



---

# **Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias Económicas y  
Empresariales**

**Grado en Administración y Dirección de  
Empresas**

## **Capital riesgo y business angels como alternativas de financiación para las pequeñas y medianas empresas en España**

Presentado por:

***Alberto García Martínez***

Tutelado por:

***Esther Decimavilla Herrero***

*Valladolid, junio de 2014*

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>2. LAS PYMES Y SUS PROBLEMAS DE FINANCIACIÓN .....</b>	<b>4</b>
2.1. LAS PYMES ESPAÑOLAS EN EUROPA.....	5
2.2. ¿CÓMO HA AFECTADO LA CRISIS A LAS PYMES? .....	6
2.3. LOS PROBLEMAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES .....	8
2.3.1. Internacionalización .....	11
2.3.2. Posibles alternativas de financiación .....	12
<b>3. CAPITAL RIESGO Y BUSINESS ANGELS COMO ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN.....</b>	<b>15</b>
3.1. CAPITAL RIESGO .....	15
3.1.1. Introducción al capital riesgo: concepto y funcionamiento.....	15
3.1.2. Evolución y expectativas del capital riesgo en España.....	18
3.2. BUSINESS ANGELS .....	22
3.2.1. Introducción a los business angels: concepto, tipos y redes .....	22
3.2.2. Evolución y expectativas de los business angels.....	24
3.3. COMPARATIVA DEL CAPITAL RIESGO Y LOS BUSINESS ANGELS.....	26
<b>4. CONCLUSIONES.....</b>	<b>28</b>
<b>5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>31</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo el estudio de los problemas de financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y su posible solución mediante la utilización de fuentes alternativas como las empresas de capital riesgo y los business angels. El tema ha sido elegido debido a su importancia en el contexto actual de crisis, y más acusadamente en nuestra economía, donde numerosas empresas, pequeñas y medianas en su gran mayoría, están desapareciendo, agravando los problemas de desempleo. Partiendo de esta preocupación, intentamos valorar si la ampliación de las alternativas de financiación para las empresas puede contribuir, en parte, a la solución de sus problemas y cuál de ellas es más conveniente dependiendo del tipo de PYME con el que nos encontremos.

Cada alternativa tiene una serie de particularidades. Así, las entidades de capital-riesgo suelen invertir en los sectores más dinámicos y más volátiles; su objetivo es arriesgar unos determinados fondos (de ahí la denominación de este tipo de financiación) para obtener un beneficio fruto del crecimiento que se espera tras dicha aportación. En la mayoría de los casos se centran en grandes empresas, encontrándonos aquí con un importante hándicap para las pequeñas y las medianas. Respecto a los business angels, éstos invierten en sectores en expansión y normalmente conocidos para ellos, ya que junto con el capital también aportan experiencia y conocimientos. También se conocen como capital riesgo informal. En ambos casos, no cabe duda de que su expansión permitiría reducir la excesiva dependencia del crédito bancario y desarrollar empresas con un alto potencial en las que su único impedimento para fructificar es la dificultad para obtener financiación estable.

La principal limitación para abordar este estudio ha sido la inexistencia de información completa sobre este tipo de agentes financieros debido a que su actividad aún es relativamente reciente en nuestro país y no se recoge de forma diferenciada a la de otros instrumentos o empresas financieras.

El trabajo comienza con un análisis de las PYMES y sus problemas de financiación; a continuación, y tras revisar las diferentes alternativas financieras

con las que cuentan las empresas, se estudiarán de forma detallada tanto el capital riesgo como los business angels, intentando encontrar sus puntos de conexión y sus diferencias más significativas. Finalmente, se exponen los principales resultados obtenidos.

Para concluir esta introducción, nada mejor que hacerlo con una cita de Adam Smith (1776, Libro I, capítulo II, p.23) que ilustra a la perfección el porqué del surgimiento de las dos alternativas a estudiar: *"No es por la benevolencia del carnicero, del cervecero y del panadero que podemos contar con nuestra cena, sino por su propio interés"*.

## **2. LAS PYMES Y SUS PROBLEMAS DE FINANCIACIÓN**

¿Qué es una PYME? Según la Comisión Europea (2003), una PYME es una pequeña y mediana empresa, cuyas dos características principales son, tener una dotación de trabajadores menor a 250, y facturar una cifra menor o igual a 50 millones de euros. Existen diferentes tipos de PYMES dependiendo de las características que presenten:

- En el caso de las microempresas, éstas ocupan a menos de 10 personas, con un volumen de negocio que no supere anualmente los 2 millones de euros.
- La pequeña empresa, se conforma por una cifra de empleados menor de 50, y un volumen de negocio anual igual o inferior a 10 millones de euros, siempre y cuando supere los límites establecidos para una microempresa.
- Finalmente, la mediana empresa, estaría formada por un número de empleados inferior a 250, y con un volumen de negocio igual o menor a 50 millones de euros al año, cuando no concurren las características por las que se deba designar como pequeña empresa o microempresa.

A pesar de que las tres categorías se engloben en la denominación de PYME, entre ellas existen notables diferencias. Hay que tener en cuenta que en España forman un conjunto de empresas muy heterogéneo no sólo respecto al tamaño sino también en relación a los sectores productivos en los que se concentran.

Según un informe del Círculo de Empresarios (2011), las microempresas pertenecen en su mayoría por el sector del comercio al por menor, al de construcción de edificios, al de servicio de comidas y bebidas y al de construcción especializada, acumulando entre todos, el 40% del total de este tipo de empresas. En el caso de las pequeñas empresas, el 25% se concentra en dos sectores: la construcción de edificios y el comercio al por mayor. Por último, las medianas empresas se encuentran más dispersas sectorialmente que las anteriores aunque, de nuevo, la construcción de edificios y la venta al por mayor son los más importantes, acaparando el 18% de este tipo de empresas.

## **2.1. LAS PYMES ESPAÑOLAS EN EUROPA**

Las PYMES son el tipo de empresas más importantes en el tejido productivo de la mayor parte de países, y especialmente de España, por lo que son de vital importancia para la dinámica de la economía del país. Según el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2014b), representan más del 99% de dicho tejido, emplean a un 62,8% de la población ocupada y generan el 68% del valor añadido.

En comparación con la Unión Europea, tal y como se recoge en el cuadro 2.1, el número de PYMES en España es superior (99,9% frente al 99,8%) aunque el porcentaje de empleo asalariado que generan es menor (posiblemente porque el número de microempresas sin asalariados es superior en nuestro país). Por tipos de PYMES, se aprecia que las microempresas son sensiblemente superiores en España (95,7% frente al 92,1%), justo lo contrario de lo que ocurre con las pequeñas (3,6% frente al 6,6%) y las medianas (0,6% frente al 1,1%). Esta estructura ligeramente diferencial no beneficia a la economía española puesto que son las empresas de mayor tamaño las que suelen contar con mayores posibilidades de expansión debido a su potencial de crecimiento.

Por su parte, en el gráfico 2.1 comprobamos que, en conjunto, las PYMES españolas tienen más peso que en la mayor parte de los países europeos seleccionados tanto en términos de empleo (superadas por Portugal, Italia,

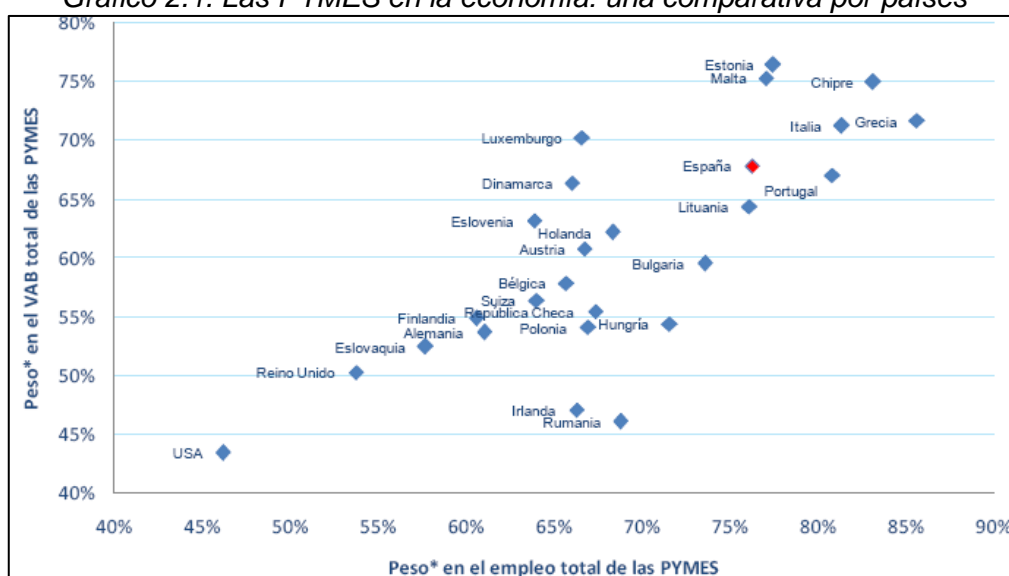
Chipre y Grecia) como de valor añadido bruto (superadas además por Luxemburgo, Estonia y Malta).

Cuadro 2.1. Comparativa europea de empresas

Porcentaje de empresas en España y en la UE-27						
	Micro sin asalariados	Micro 1-9	Pequeña 10-49	Mediana 50-249	PYME 0-249	Grande 250 y más
España	53,5	42,2	3,6	0,6	99,9	0,1
EU-27	92,1		6,6	1,1	99,8	0,2
Porcentaje de asalariados						
		Micro 1-9	Pequeña 10-49	Mediana 50-249	PYME 0-249	Grande 250 y más
España		30,2	17,4	15,2	62,8	37,2
EU-27		28,8	20,4	17,4	66,6	33,4

Fuente: Elaborado a partir de Ministerio de Industria, Comercio e Industria (2014b).

Gráfico 2.1. Las PYMES en la economía: una comparativa por países



Fuente: Fernández de Lis (2012).

Acabamos de constatar que España es uno de los países en los que mayor peso adquieren las pequeñas y medianas empresas; por ello, nuestro tejido empresarial es más sensible a los problemas de financiación a los que habitualmente se enfrentan este tipo de empresas y que se han visto agravados en un escenario de crisis como el actual, caracterizado por una importante restricción crediticia. En el siguiente apartado tratamos de comprobar el impacto de la crisis sobre las PYMES españolas.

## 2.2. ¿CÓMO HA AFECTADO LA CRISIS A LAS PYMES?

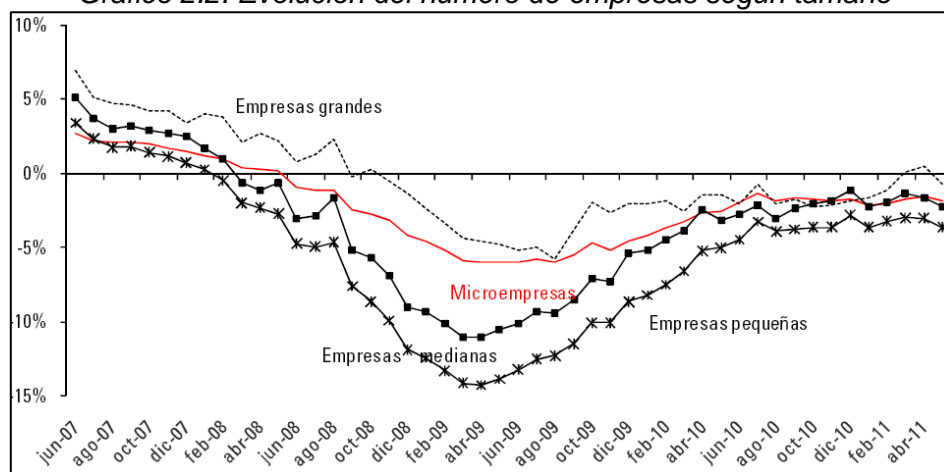
La reciente crisis ha dejado huella en las empresas españolas, especialmente en las pequeñas y medianas, habiéndose destruido más de doscientas mil en términos netos desde finales de 2007.

Según Círculo de Empresarios (2011), las pequeñas y medianas empresas han sido las que más han sufrido durante los cuatro primeros años de la crisis, destruyéndose un 27,3% y un 18% de las mismas, respectivamente. En cambio, dentro del grupo de las grandes, las más castigadas fueron las que contaban con un número de empleados entre 250 y 499, destruyéndose sólo un 6%.

Estos datos reflejan la rapidez con la que se reduce el número de PYMES en contextos de crisis económicas; no obstante, son éstas las que primero empiezan a crecer cuando se observan ligeras mejorías de la situación. Existe una mayor volatilidad en este tipo de empresas por esa mayor facilidad para ser creadas, al igual que para ser destruidas.

En el gráfico 2.2 también podemos observar cómo unos tipos de empresas sufren más que otras los efectos de la crisis; es decir, la vulnerabilidad de las PYMES es diferente según su tamaño, siendo las microempresas las que mejor han resistido durante estos años. Son varias las causas que explican esta circunstancia.

Gráfico 2.2. Evolución del número de empresas según tamaño



Fuente: Círculo de Empresarios (2011).

En primer lugar, ante la no existencia de otra alternativa de búsqueda de empleo, una parte de la población se ha dedicado a abrir sus propios negocios para poder subsistir, lo que ha paliado la reducción del número de microempresas durante la crisis. En segundo lugar, la cantidad de despidos a los que se han visto obligadas muchas de las pequeñas empresas, han

transformado a éstas en microempresas, por lo que unido a lo anterior, ha conseguido que el descalabro en esta categoría no sea tan grande.

Si nos centramos más en la pérdida de empleo durante la crisis, el resultado es desalentador. El grandísimo aumento del paro se debe en su práctica totalidad a las pequeñas y medianas empresas, suponiendo el 92% de la pérdida total de puestos de trabajo en España. Esa pérdida de empleo es consecuencia tanto del cierre de empresas como de las reducciones de plantilla. En este sentido, podemos señalar que cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, mayores serán las posibilidades subsistir puesto que un recorte de plantilla no siempre conlleva el cierre de la propia empresa. Por tanto, la supervivencia, sobre todo de las empresas más pequeñas, depende de sus posibilidades de crecimiento y de los conocimientos y recursos de los que dispongan para así poder conseguirlo. Entre los conocimientos y recursos que resultan claves están los financieros, de ahí la importancia de conocer los problemas de acceso a la financiación que presentan las PYMES y las posibilidades alternativas de financiación con las que cuentan.

### **2.3. LOS PROBLEMAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES**

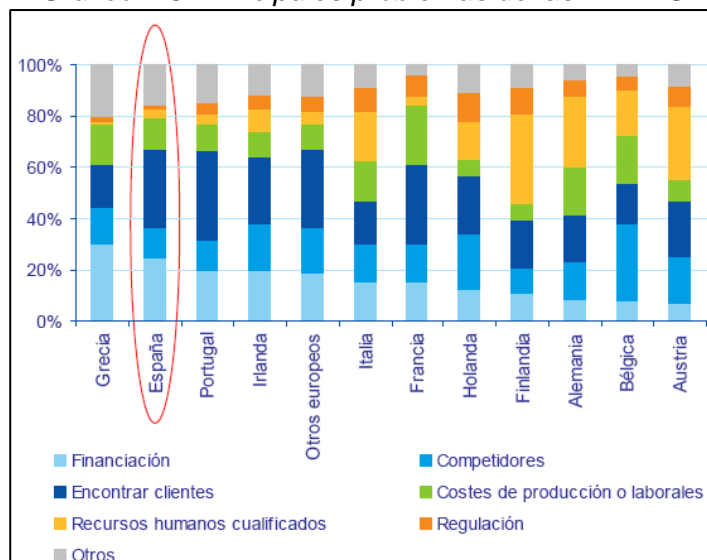
Para poder estudiar los problemas de financiación a lo que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas podemos recurrir a varias fuentes de información. En primer lugar, el Banco de España (2009 y 2014) publica la *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* y la *Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito*. En segundo lugar, el Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2013) también elabora una *Encuesta sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena*. Por su parte, el Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2012, 2013a, 2013b, 2014a y 2014b), a través de la Dirección General de la Industria y la PYME, también ofrece diversos informes sobre la situación financiera de estas empresas. Y, finalmente, también se publica una *Encuesta sobre las condiciones de acceso a la financiación de las PYMES en la zona euro*, cuyos principales resultados se publican periódicamente por el Banco de España (2013a).

Con la información que aportan estas fuentes constatamos que uno de los principales problemas, si no el mayor, a los que se enfrentan las PYMES es el



del acceso a la financiación. En el gráfico 2.3 se muestra una comparativa a nivel europeo de la percepción de las empresas sobre los diferentes problemas que deben superar, desde la búsqueda de clientes, hasta la regulación. España se encuentra a la cabeza de los países cuyas empresas consideran que su principal obstáculo es la financiación, siendo, después de Grecia, la más sensible a este problema.

Gráfico 2.3. Principales problemas de las PYMES



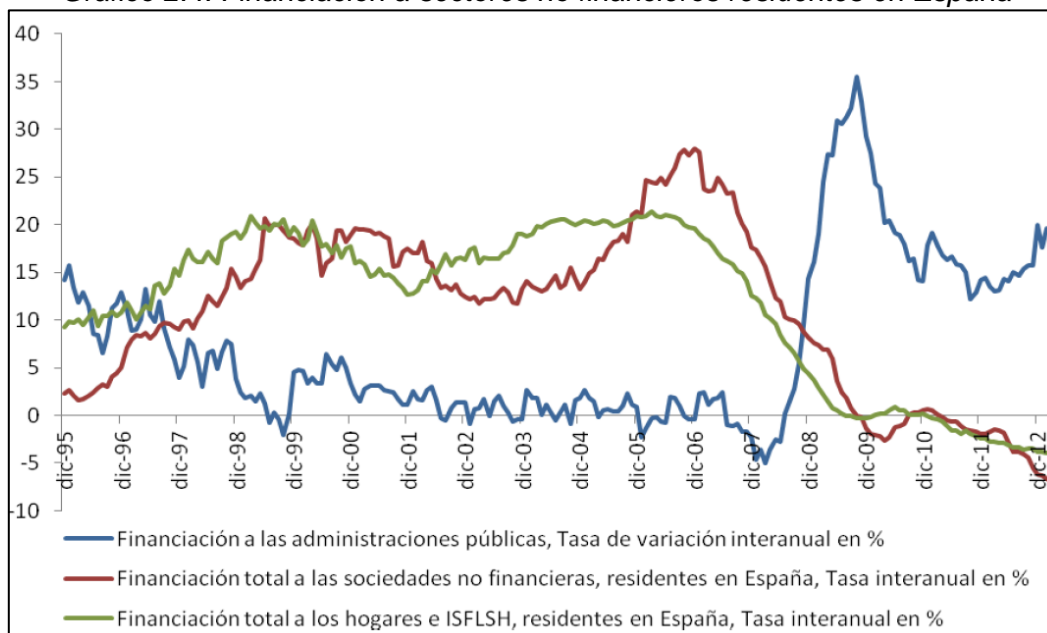
Fuente: Fernández de Lis (2012).

La crisis es la raíz del agravamiento de este problema, ya que a partir de finales de 2007, tal y como se recoge en el gráfico 2.4, la concesión de crédito experimentó una importante reducción y sufrió un repentino viraje, de manera que se centró en conceder financiación principalmente a la Administración Pública en detrimento del resto de sectores.

Todo ello, se debe principalmente a la bancarización de la economía española. Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2011), en nuestro país existe un elevado grado de bancarización, siendo el peso relativo de la financiación vía mercado respecto a la financiación vía banco, del 20%. Esto provoca que las empresas tengan cada vez mayor dependencia de dichas entidades financieras y que en la reciente crisis se produjese un aumento significativo de las restricciones al crédito. Por consiguiente, se ha producido una disminución de oferta del mismo, y un freno al crecimiento, principalmente para las pequeñas y medianas empresas, que son las que cuentan con mayores dificultades en el acceso a la financiación. Así, como podemos

observar, los bancos han optado por dejar de lado la financiación de multitud de empresas del sector privado, para dedicarse a cubrir las necesidades financieras del sector público.

Gráfico 2.4. Financiación a sectores no financieros residentes en España



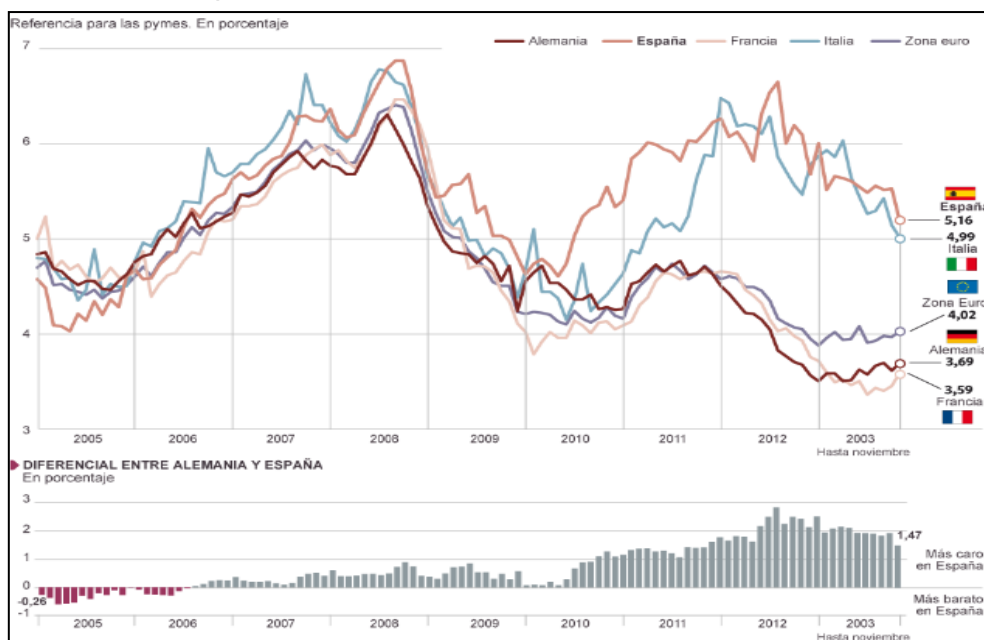
Fuente: Olmo (2013).

Sin embargo, la caída de la oferta no es lo único que ha afectado al acceso a la financiación, ya que según el Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2013), se han endurecido las condiciones de crédito hasta tal punto que, en muchas ocasiones, las empresas lo rechazan a pesar de que se lo hayan concedido. Según el 81,5% de las empresas, los tipos de interés se han incrementado, además de otros costes como gastos y comisiones (para el 72,8%) o las exigencias de garantías y avales (para el 86,3%). Además existen otros factores que han agravado el problema de acceso a la financiación como son el aumento del plazo de respuesta a más de la mitad de empresas o la reducción del plazo de devolución de préstamos.

Como se aprecia en el gráfico 2.5, desde el año 2008 los tipos de interés no han parado de crecer, aunque en 2013 parece iniciarse un cambio en la tendencia. Las pequeñas y medianas empresas en España están en una situación clara de desventaja respecto a las de otros países europeos. Tienen grandes necesidades de financiación y a un mayor coste puesto que tiene que soportar tipos de interés superiores. Si a ello unimos el impacto de la reciente

crisis, con sus efectos restrictivos sobre el crédito, y la gran dependencia del préstamo bancario, podemos comprender la situación crítica por la que están pasando las PYMES y la necesidad de buscar posibles soluciones a este problema, entre ellas, su internacionalización y la utilización de formas alternativas de financiación. Son estas las cuestiones que se analizan a continuación.

Gráfico 2.5. Tipos de interés en créditos de hasta 1 millón de € a 5 años



Fuente: El País (2014).

### 2.3.1. Internacionalización

La internacionalización de las PYMES, tal como analizan Fernández y Revilla (2010) y Fernández de Lis (2012), puede ser un factor clave a la hora de obtener fondos, ya que abriría sus puertas a la financiación externa, ampliando sus fronteras a nuevos inversores, y con ello, al crecimiento. Sin embargo, sólo una pequeña parte de las empresas de nuestro país exporta, básicamente las grandes empresas, con importantes volúmenes de producción y una elevada productividad.

No obstante, la exportación es una cuestión de vital importancia con un gran potencial para favorecer el crecimiento del que podrían beneficiarse también las PYMES de mayor tamaño. El gran inconveniente es el pequeño porcentaje de medianas empresas que existen en España (0'6%) con lo que fomentar su capacidad exportadora conseguiría solucionar, y sólo en parte, los

problemas de acceso a la financiación de un número muy limitado de PYMES. Además, hay que tener en cuenta que el entorno exportador español es uno de los que presentan más trabas. En el cuadro 2.2 se recogen tres variables básicas que reflejan ese entorno: los costes relacionados con la exportación, el tiempo y el número de documentos exigidos para exportar. Como se aprecia, a pesar de que el número de días necesarios para llevar a cabo el proceso de exportación en España no es de los más elevados dentro de los países de nuestro entorno, el alto coste del proceso y la burocracia ligada al mismo, son unas serias limitaciones para las empresas, especialmente para las menos dotadas de capital. Las dificultades para que una empresa se internacionalice aumentan a medida que disminuye su tamaño.

Cuadro 2.2. Entorno exportador en 2011

	Costes relacionados con la exportación (€)	Tiempo en días para exportar	Número de documentos requeridos
Grecia	1.153	20	5
Hungría	1.225	18	5
Italia	1.245	20	4
España	1.221	9	6
Polonia	884	17	5
Bélgica	1.619	8	4
Portugal	685	16	4
Irlanda	1.109	7	4
Reino Unido	950	7	4
Alemania	872	7	4
Noruega	830	7	4
Francia	1.078	9	2
Dinamarca	744	5	4
Promedio	1.047	12	4

Fuente: Fernández de Lis (2012).

En definitiva, la mejora en el acceso a la financiación empresarial por la vía de la internacionalización no es ni una alternativa clara ni se encuentra al alcance de la mayoría de las PYMES.

### 2.3.2. Posibles alternativas de financiación

Diversos estudios, como los de la Fundación de las Cajas de Ahorro (2007) y de la Confederación Española de Asociaciones de Jóvenes Empresarios (2008), revisan las diferentes alternativas de financiación existentes para las PYMES. Todos coinciden en que el préstamo bancario es el instrumento financiero más utilizado; no obstante, existen muchos otros,

generalmente bien conocidos por casi todas las pequeñas y medianas empresas puesto que la mayoría también son ofrecidos por los bancos. Esas alternativas comunes de financiación se resumen en la tabla 2.1.

*Tabla 2.1. Principales alternativas de financiación*

<b>Préstamo</b>	Financiación a medio o largo plazo para invertir principalmente en inmovilizado
<b>Crédito</b>	Financiación para solventar problemas de liquidez a corto plazo
<b>Microcrédito</b>	Financiación para creación de empresas
<b>Leasing</b>	Arrendamiento de inmovilizado con opción de compra
<b>Renting</b>	Arrendamiento de inmovilizado incluyendo gastos de mantenimiento
<b>Factoring</b>	Financiación a corto plazo mediante cesión de derechos de cobro
<b>Anticipo de factura</b>	Financiación a corto plazo
<b>Descuento comercial</b>	Financiación a corto plazo
<b>Ayudas y subvenciones</b>	Financiación e incentivos sujetos a requisitos

Fuente: Elaborado a partir de Confederación de Asociaciones de Jóvenes Empresarios (2008).

Entre todas ellas, merece especial atención el microcrédito al convertirse en una alternativa seria y realista de financiación principalmente para las pequeñas empresas y para las microempresas. No necesariamente ha de tener un origen bancario, puede obtenerse también de fundaciones y asociaciones. Son concesiones de crédito a empresas que cuentan con una plantilla muy reducida, y que no tienen posibilidad de presentar aval alguno. Esto es posible, ya que en el caso del microcrédito no existe una finalidad única como es la obtención de un beneficio por parte del prestamista, sino que muchas veces se busca también un beneficio de carácter social. Además, son operaciones que por lo general carecen de comisiones y su tipo de interés se encuentra por debajo del de mercado.

Según el Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2013), la mayoría de las alternativas de financiación para empresas pasan por el sistema bancario, en concreto, un 78%. Por lo tanto, para evitar esa excesiva

dependencia es conveniente plantearse otro tipo de alternativas menos convencionales como las recogidas en la tabla 2.2.

*Tabla 2.2. Otras alternativas de financiación*

<b>Sociedades de Garantía Recíproca</b>	<b>No conceden crédito directo, son un aval para sus socios</b>
<b>Capital riesgo</b>	<b>Inversión temporal de una entidad para obtener beneficios a medio plazo</b>
<b>Business angels</b>	<b>Inversión temporal de capital y conocimiento para obtener beneficios a medio plazo</b>
<b>Préstamos participativos</b>	<b>Participa en los beneficios, además de cobrar un tipo de interés fijo</b>
<b>Crowdfunding</b>	<b>Financiación colectiva a través de la red</b>

Fuente: Elaborado a partir de Confederación de Asociaciones de Jóvenes Empresarios (2008).

Su utilización, tal y como se presenta en el cuadro 2.3, es aún muy escasa por parte de las PYMES españolas; al capital riesgo solo acuden el 3,2%, los préstamos participativos fueron obtenidos por un 1,6% y la colaboración de los business angels se obtuvo por un 0,5% del total de empresas. En los siguientes apartados analizamos detenidamente el capital riesgo y los business angels, intentando valorar si realmente pueden llegar a ser alternativas con un peso importante en el futuro.

*Cuadro 2.3. Porcentaje de empresas que han utilizado otros instrumentos alternativos para la obtención de financiación ajena*

	<b>Promedio 2010 y 2011</b>	IV.T. 2011	I.T. 2012	II.T. 2012	III.T. 2012
Capital riesgo	3,2	1,3	0,8	0,5	0,3
Business angels	0,5	0,0	0,3	0,0	0,0
Capital semilla	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos participativos	1,6	0,0	0,5	0,5	1,0
Instrumentos financieros de la Comisión Europea	0,2	0,5	0,0	0,5	0,0

Fuente: Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2013).

Como podemos observar, su utilización es aún muy escasa por parte de las PYMES españolas; al capital riesgo solo acuden el 3,2%, los préstamos participativos fueron obtenidos por un 1,6% y la colaboración de los business angels se obtuvo por un 0,5% del total de empresas. En los siguientes apartados analizamos detenidamente el capital riesgo y los business angels,

intentando valorar si realmente pueden llegar a ser alternativas con un peso importante en el futuro.

### **3. CAPITAL RIESGO Y BUSINESS ANGELS COMO ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN**

Es el momento de pasar a estudiar dos de las alternativas financieras con mayor proyección a pesar de que, como ya se ha mencionado, su utilización no esté generalizada.

Capital riesgo y business angels son opciones mediante las que diferentes inversores tratan de apoyar y respaldar, principalmente, proyectos de nueva o reciente creación, o negocios con cierta proyección que ya se encuentren en fase de madurez o de expansión, a la espera de obtener un beneficio futuro ligado al crecimiento de la empresa. Se trata de una relación primordialmente temporal en la que los inversores se vinculan básicamente a etapas de esperado crecimiento empresarial.

A diferencia de los préstamos tradicionales, no existe coste de capital fijo, sino que éste es variable y vinculado directamente a la actividad. Además, tampoco hay ningún tipo de garantía en este tipo de inversiones, por lo que se torna más arriesgado que las concesiones crediticias por parte de los bancos, que sí cuentan con una serie de garantías.

En definitiva, ambas son alternativas de inversión/financiación que comparten las cuestiones citadas anteriormente; sin embargo, podremos comprobar, tras su análisis detallado, las importantes diferencias que existen realmente entre ellas. En primer lugar, estudiamos el capital riesgo ya que tiene una importancia muy superior a los business angels en nuestro país tanto por el número de empresas que han optado por esta alternativa como por sus niveles de inversión.

#### **3.1. CAPITAL RIESGO**

##### **3.1.1. Introducción al capital riesgo: concepto y funcionamiento**

¿Qué se entiende por capital riesgo? Según la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, ASCRI (2012), las entidades de capital riesgo

tienen como finalidad invertir en el capital de empresas no cotizadas de las que se espere un importante crecimiento a medio o largo plazo. Pero la cuestión va más allá, en muchos casos no sólo existe una mera inyección monetaria, sino que la empresa inversora se involucra en la empresa receptora de fondos aportándole credibilidad, asesoramiento y experiencia. Con todo ello, la empresa de capital riesgo busca obtener como resultado final una plusvalía fruto de una desinversión tras el crecimiento de la empresa en la que se participa.

Dentro de las inversiones de capital riesgo existen diferentes tipos dependiendo del momento y del tipo de participación que realice la empresa inversora. Según Zozoya y Rodríguez (2007) cabe distinguir los siguientes:

- Capital semilla (seed): la empresa inversora aporta fondos en la fase de definición de un nuevo producto. La aportación de recursos es anterior al inicio de la producción, por lo que se favorece su viabilidad antes de que la empresa se ponga en funcionamiento.
- Inversión en fase de arranque (start-up): en este caso, se trata de empresas de muy reciente o nueva creación, que buscan financiación para poder fabricar su producto y posteriormente introducirlo en el mercado (producción y distribución), ya que en el momento actual no se encuentran en una posición que genere beneficio.
- Capital expansión o fase de expansión: aquí, las empresas de capital riesgo se dedican a financiar a empresas con cierto recorrido que tienen por objetivo un futuro crecimiento, la consolidación en el mercado que operan o la posibilidad de acceder a nuevos productos y mercados.
- Reorientación (turnaround): la entidad de capital riesgo aporta recursos a empresas con dificultades financieras con la intención de buscar una pronta recuperación, llegando incluso a cambiar el equipo directivo.
- Capital de sustitución (replacement): este tipo de inversión consiste en adquirir acciones existentes de una empresa, pero que se encuentran en poder de otras entidades de capital riesgo u otros accionistas, que por lo general tienen un carácter pasivo hacia la propia empresa. En definitiva, no es un aporte extra de recursos a la empresa, pero puede ser útil a la hora de utilizar otro tipo de aportaciones que no sean sólo de capital.



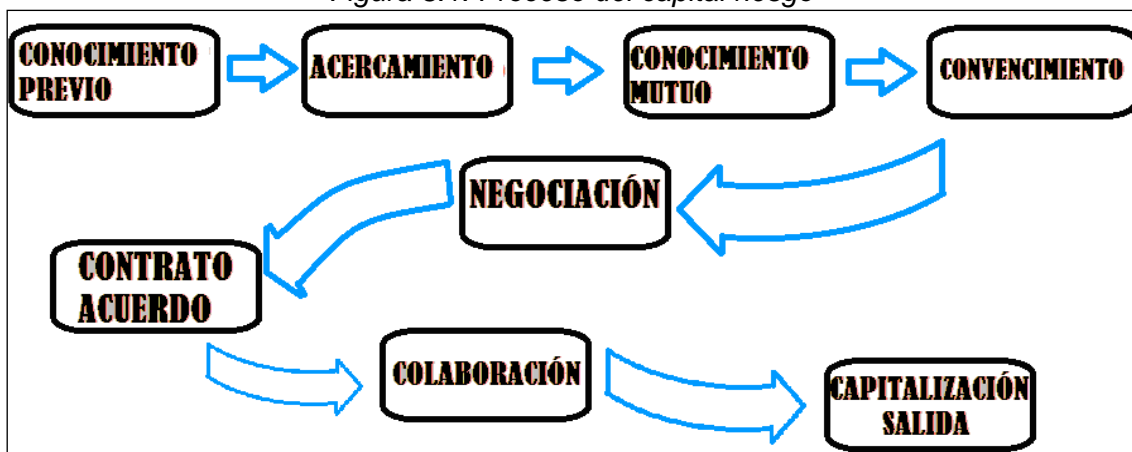
- Adquisición con apalancamiento (LBO): se trata de adquirir una empresa que está en parte financiada con deuda bancaria y que a su vez está garantizada con el activo con el que cuenta.

Existen una diferenciación de origen anglosajón que agrupa los distintos tipos de capital riesgo en dos grandes grupos; así, se denomina private equity a la inversión de las entidades de capital riesgo en etapas más desarrolladas de la empresa, reservándose la denominación de venture capital a la inversión de dichas entidades en empresas que se encuentran en etapas más tempranas, básicamente en fase semilla, de arranque o expansión.

El capital riesgo en España adopta dos formas jurídicas diferentes: Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo. Las Sociedades, se constituyen como sociedades anónimas por tiempo indefinido y están formadas principalmente por un conjunto de entidades o grupos industriales. Los Fondos, al contrario que en el anterior caso, se constituyen por un tiempo determinado y se forman por aportaciones de diferentes inversores cuya gestión pasa a manos de una tercera sociedad.

En la figura 3.1 se muestra el proceso seguido por el capital riesgo bajo cualquiera de las anteriores modalidades desde que comienza la interacción entre entidad de capital riesgo y la empresa, hasta que finaliza.

*Figura 3.1. Proceso del capital riesgo*



Fuente: Elaborado a partir de ASCRI (2009).

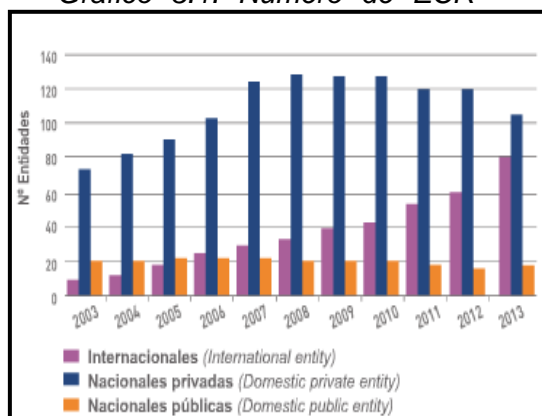
El proceso no es sencillo ni rápido sino el resultado de una serie de acontecimientos, por lo general muy estudiados por ambas partes, y que comienza por llevar a cabo un proceso de selección. En esta selección, en

primer lugar, la empresa con necesidad de financiación busca una empresa inversora que se adecue a su estrategia y objetivos. En segundo lugar, la entidad de capital riesgo deberá estudiar la viabilidad del proyecto o empresa a financiar para, posteriormente, llegar a un acuerdo por el que comenzará la colaboración. Finalmente, tras un plazo medio o largo, la empresa inversora retirará los fondos para materializar su beneficio.

### 3.1.2. Evolución y expectativas del capital riesgo en España.

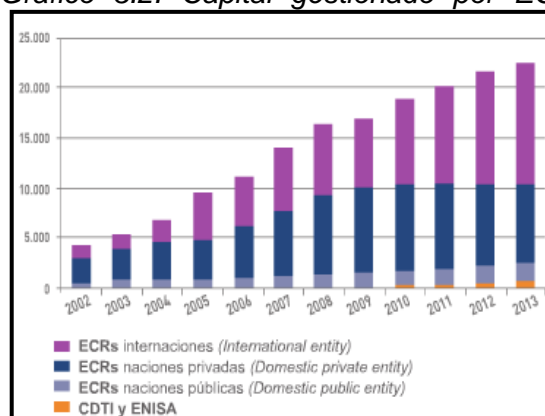
En España, como se indica en ASCRI (2009), es a finales de los años ochenta del pasado siglo cuando puede situarse el nacimiento del sector, siendo la iniciativa pública la que marca ese arranque de las actividades de capital riesgo en nuestro país. Tras más de una década de estancamiento, la verdadera expansión se produce a partir del año 2005, tanto en número de entidades de capital riesgo (ECR) como por volumen de fondos gestionados (ver gráfico 3.1 y 3.2).

Gráfico 3.1. Número de ECR



Fuente: ASCRI (2014).

Gráfico 3.2. Capital gestionado por ECR



Fuente: ASCRI (2014).

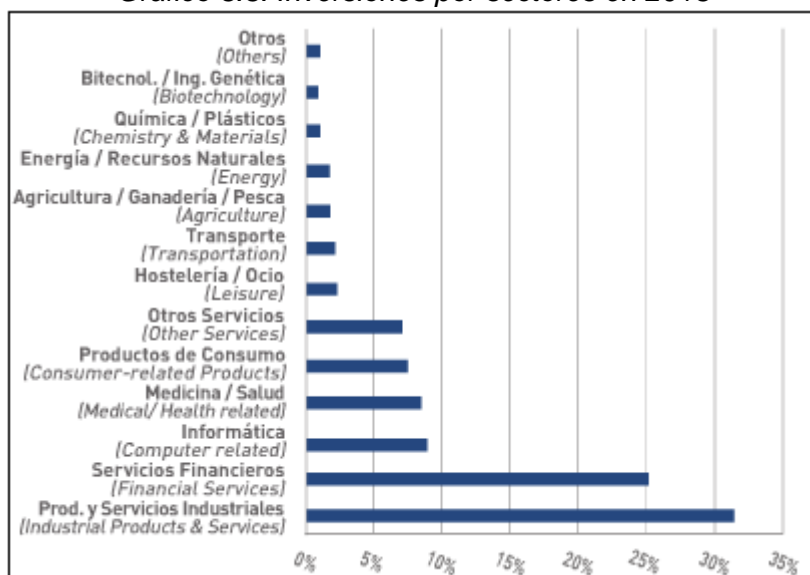
Un dato a destacar es el cambio de tendencia que ha existido a partir 2008. Como podemos observar en el primer gráfico, es a partir de este punto cuando las entidades de capital riesgo nacionales comienzan a reducirse, en detrimento de las internacionales, que no han dejado de crecer. Lo mismo se deduce del segundo gráfico, en el que el capital gestionado por ECR nacionales disminuye en el mismo período, siendo el de las ECR internacionales el que ha aumentado de manera significativa. A pesar de ello, desde la gran expansión de entidades de capital riesgo que se produjo en 2005, la actividad en su conjunto ha crecido sin cesar; así, en 2013 se alcanzó

la cifra de 2.101 empresas participadas, con un porcentaje medio de participación del 42,5%, habiendo aumentado en cuatro puntos porcentuales respecto a ese mismo periodo del año anterior.

No obstante, y según el informe publicado por ASCRI (2014), en los años más recientes, se ha producido una reducción en cuanto a captación de fondos se refiere. Todo ello proviene de la desconfianza por parte de los inversores y de cómo ha afectado la crisis a nuestro país. El año 2013 ha sido uno de los más difíciles para el capital riesgo, reduciéndose en un 7,5% el volumen de inversión respecto a 2012. En el segundo semestre se observaron indicios de un repunte llevándose a cabo en este período el 80% de las inversiones de ese año, dato respaldado por el crecimiento en el primer semestre de 2014. En cambio, hay que destacar el reciente crecimiento de las desinversiones en España. Las principales formas son la venta a terceros (38,7%), para obtener una ganancia rápida a corto plazo, y la recompra de participaciones por parte de los accionistas originales (20,04%).

Desde un punto de vista sectorial, tal y como se recoge en el gráfico 3.3, los productos y servicios industriales son los principales receptores de fondos con un 31,8%, seguido de cerca por los servicios financieros con un 25%.

Gráfico 3.3. Inversiones por sectores en 2013



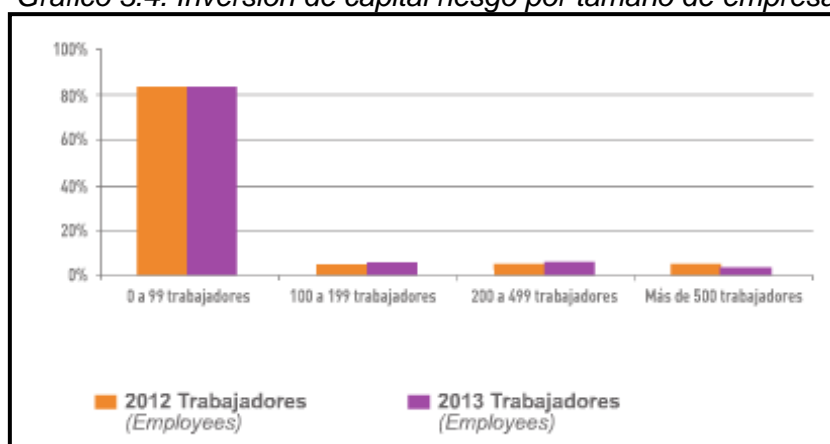
Fuente: ASCRI (2014).

En concreto, la mayor parte de estas inversiones se dedica a empresas de carácter tecnológico, alcanzando en 2013 un 42,5% del volumen total con un montante final de 1.002 millones de euros.

Pero no sólo existen diferencias por sectores, ya que las entidades de capital riesgo se centran en diferentes empresas previo estudio de su tamaño y de la fase de desarrollo en la que se encuentren.

Como podemos ver en el gráfico 3.4, la mayor parte su inversión se destina a PYMES, en especial a las de menor tamaño ya que, de las 543 operaciones que se cerraron el pasado 2013, 453 fueron dedicadas a PYMES con una plantilla inferior a 100 empleados; destacando que, de todas ellas, el 77% se financió a través de entidades de capital riesgo nacionales. Además, este tipo de operaciones son principalmente inversiones inferiores al millón de euros (el 75% de ellas), cifra acorde con el tamaño de las empresas financiadas.

*Gráfico 3.4. Inversión de capital riesgo por tamaño de empresa*

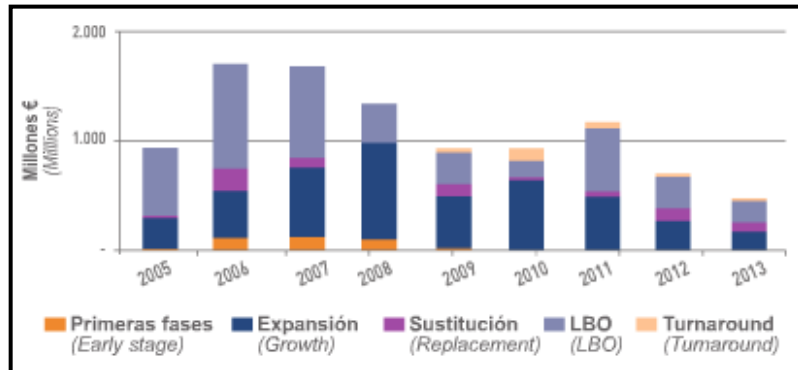


Fuente: ASCRI (2014).

En cuanto a la fase de desarrollo en la que se encuentra la empresa, también existen notables diferencias. Como se aprecia en el gráfico 3.5, hasta el año 2008, estas entidades dedicaban cierto porcentaje de su inversión a empresas en fases iniciales, algo que desapareció de forma inmediata con el inicio de la crisis. Desde ese momento, parte de estos fondos comenzaron a destinarse a capital de reorientación empresarial (turnaround) para fomentar la recuperación de empresas afectadas por la recesión económica. En todo caso, existen dos fases en las que la proporción invertida siempre ha sido superior al resto: la fase de expansión, y la fase de LBO, o adquisición con apalancamiento. A pesar de ello, hay que tener en cuenta que son las que han sufrido las mayores caídas, sobre todo en el caso de las inversiones en empresas en expansión, donde se produjo una reducción en torno a un 50%

tanto en el número de operaciones como en el capital invertido en el último año. De todo ello podemos deducir que existe una clara prioridad por invertir en empresas afianzadas, en perjuicio de las inversiones en start-up o empresas en fase semilla, estrechamente relacionadas a las nuevas tecnologías.

Gráfico 3.5. Inversión en fase de desarrollo



Fuente: ASCRI (2014).

En relación con las expectativas del sector, según una encuesta realizada por KPMG (2013), se está recuperando la percepción inversora internacional hacia España. En el cuadro 3.1 se recogen dichas expectativas.

Cuadro 3.1. Expectativas de inversores sobre el futuro del capital riesgo



Fuente: KPMG (2013).

En torno al 60% de las empresas confía en la reactivación del sector a lo largo del 2014, propulsado en gran parte por las administraciones públicas. Además, la mayoría de los directivos prevén un aumento de la inversión tanto en venture capital como en private equity a lo largo del presente año, siendo España uno de los destinos más interesantes para invertir. Esto se debe al atractivo de los precios y de los diferentes negocios del país; además, sus relaciones con Latinoamérica resultan de gran importancia estratégica para ciertos inversores, un dato más sobre el importante papel que juega la internacionalización en la actividad del capital riesgo.

En resumen, al encontrarnos en una época en la que el crédito bancario es escaso, el capital riesgo se convierte en una alternativa aún más importante, ya que para muchas empresas es prácticamente su única posibilidad de obtener financiación.

## **3.2. BUSINESS ANGELS**

### **3.2.1. Introducción a los business angels: concepto, tipos y redes**

¿Qué es un business angel? Según la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa (2006), un business angel es un particular, ya sea emprendedor, ahorrador, empresario o directivo, con capacidad de financiación, que aporta a título privado tanto capital como conocimientos técnicos y contactos personales (capital inteligente). Pueden apoyar a un amplio abanico de empresas, ya sea de capital semilla, para empezar un proyecto empresarial; una start-up, para ayudar a empresas en los comienzos de su actividad; o a aquellas que se encuentran ante una oportunidad de crecimiento (capital expansión). Su inversión, en relación a las etapas de la vida de una empresa, coincidiría con el venture capital; sin embargo, la cuantía de las aportaciones que realizan son notablemente inferiores. Se dedican a financiar empresas en las que se prevé un rápido crecimiento y, por tanto, una rápida obtención de beneficios que es, en definitiva, el objetivo final de los inversores. No es una alternativa de financiación tan conocida como el capital riesgo, pero está cobrando importancia en los últimos años ya que son numerosas las PYMES que han recurrido a su apoyo, sobre todo las de corte innovador. Los business angels, así definidos y caracterizados, son los

denominados profesionales y en los que centraremos nuestra atención. Conviene diferenciarlos de los denominados business angels informales que son inversores con una fuerte relación personal con el emprendedor, generalmente familia o amigos, y sus expectativas de obtención de beneficios son bajas o nulas puesto que su apoyo es incondicional.

Según se recoge por la Red Española de Business Angels, ESBAN (2004 y 2009), estos agentes, que pueden ser tanto una persona como un grupo inversor, se caracterizan por tener una capacidad financiera que suele variar entre 50.000 y 300.000 euros y, normalmente, han sido emprendedores con anterioridad y conocen bien el sector en el que operan con el fin de aportar el máximo valor añadido posible para favorecer el crecimiento de la empresa. Existen diferentes criterios para clasificar a estos business angels profesionales:

- En función de su nivel actividad se distingue entre los operativos, los que realizan diferentes operaciones inversoras al año, y los pasivos, aquellos que aunque hayan investigado, aun no han invertido.
- En función del papel desempeñado dentro de la empresa podemos hablar de cuatro categorías: los business angels empresariales y los business angels trabajadores que son ejecutivos de empresas en activo, o incluso prejubilados y jubilados, que tratan de aportar valor añadido a la empresa. Por su parte, los business angels consultores son los que aportan conocimiento y su red personal de contactos y, finalmente, los business angels financieros, que se limitan a aportar capital.
- En función del número se diferencian entre business angels individuales, que actúan de manera personal puesto que el aporte que realizan es suficiente apoyo para la empresa, y business angels sindicados, que están formados a partir de un grupo de business angels que realizan operaciones en conjunto, siempre bajo un líder, que normalmente es el que aporta mayor capital. Surgen ante situaciones de elevadas inversiones, para diversificar el riesgo.

Estos inversores no siempre actúan de forma individual o sindicada sino que, en ocasiones, forman agrupaciones denominadas redes (ESBAN, 2008a y

2008b). La idea surge de la necesidad de participación por parte de los inversores en diferentes proyectos empresariales, unida a la búsqueda de un sistema en el que poder compartir experiencias y de alguna forma poder profesionalizar su actividad. Estas redes han sido potenciadas por la Unión Europea con el fin de favorecer el acceso a la financiación empresarial, facilitando las relaciones entre business angels y las propias empresas. El modus operandi es simple, primero se integran en la red los diferentes proyectos empresariales, que pasan por un proceso de validación. Posteriormente, entre los diferentes business angels potenciales, con la capacidad necesaria para afrontar la inversión, se seleccionan aquellos cuyos objetivos se adecuen a las necesidades del proyecto en mayor medida y así enlazar demandante con oferente. De este modo se cubre la necesidad de los emprendedores de encontrar inversores potenciales y, a su vez, la necesidad de los diferentes business angels que buscan oportunidades de inversión que se adapten a sus expectativas. No obstante, una parte importante de business angels se encuentra fuera de estas redes.

### **3.2.2. Evolución y expectativas de los business angels**

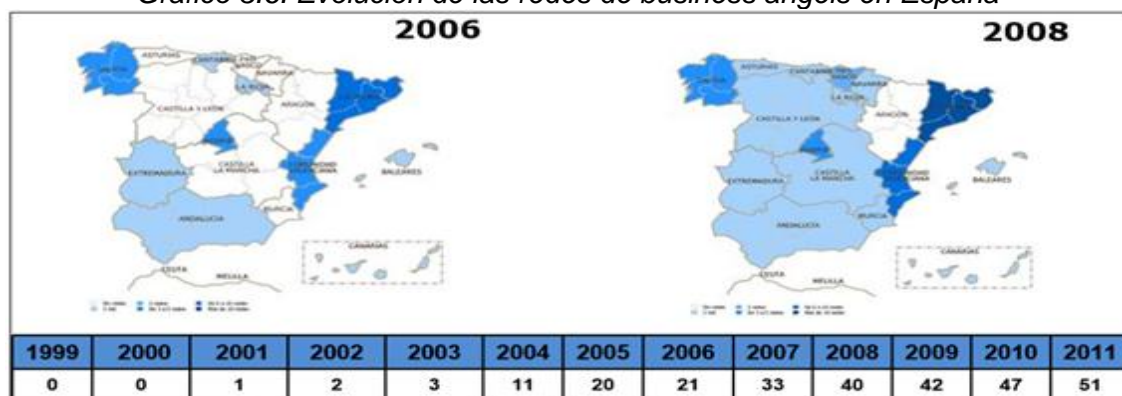
La discreción y el anonimato que caracteriza a este tipo de inversores dificulta la obtención de datos sobre su actividad y, por tanto, el análisis de su evolución. Por ello, nos centraremos en la información aportada por el propio sector a través de la red más importante en nuestro país.

En España, según ESBAN (2009), en el año 2008, en torno al 4% de la población adulta operaba como business angel de manera informal, lo que ha supuesto un crecimiento en torno a dos puntos porcentuales respecto a 2006. No obstante, como son los business angels profesionales los que nos interesa analizar y éstos suelen operar a través de redes, nos centraremos en la trayectoria de estas agrupaciones. Como se puede observar en el gráfico 3.6, el aumento de las redes de business angels ha sido continuado y, actualmente, están operando más de cincuenta. Tras su aparición en el ámbito financiero español, el crecimiento más acusado se produce en 2008, incrementándose su número en un 57% respecto al año anterior, hasta alcanzar casi los 1.500 inversores adheridos a esas redes. Puede afirmarse, por tanto, que poco a poco los business angels se están también convirtiendo en una alternativa



financiera significativa para las pequeñas y medianas empresas en nuestra economía.

Gráfico 3.6. Evolución de las redes de business angels en España



Fuente: Abad (2012).

Aun así, si realizamos una comparativa con la situación a nivel europeo, todavía queda un largo camino que recorrer puesto que en este ámbito existen alrededor de 75.000 business angels adscritos a las distintas redes. A pesar de ello, las distancias se van reduciendo y las expectativas para el sector son prometedoras.

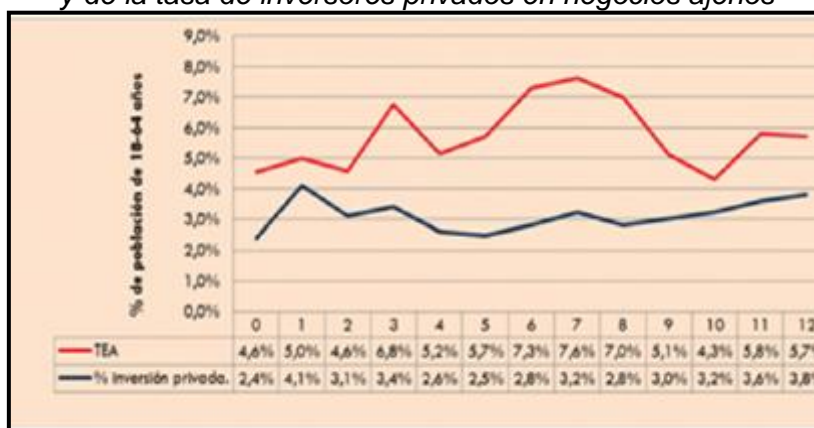
Por ejemplo, según Foro ESINE (2013), España es el país con mayor número de redes de business angels dentro de la red europea EBAN, con una representación superior a la de países como Reino Unido, Francia o Alemania, con más tradición en este tipo de inversores privados de proximidad.

En la misma dirección apunta el estudio de Web Capital Riesgo (2013); España dedicó, sólo en inversiones en start-up, un total de 6,5 millones de euros, a diferencia de los 5 millones que se destinaron en 2012. El 94% de las cantidades invertidas fueron menores de 250.000 euros, resultado engañoso ya que realmente el 85% fue inferior a los 75.000 euros. A pesar de ello, el crecimiento del número de operaciones también aumentó en un 27% respecto al año anterior. En cuanto a las inversiones realizadas, sólo un 34% fue a parar a empresas extranjeras, dato positivo para la economía española, ya que hace patente la confianza de inversores nacionales en empresas del propio país. Este 66% restante se distribuyó de la siguiente forma: un 39,4% en la Comunidad de Madrid, un 33,3% en Cataluña, un 15,2% en la Comunidad Valenciana, repartiéndose el resto entre Andalucía y el País Vasco, entre otras,

y dejando visible la desigual distribución por regiones, que se concentra en las más industrializadas.

En cuanto a la fase en la que se encuentra la empresa participada, el 62% de operaciones fueron a parar a empresas en fase semilla (seed), un 20% a empresas en fase de arranque (start-up), mientras que el otro 18% fue destinado a ampliaciones de capital en empresas ya participadas. De esto deducimos que las principales beneficiarias de estos aportes son las pequeñas y medianas empresas, en especial las de carácter emprendedor, ligadas en muchos casos a las nuevas tecnologías. Esta estrecha relación entre emprendedores y business angels se aprecia claramente en el gráfico 3.7.

*Gráfico 3.7. Evolución del índice de actividad emprendedora y de la tasa de inversores privados en negocios ajenos*



Fuente: GEM (2013).

En resumen, las posibilidades de financiación aportadas por los business angels son especialmente importantes para el impulso de proyectos emprendedores y la consolidación y crecimiento de empresas en sus fases iniciales y, al igual que indicamos en el caso del capital riesgo, pueden convertirse en una figura relevante de financiación alternativa al crédito bancario.

### **3.3. COMPARATIVA DEL CAPITAL RIESGO Y LOS BUSINESS ANGELS**

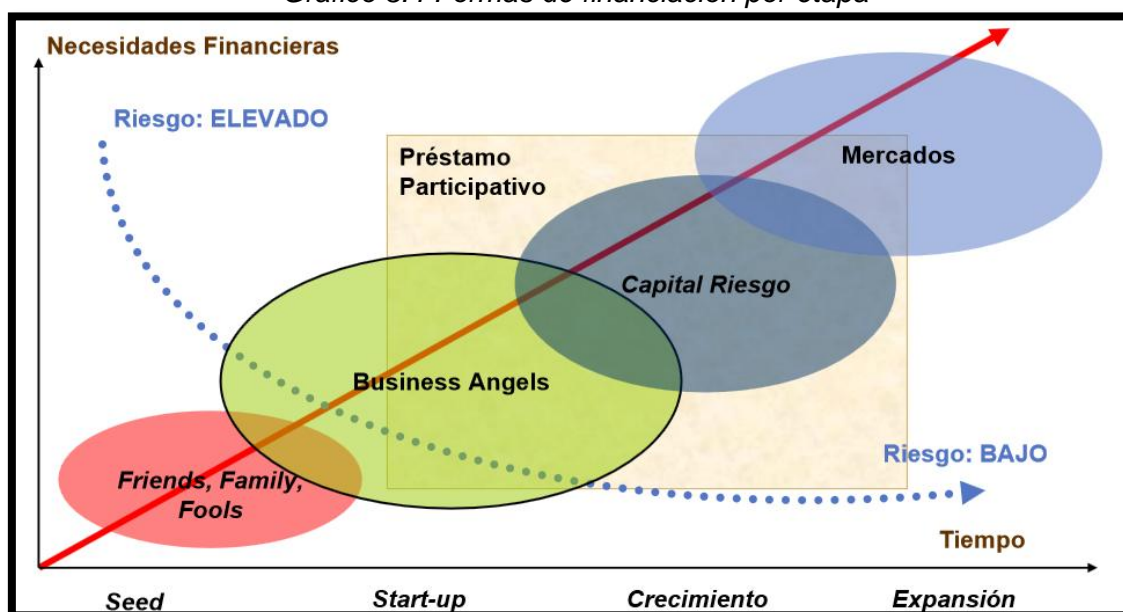
Una vez analizadas ambas alternativas, en este apartado se trata de precisar sus principales similitudes y diferencias.

Las dos alternativas contribuyen al crecimiento de empresas, ya que ponen a su disposición capital, y en muchos casos conocimiento. Además,

favorecen la generación de puestos de trabajo por su estímulo a la creación, consolidación y crecimiento empresarial. Las dos alternativas se centran en proyectos innovadores dada la importancia que adquieren los avances en I+D+i para el desarrollo de una empresa, tanto en los mercados nacionales como internacionales. Ambas son aún muy poco conocidas y utilizadas por las PYMES españolas. Por último, destacar que reducen la tasa de fracaso empresarial, ya que consiguen que muchas empresas salgan adelante y puedan mantenerse y fortalecerse, debido en gran parte a una notable mejora de la productividad.

En el gráfico 3.4 se muestran las diferentes formas de financiación a las que puede acceder una empresa en función de la etapa en la que se encuentre.

Gráfico 3.4 Formas de financiación por etapa



Fuente: Colomer (2009).

Los business angels tienen menos capacidad de inversión y se dedican a financiar empresas con mayor riesgo, normalmente en sus fases iniciales, semilla y start-up. En estas fases, no es en absoluto desdeñable la implicación de inversores informales como familiares y amigos. Por el contrario, las empresas de capital riesgo aportan un mayor volumen de fondos y sus inversiones son normalmente menos arriesgadas al destinarse a empresas que suelen encontrarse en etapas más avanzadas.

Para finalizar, hay que destacar el apoyo público recibido tanto por los business angels como por las entidades de capital riesgo en varios ámbitos. En primer lugar, en el ámbito regulatorio puesto que, como se indica en GEM (2014), la Ley 11/2013 de Apoyo a los Emprendedores recoge una de las tradicionales reivindicaciones de los business angels, que siempre se habían sentido discriminados fiscalmente en relación a las entidades de capital riesgo, al incorporar incentivos fiscales para esta figura. En segundo lugar, en el ámbito financiero a través de la actuación del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Como se indica en Banco de España (2013b), el ICO es propietario de la empresa AXIS, que es una sociedad gestora de capital riesgo que participa en distintos fondos con el objetivo de apoyar financieramente a las PYMES en sus planes de expansión, y que también cuenta con líneas específicas de promoción de business angels para la cofinanciación de proyectos empresariales innovadores. Según Cinco Días (2014), en los primeros nueve meses del pasado año, el ICO prestó 8.659,1 millones de euros, dato más que relevante sobre la importancia de las participaciones realizadas por esta entidad.

#### **4. CONCLUSIONES**

Este trabajo tenía como objetivo el estudio de los problemas de financiación de las pequeñas y medianas empresas en España y su posible solución mediante la utilización de fuentes alternativas como el capital riesgo y los business angels.

Tras el análisis del concepto de PYME y de su caracterización en España se detecta un primer aspecto que va tener su trascendencia a la hora de abordar la financiación empresarial: apenas existe una discriminación real entre las empresas pequeñas, medianas, y microempresas, englobándolas en su conjunto como PYMES. De ellas mana el verdadero poder económico del país, ya que conforman la mayor parte del tejido empresarial, por lo que esta heterogeneidad no diferenciada, hace mucho más difíciles y costosos los estudio detallados, al igual que enfocar los problemas, y dónde actuar para solventarlos. De hecho, solamente las microempresas en España forman el

95,7% de las PYMES, superando la media europea como se ha apuntado en el presente estudio. Es lógico, por tanto, que el tratamiento deba ser totalmente diferente; no es lo mismo encontrarnos ante una empresa de 3 trabajadores con una facturación de 250.000 euros anuales que frente a una de 245 empleados con una facturación de 48 millones de euros al año, puesto que la desigualdad es más que notable.

La importancia de las PYMES en nuestra estructura productiva y los problemas de acceso a la financiación a los que se enfrentan, agravados por la restricción crediticia existente desde el inicio de la crisis, nos hace plantear una cuestión: ¿todas las pequeñas y medianas empresas se encuentran ante los mismos problemas de financiación? La respuesta es no. Aunque hemos constatado que todas ellas han sufrido un endurecimiento de las condiciones para acceder al crédito puesto que los tipos de interés, las comisiones y las exigencias de garantías se han incrementado, lo cierto es que las entidades bancarias niegan créditos a las empresas más pequeñas y a emprendedores, sin apenas valorar sus proyectos, y solo apuestan por invertir en aquellas cuya situación está consolidada, normalmente las PYMES de mayor tamaño, que son además las que más escasean.

Cualquier medida de política económica que no tenga en cuenta estas circunstancias específicas está abocada al fracaso. Se debería diferenciar entre los distintos tipos de empresas, atendiendo, entre otros factores, a su tamaño, a la etapa de desarrollo en la que se encuentran, al sector en el que desarrollan su actividad o a su carácter más o menos innovador. De ahí que, a la hora de presentar dos alternativas financieras como son los business angels y el capital riesgo, hayamos considerado estas cuestiones.

En relación a las entidades de capital riesgo, nos surgió una pregunta inmediatamente tras su análisis: ¿realmente asumen tantos riesgos como para justificar su denominación? Como hemos comprobado, a pesar de su apelativo, son entidades que dirigen sus inversiones hacia empresas en fases avanzadas, que se encuentren tanto en crecimiento como en expansión, afianzadas en el sector en el que operan, por lo que el riesgo, aunque siempre existe, es moderado. En realidad, este peligro recae sobre sus compañeros, los business angels, que operan en las fases iniciales de las empresas, semilla o arranque,

donde el riesgo al que se enfrentan es mucho mayor. Tampoco sería un asunto baladí el estudio del riesgo al que se somete la propia empresa participada, debido a que en el caso de aquellas que deciden optar por business angels, sería aconsejable que tomaran sus convenientes precauciones. A pesar de que teóricamente estos inversores aportan conocimientos imprescindibles para el crecimiento de la empresa, en la práctica a veces se hace visible cierta falta de profesionalidad. Esto, unido a que la gran mayoría de empresas pertenecen a personas de carácter emprendedor y se encuentran en una fase de una fragilidad manifiesta, puede suponer la diferencia entre la supervivencia o una total catástrofe.

Estos matices son los que hacen a estas dos alternativas claramente diferentes, y complementarias. No obstante, también poseen una característica común por encima de todas: ninguna opera en la totalidad del mercado, no todas las empresas son objetivos potenciales de este tipo de inversores.

La actividad de capital riesgo predomina en los sectores tradicionales y consolidados en el mercado, se centra en empresas con cierta trayectoria profesional, por lo que las de reciente creación que se hayan adentrado en estos sectores apenas tienen posibilidades de utilizar esta alternativa financiera. Por el contrario, los business angels, como ya hemos indicado, concentran su actividad en empresas normalmente de reducido tamaño debido a su vinculación en las primeras fases y, frecuentemente, de carácter innovador y basadas en las nuevas tecnologías.

A pesar de esta concentración, capital riesgo y business angels son vías de financiación empresarial que no deben descartarse en absoluto. Cada vez son más atractivas para el empresario, ya que no solo colaboran en la financiación empresarial, sino que también contribuyen de manera importante al desarrollo tecnológico (cuyo peso sigue aumentando a nivel mundial), lo que puede llegar a suponer una gran diferencia entre empresas, debido al aumento de su competitividad. No obstante, su actividad es todavía incipiente en España y presenta importantes expectativas de crecimiento puesto que, a día de hoy, sólo son utilizadas por un 1,5% de las PYMES. Pero, no hay que engañarse, no son opciones reales para la mayor parte de empresas con necesidades de financiación.

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASCRI (2009): *El capital riesgo como fuente de financiación para las empresas*, Madrid.
- ASCRI (2012): *Informe 2012, Impacto económico y social del capital riesgo*, Madrid.
- ASCRI (2014): *Informe 2014 de actividad de capital riesgo en España*, Madrid.
- Banco de España (2009): “Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito”, *Boletín Económico*, mayo.
- Banco de España (2013a): “La evolución financiera de los hogares y de las sociedades del área del euro en 2012”, *Boletín Económico*, mayo.
- Banco de España (2013b): “Esquemas de apoyo financiero a las PYMES en España”, *Boletín Económico*, junio.
- Banco de España (2014): “Encuesta sobre préstamos bancarios en España: enero de 2014”, *Boletín Económico*, febrero.
- Círculo de Empresarios (2011): *Las Pymes: clave para recuperar el crecimiento y el empleo*, Madrid.
- Colomer, A. (2009): “Los Business Angels en España: una nueva vía de financiación para la PYME”, *1ª Semana Europea de las PYME*, 6 al 14 de mayo, Madrid.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2011): *El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*, Madrid.
- Comisión Europea (2003): *Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de pequeñas y medianas empresas*, Diario Oficial de la Unión Europea, L 124 de 20 de mayo de 2003.
- Confederación Española de Asociaciones de Jóvenes Empresarios (2008): *Guía Empresarial, Productos Financieros y Alternativas de Financiación*, Madrid.

Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2013): *Encuesta Cámaras sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena*, resultados cuarto trimestre de 2012, Madrid.

Cinco Días (2014): “*El ICO pretende revolucionar la actividad del capital riesgo*”. Disponible en:

[http://cincodias.com/cincodias/2013/10/29/economia/1383072025\\_705223.html](http://cincodias.com/cincodias/2013/10/29/economia/1383072025_705223.html)

[Consulta: 15/06/2014]

Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa (2006): “Los Business Angels como alternativa financiera para la PYME”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2876, del 24 al 30 de abril, pp. 11 a 24.

El País (2014): “*Las Pymes pagan por los préstamos el interés más bajo desde julio de 2010*”. Disponible en:

[http://economia.elpais.com/economia/2014/01/12/actualidad/1389556895\\_646807.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/01/12/actualidad/1389556895_646807.html)

[Consulta: 15/06/2014]

ESBAN (2004): *Los Business Angels en España una nueva vía de financiación para la PYME. Estudio para el fomento de las redes de Business Angels en España*, Madrid.

ESBAN (2008a): *Redes españolas de business angels: investigación de procedimientos y volumen de mercado*, Madrid.

ESBAN (2008b): *Estudio de la naturaleza de las redes de Business Angels existentes en España y principales características de los agentes del mercado*, Madrid.

ESBAN (2009): *Los Business Angels: innovando en la cultura de la financiación*, Madrid.

Fernández, Z. y A. Revilla (2010): “Hacer de la necesidad virtud: los recursos de las pymes”, *Economía Industrial*, nº 375, pp. 53-64.

Fernández de Lis, S. (2012): “La financiación de las PYME en España”, *BBVA Research*, febrero. Disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/120221\\_LafinanciaciondelaspymeenEspana\\_tcm346-287869.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/120221_LafinanciaciondelaspymeenEspana_tcm346-287869.pdf) [Consulta: 15/06/2014]



- Foro ESINE (2013): *Business angels: figuras clave para la economía*, Centro de Estudios Técnicos Empresariales, Madrid.
- Fundación de las Cajas de Ahorro (2007): “PYME y financiación: un marco conceptual”, *Perspectivas de Sistema Financiero*, nº 90, pp. 11-20.
- GEM Global Entrepreneurship Monitor (2013): *Informe GEM España 2012*, Universidad de Cantabria.
- KPMG España (2013): *Perspectivas del capital riesgo en España*, Noviembre 2013.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2012): *Retrato de las PYME 2012*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2013a): *Informe sobre la PYME 2012*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2013b): *Retrato de las PYME 2013*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2014a): *Cifras PYME*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2014b): *Retrato de las PYME 2014*, Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.
- Olmo García, F. del (2013): “La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea”, *Documento de Trabajo, nº 7*, Instituto Universitarios de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá, Madrid.
- Smith, A. (1776): *La riqueza de las naciones*. Disponible en: [http://www.marxists.org/espanol/smith\\_adam/1776/riqueza/smith-tomo1.pdf](http://www.marxists.org/espanol/smith_adam/1776/riqueza/smith-tomo1.pdf)  
[Consulta: 15/06/2014]
- Web Capital Riesgo (2013): *El venture capital en España*, primer semestre 2013. Disponible en:

[https://www.webcapitalriesgo.com/descargas/2022\\_09\\_13\\_595355054.pdf](https://www.webcapitalriesgo.com/descargas/2022_09_13_595355054.pdf)

Zozoya, N. y J. Rodríguez (2007): *Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo*, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.