertir en empresas españolas y por los recursos de los que disponen las entidades españolas, los cuales les va a permitir incrementar sus volúmenes de inversión.

Figura 3.11: Características básicas del capital riesgo

Destinatario de la financiación	Empresas no cotizadas de reducido tamaño con elevadas expectativas de crecimiento y desarrollo.
Cuantía media de la inversión	Venture Capital: 500.000-6.000.000 y Private Equity: 15.000.000 euros.
Exigencias de solvencia	TIR de la inversión.
Implicación en el negocio	Aportación económica.
Principales sectores de inversión	TIC , industrial y ciencias de la salud.

Fuente: Elaboración propia

4 CONCLUSIONES

Tras analizar el papel que desempeñan las PYMES en el tejido empresarial español, actualmente, se puede concluir que las PYMES son un modelo de negocio fundamental para el crecimiento y desarrollo de la economía española, ya que son la principal forma empresarial en España, representando el 99,8% de las empresas y tienen un importante peso en la creación de empleo, aportando el 66,9% del empleo en el año 2016.

A pesar de ser una pieza clave en el motor del desarrollo económico español, tras el análisis llevado a cabo para conocer las dificultades de acceso a la financiación por las que atraviesan las PYMES españolas y el papel que ha desempeñado la financiación tradicional en esta situación. Se ha podido observar como las dificultades de acceso a la financiación se vieron agravadas por la crisis económica y financiera. Principalmente, como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación llevadas a cabo por las instituciones financieras, incrementando el precio de la financiación mediante la subida de intereses y exigiendo mayores garantías y avales. Lo que resultó muy complicado para los autónomos o las PYMES, que en numerosos casos se vieron obligados a rechazar la financiación que les ofrecían las entidades financieras considerando las condiciones abusivas. No obstante las dificultades de acceso a la financiación no se originan en la crisis financiera, ya existían anteriormente, debido a la excesiva bancarización de la economía española y a las dificultades de acceso a la financiación a largo plazo, que es un tipo de financiación fundamental para mantener un adecuado equilibrio financiero en las empresas.

Debido a estas dificultades de acceso a la financiación y a la excesiva dependencia bancaria, las fuentes de financiación alternativas han comenzado a adquirir un importante papel en la economía española. Algunas de ellas como el Mercado Alternativo Bursátil o el Capital Riesgo ya existían y han experimentado su mayor crecimiento durante estos últimos años, y otras como el Crowdfunding y los Business Angels se han introducido en el mercado alternativo español recientemente. Ya sea de una manera u otra, el gran crecimiento que han experimentado todas ellas se debe, por un lado, a la desconfianza que la crisis ha generado hacia los medios de financiación tradicionales y a la necesidad de diversificar los proveedores de financiación, ya que un gran número de PYMES tras haber sufrido una gran restricción del crédito como

consecuencia de la mala situación económica ha visto la necesidad de diversificar su financiación y disminuir su nivel de bancarización.

Entre las principales fuentes de financiación alternativas podemos encontrar: Business Angels, Mercado Alternativo Bursátil, Microcréditos, Sociedades de Garantía Recíproca, Crowdfunding y Capital riesgo. Por lo tanto las PYMES cuentan con una gran variedad de alternativas a la financiación tradicional y pueden elegir la más adecuada a sus necesidades. Algunos de los criterios para elegir la fuente de financiación alternativa adecuada son en función de: el volumen de financiación, de las garantías requeridas, de la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa, destino de la financiación solicitada, etc.

De tal forma que si se trata de una PYME que busca obtener financiación para financiar las fases iniciales de su ciclo de vida, como la creación y puesta en marcha del negocio y no requiere volúmenes muy grandes de financiación (máx. 50.000 euros). Las fuentes de financiación alternativas más adecuadas son Business Angels, Microcréditos, Crowdlending (préstamos entre particulares) y crowdfunding de recompensas, este último especialmente útil si se trata de PYMES que cuenten con productos o servicios innovadores. Además estas modalidades de financiación alternativa, no solo proporcionan a las empresas la financiación inicial deseada, sino que otorgan a las PYMES la posibilidad de acceder posteriormente mejores condiciones de financiación, debido que actúan como garantías.

Si se trata de una pequeña o mediana empresa con expectativas de crecimiento, cuyo objetivo sea aumentar su valor, las fuentes de financiación alternativas más adecuadas son las Sociedades de Garantía Recíproca, el Crowdfunding de inversión y el Capital Riesgo, ya que estas proporcionan a las PYMES los recursos necesarios para llevar a cabo su desarrollo y además aportan asesoramiento que va a permitir a la empresa tomar las decisiones más adecuadas para aumentar su valor.

Por otro lado si se trata de una PYME de mayor tamaño, una mediana empresa con amplias expectativas de crecimiento y desarrollo internacional, la financiación más adecuada es el Mercado Alternativo Bursátil, ya que le va a proporcionar un mayor volumen de inversión y esta se podrá incrementar a través de ampliaciones de capital en función de las necesidades de financiación que le surjan a la empresa durante el proceso de expansión.

Gracias a estas fuentes de financiación alternativas ha aumentado la diversidad de recursos financieros disponibles para las PYMES. No obstante el crecimiento y desarrollo de las fuentes de financiación alternativas no se debe asociar con un menor papel de la financiación bancaria, puesto que la financiación alternativa puede surgir como un complemento, que ayude a las empresas a diversificar su financiación, más que como un sustituto de la financiación tradicional. Aunque debido a la gran tradición y dependencia del sector privado de financiación bancaria el crédito bancario seguirá permaneciendo dominante, la financiación alternativa seguirá desarrollándose y aumentado su tamaño en el mercado. Por ello los bancos deben encontrar nuevas formas de aportar financiación a las PYMES como por ejemplo diversificando sus ramas de actividad, introduciendo en su negocio canales alternativos de financiación, como el capital riesgo.

5 BIBLIOGRAFÍA

Abbad Sort, M. (2005). Las instituciones financieras ante el microcrédito. El papel de la administración y las ONG. En *Libro Blanco del Microcrédito* (p. 167). Fundación de las cajas de ahorros.

AEBA. (2016). Asociación Española Business Angels. Recuperado 2 de mayo de 2017, a partir de http://www.aeban.es/

AEMAB. (2015). *El MaB: 1.000 millones de euros de financiación para 2020*. Asociación de Empresas del Mercado Alternativo Bursátil. Recuperado 2 de mayo de 2017, a partir de http://www.aemab.es/wp-content/uploads/2015/09/EL-MAB-1000-millones-en-financiacion-en-2020.pdf

AEMAB. (2017). *Estadísticas MAB (EE) de enero 2017* (Estadísticas). Asociación de Empresas Mercado Alternativo Bursátil. Recuperado a partir de http://www.aemab.es/wp-content/uploads/2017/03/AEMAB-Estadísticas-012017.pdf

Arce, O., López, E., & CNMV. (2012). *Restricciones en los mercados a la financiación de la PYME, ¿existen soluciones? Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*. Fundación de estudios financieros.

Asociación Española de Capital Crecimiento e inversión. (2016). *Informe capital privado en España 2016* (informe anual). ASCRI. Recuperado a partir de http://www.investinspain.org/invest/wcm/idc/groups/public/documents/documento_anexo/mde2/njq3/~edisp/dax2016647884.pdf

Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo. (2016*). Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)*. Recuperado 8 de junio de 2017, a partir de http://www.ascri.org/que-es-el-capital-riesgo/

Banco de España. (2017). *Boletín Económico. 1/2017* (Boletín económico). Publicaciones del Banco de España. Recuperado a partir de http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic

BBVA. (2016a). *Los cuatro tipos de crowdfunding más útiles para financiar tu PYME*. Recuperado 6 de junio de 2017, a partir de http://www.bbvacontuempresa.es/a/los-cuatro-tipos-crowdfunding-mas-utiles-para-financiar-tu-pyme

BBVA. (2016b). *Three´s a crowd, no te pierdas entre los crowdfunding, crowdlending, crowdinvesting*. Recuperado 6 de junio de 2017, a partir de https://www.bbva.com/es/threes-crowd-no-te-pierdas-los-crowdfunding-crowdlending-crowdinvesting/

BCE. (2016a). *Evolución reciente de los flujos de capital hacia las economías emergentes* (Boletín económico, Número 5). Banco central Europeo. Recuperado a partir de http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/Publicaciones-BCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1605-2.pdf

BCE. (2016b). *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area: October 2015 to March 2016* (Survey on the Access to Finance). European Central Bank. Recuperado a partir de http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/22529

Bergés Lobera, A., & Ontiveros Baeza, E. (2014). Financiación de la economía: bancarización frente a mercados. *Mediterráneo económico*, (25), 195-211.

Berggren, I. (2005). Características de la demanda de microcrédito en España y adaptación de la oferta: Barreras y oportunidades. En *Microcrédito en países desarrollados: problemas, retos y propuestas*. Madrid: Centro de apoyo a la microempresa.

Bolsas y Mercados españoles. (2017). Mercado Alternativo Bursátil. Recuperado 4 de junio de 2017, a partir de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx

Calderón Patier, C., & González Lorente, Á. (2012). *Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las PYMES en España: El mercado alternativo bursátil* (MAB). Revesco, 109, 81-109.

Carbó Valverde, S., & Rodríguez Fernández, F. (2015). Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España. *Cuadernos de Información económica*, (247), 29-38.

Casanovas Ramon, M. (2011). Alternativas de Financiación No Tradicionales Para PYMES. *Revista de Contabilidad y Dirección*, *12*, 95-112.

CEPYME. (2015). *Un paso hacia la financiación alternativa para las PYMES* [Blog de opinión]. Recuperado 9 de mayo de 2017, a partir de http://www.cepyme.es/1392-un-paso-hacia-la-financiacion-alternativa-para-las-pymes/

CEPYME, & Afi. (2016). *Boletín de morosidad y financiación empresarial* (Boletín económico número 10). Recuperado a partir de http://www.cepyme.es/wp-content/uploads/2016/12/Boletin-Morosidad-11-Digital-1.pdf

CESGAR. (2015*). I informe: La financiación de la PYME en España* (Informe I). Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca. Recuperado a partir de http://www.cesgar.es/wp-content/uploads/2016/12/I-Informe-financiación-dela-pyme-9-2015.pdf

CESGAR. (2016). *III Informe: La financiación de la PYME en España* (Informe III). Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca. Recuperado a partir de http://www.cesgar.es/wp-content/uploads/2016/12/III-Informe-financiacion-de-la-pyme-9-2016.pdf

Comisión Europea. (1996). Recomendación de la comisión, de 3 de abril de 1996, sobre la definición de pequeñas y medianas empresas. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas. Serie L*, (107, 30 de abril), 22.

Comisión Europea. (2003). Recomendación de la comisión, de 6 mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas. Serie L*, (124, 20 de mayo), 6.

Comisión Europea. (2015). *La financiación colectiva explicada* (Guía para PYMES). Comisión Europea. Recuperado a partir de http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229/attachments/1/translations/es/renditions/pdf.

Cordobés, M., & Iglesias, M. (2011). *Informe sobre el impacto de los microcréditos*. MicroBank.

Dirección de coyuntura y estadística Funcas. (2016). *Principales indicadores de la economía española* (Vol. 2). Funcas.

España. (1994). Ley 1/1994, de 11 marzo, sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca. *Boletín Oficial del Estado*, (61,11 de marzo), 12.

España. (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 3. *Boletín Oficial del Estado*, (275, 13 de noviembre), 96.

European Commission. (2015). *Annual report on european SMEs 2015/2016* (Annual Report). European Commission. Recuperado de https://ec.europa.eu/jrc/sites/jrcsh/files/annual_report_-_eu_smes_2015-16.pdf.

European Commission. (2016a). *2016 SAFE Results Spain*. European Commission. Recuperado de http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/22529

European Commission. (2016b). *SMEs : the road to finance 2016*. European Commission. Recuperado a partir de http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents-/20370

European Commission. (2017a). *Crowdfunding*. Recuperado 2 de junio de 2017, a partir de https://ec.europa.eu/growth/access-tofinance/fundingpolicies/crowdfunding_en

European Commission. (2017b). *Guide on crowdfunding*. Recuperado 7 de junio de 2017, a partir de https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide_en

Fernández, D. (2017, febrero 17). La CNMV ya ha autorizado 16 plataformas de crowdfunding. *El país*. Recuperado a partir de http://economia.elpais.com/-economia/2017/02/17actualidad/1487327403_823702.html

Fundación BBVA, & IVIE. (2016). *España crea muchas empresas, pero su baja supervivencia y el reducido tamaño medio condiciona la productividad*. BBVA. Recuperado a partir de http://www.fbbva.es/TLFU/fbin/FBBVA_Esenciales_04_tcm269-567812.pdf

García Ropero, J. (2016, mayo 11). Así es el ´business angel` español: joven y poco diversificado. *Cinco días*. Recuperado a partir de http://cincodias.elpais.com/-cincodias/2016/05/10/sentidos/1462902483_529051.html

Giralt Serra, A., & González Nieto-Márquez, J. (2014). *La bolsa se abre a más empresas. El potencial del MAB*. Los Retos de la financiación del sector empresarial. Recuperado a partir de www.fef.es/new/publicaciones/951-4edefd7fa643d220310894bf7463818f.html

González, A., & Ramos, J. (2016). *Financiación Participativa en España Informe Anual 2016* (Informe anual). Madrid: Universo Crowdfunding.

Grupo Bolsas y Mercados españoles. (2014). *El MaB para empresas en Expansión* (Archivo de video). Recuperado a partir de https://www.youtube.com/-watch?v=eGbCHVdET_U&feature=youtu.be

Infoautónomos, & El economista. (2016). *Microcréditos* [Guía informativa]. Recuperado 12 de junio de 2017, a partir de http://infoautonomos.eleconomista.es/ayudas-subvenciones-autonomos/microcreditos/

Instituto de Crédito Oficial. (1995). *La Sociedades de Garantía Recíproca como instrumento financiero de las Pequeñas y Medianas Empresas* (1o). Madrid: Cuadernos ICO.

Intrum Justitia. (2016). *European Payment Report 2016* (European Report). *Report*. Intrum Justitia. https://doi.org/10.1002/pauz.200490004

Kaya, O. (2014). *SME financing in the euro area*. *EU Monitor*. Deutsche Bank. Recuperado a partir de https://www.dbresearch.com/prod/dbr_internet_en-prod/prod0000000000344173/SME+financing+in+the+euro+area%3A+New+solutions+to+an+old+problem.PDF

Lacalle Calderón, M. (2008). *Microcréditos y pobreza, de un sueño al Nobel de la Paz* (1.a ed.). Madrid: Turpial.

Luciano Miranda, M. (2013). *Los problemas de financiamiento de las PYMES* (Trabajo de investigación). Universidad Nacional de Cuyo, Facultad de Ciencias Económicas.

Mars, A. (2013, junio 18). Las PYMES pagan el doble por el crédito. *El país*. Recuperado a partir de http://economia.elpais.com/economia/2013/06/17/-actualidad/1371494827_632299.html

Mayo, S., Ferrero, C., & Perea, J. L. (2016). La morosidad sigue pasando factura a los autónomos. *Revista de la federación nacional de asociaciones de trabajadores autónomos*, *52*, 24-26.

Mercado Alternativo Bursátil. (2016a). *Guía de buenas prácticas de la entidades emisoras en el mercado alternativo bursátil* (Guía de buenas prácticas). Bolsas y Mercados españoles.

Mercado Alternativo Bursátil. (2016b). *Mercado Alternativo Bursátil: Una oportunidad para empresas en expansión* (Presentación). Mercado Alternativo Bursátil.

MicroBank, & ESADE. (2014). *Informe sobre el impacto de los microcréditos*. MicroBank.

MicroBank, & ESADE. (2015). *Informe anual corporativo*. MicroBank. Recuperado a partir de https://www.microbank.com/conocemicrobank/informesactividad/-informeanual_es.html

Ministerio de economía industria y competitividad. (2016). *Definición de PYME en la UE*. Recuperado 6 de marzo de 2017, a partir de http://www.ipyme.org/es-ES/UnionEuropea/UnionEuropea/PoliticaEuropea/Marco/Paginas/NuevaDefinicionPYME.aspx

Monterrubio Rego, M. (2015). *Informe sobre el funcionamiento, organización y actividad del Mercado Alternativo Bursátil* (Trabajo de Fin de Grado). Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de Donostia, San Sebastián.

Observatorio PYME. (2010). *Documento resumen del grupo de financiación para la pyme*. Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, y la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa.

Olmo García, F. del. (2013). La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea. *Documentos de Trabajo (IAES, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social)*, (7).

Otero Moreno, M., Almagro Cordón, P., Blanco García-Lomas, J. J., & García Echevarría, S. (2014). *Situación actual y retos futuros de las PYMES españolas*. Madrid: Instituto de estudios económicos.

Pérez López, C. (2000). Las Sociedades de Garantía Recíproca: ¿qué pueden ofrecer a las pymes? *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, (37), 60-66.

Pérez López, C., Irimia Diéguez, A. I., de la Torre Gallegos, A., Jiménez Naharro, F., Pérez López, P., & Palacín Sánchez, M. J. (2010). *Alternativas de financiación frente a la crisis* (1º). Madrid: Wolters Kluwer.

Pérez Muriel, J. A. (2014, marzo 3). ¿Ahorrar en tiempos de crisis? *El economista*. Recuperado a partir de http://www.eleconomista.es/firmas/noticias/558-7422/03/14/Ahorrar-en-tiempos-de-crisis.html

Pérez Solero, R. (2014). El 40% del emprendimiento se realizó a través de la autofinanciación en 2013. *El economista*. Recuperado a partir de http://www.eleconomista.es/emprendedores-pymes/noticias/5569888/02/14/El-40-del-emprendimiento-se-realizo-a-traves-de-la-autofinanciacion-en-2013.html

Pombo González, P. (2009). Las garantías y los sistemas de garantía de crédito empresarial: el derecho de acceder al crédito. *AECA*, (87), 3-5.

Ríos Sastre, S. de los, Rodríguez García, I., & Sáenz-Diez Rojas, R. (2015). Emprendedores y capital riesgo en España: el caso de Fond-ICO Global. *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (94), 31-65.

Roure, J., & De San José, A. (2017). *Informe Business Angels*. AEBAN. Recuperado a partir de http://www.aeban.es/sector

Roure, J., & San José, A. (2016). *Informe Business Angels 2016*. AEBAN. Recuperado a partir de http://www.aeban.es/sites/aeban.es/files/Informe Business Angels AEBAN 2016.pdf

Salgado, R. (2017, enero 23). Los españoles volverán a ahorrar durante el primer trimestre. *La Razón*. Recuperado a partir de http://www.larazon.es/economia/los-espanoles-volveran-a-ahorrar-durante-el-primer-trimestre-KA14363823

Secretaría General de Industria y PYME. (2016). *Retrato de la PYME DIRCE a 1 de enero de 2016*. Ministerio de economía, industria y competitividad.

Secretaría General de Industria y PYME. (2017). *Cifras PYME, datos enero 2017*. Ministerio de economía, industria y competitividad.

Sierra Fernández, M. P. (2009). *Instituciones e intermediarios financieros españoles en el marco de la Unión Económica y Monetaria*. (Abecedario, Ed.).

Sociedades de Garantía Recíproca. (2016). *Informe anual 2016: Unidos Sumamos* (Informe). CESGAR.

Soto, M. del M. (2016). Incentivos a la financiación empresarial: el caso particular de los business angels en España. *Cooperativismo y Desarrollo*, *24*(108), 8.

Toribio Muñoz, R., & Sotomayor González, S. (1996). La financiación de las pequeñas y medianas empresas. *I Congreso de Ciencia Regional de Andalucía: Andalucía en el umbral del siglo XXI*.

Vilalta, M. P., & Hernández, A. (2012). La financiación de las pymes en España: emergencia a corto, desafío a largo. *Informe Mensual - La Caixa*, (357), 44-47.

Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R., & Gray, M. (2015). *Moving Mainstrean. The European Alternative Finance Benchmarking Report*. Cambridge Center for Alternative Finance.