



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección de
Empresas**

**La financiación de las *Start-ups*
en España: una perspectiva
reciente**

Presentado por:

María Santos González

Tutelado por:

Félix Javier López Iturriaga

Valladolid, 02 de Julio de 2018

RESUMEN

El presente Trabajo de Fin de Grado pretende analizar las distintas alternativas de financiación de las que disponen las *start – ups* en nuestro país actualmente.

Se comienza definiendo qué es una *start – up*, sus principales características y cómo se encuentra el ecosistema emprendedor en España y en Castilla y León. Posteriormente, se presentan las alternativas a la financiación tradicional existentes, a través de datos obtenidos de la Asociación de *Business Angels*, Asociación Capital Riesgo y financiación alternativa (*Crowdfunding*). Asimismo, se comparará España con otros países de la Unión Europea. Finalmente, se alcanzan una serie de conclusiones, y se formulan recomendaciones.

El estudio permite extraer varias conclusiones; en primer lugar, nuestro país destaca en la inversión existente de *Business Angels*, siendo la alternativa a la que recurren la mayoría de las *start – ups* y, en segundo lugar, actualmente, se alza como uno de los países de la Unión Europea más atractivos para la inversión *Venture Capital*, situación que se espera que se refuerce aún más con la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

PALABRAS CLAVE

Start – ups, financiación, emprendedor, *venture capital*, *crowdfunding*, *business angels*.

CÓDIGOS JEL

G32, M13, O30.

ABSTRACT

The present Final Degree Project aims to analyse the different financing alternatives available for start – ups, currently, in our country.

It will start defining what is a start – up, its main characteristics, and how is the entrepreneur ecosystem in Spain and Castilla y León. Later, the alternatives to traditional financing available will be shown through data obtained by the Business Angels Association, the Venture Capital Association and Crowdfunding. Also, Spain is compared with other European countries. Finally, some conclusions will be drawn and recommendations will be formulated.

The study allows to conclude that, firstly, the existing Business Angels inversion stands out in Spain being the favourite alternative for start – ups, and, secondly, Spain rises as one of the most attractive European countries for venture capital investment, situation that is expected to be further strengthened with the Brexit.

KEY WORDS

Start – ups, alternative financing, entrepreneur, venture capital, crowdfunding, business angels.

INDICE

1.	INTRODUCCIÓN.....	7
2.	METODOLOGÍA.....	8
3.	DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE UNA START-UP	9
3.1.	Definición	9
3.2.	Características	11
3.3.	Ecosistema <i>Start – up</i> en España.....	12
4.	PROBLEMÁTICA DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN	17
5.	INSTRUMENTOS FINANCIEROS	19
5.1.	Las 3 F's (<i>Friends, Family and Fools</i>)	20
5.2.	Vías de financiación del sector privado	21
5.2.1.	<i>Business Angels</i>	21
5.2.2.	Crowdfunding	28
5.2.3.	Venture Capital	32
5.2.4.	Préstamos participativos	37
5.3.	Vías de financiación del sector público	40
5.3.1.	Ayudas directas	40
5.3.2.	Ayudas indirectas	43
5.4.	Rondas de financiación	45
6.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	46
7.	BIBLIOGRAFIA.....	50

INDICE DE FIGURAS

Figuras 1:	Fuentes de financiación según fase de desarrollo	19
------------	--	----

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Tasa Actividad Emprendedora en España.....	11
Gráfico 2: Tasa de Actividad Emprendedora comparación España y Castilla y León ..	14
Gráfico 3: Porcentaje emprendedor potencial (3 años) 2012 – 2015 en comparación con la Tasa de Actividad emprendedora (TAE) en España.....	15
Gráfico 4: Porcentaje emprendedor potencial (3 años) 2012 – 2015 en comparación con la Tasa de Actividad emprendedora (TAE) en Castilla y León.....	16
Gráfico 5: Fuentes a las que se ha recurrido o se espera recurrir para obtener capital semilla	20
Gráfico 6: Inversión en <i>start – ups</i> en Europa	23
Gráfico 7: Inversión de <i>Business Angels</i> en 2016 por país respecto al PIB en porcentaje.....	25
Gráfico 8: Inversión con socios de coinversión <i>Business Angels</i> en España en porcentaj.....	26
Gráfico 9: Volumen de financiación <i>Crowdfunding</i> en Europa en % PIB en 2015	31
Gráfico 10: Inversión en <i>Venture Capital</i> en 2016 en porcentaje del PIB.....	34
Gráfico 11 : Inversión en <i>Venture Capital</i> en <i>start – up</i> en España en millones de euros (2014 – 2016).....	36
Gráfico 12: Inversión en <i>Venture Capital</i> en España (principales Comunidades Autónomas) en millones de euros (2016).....	36

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Ecosistema <i>Start – up</i> en España 2018.....	13
Tabla 2: <i>Start – ups</i> en Castilla y León según el mercado al que se dirige	13
Tabla 3: Inversión de <i>Business Angels</i> en millones de euros por país 2013 – 2016	24
Tabla 4: Requisitos empresas participadas y contribuyentes para beneficiarse de las ventajas fiscales	28
Tabla 5: Recaudación de las alternativas <i>crowdfunding</i> en España 2015 - 2016	30
Tabla 6: Número de ayudas concedidas por las iniciativas públicas (2015 – 2016).....	43
Tabla 7: Principales medidas de apoyo a los emprendedores de la Ley 14/2013.....	44

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo significa la finalización de los estudios en Administración y Dirección de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Valladolid. La elección de este tema responde a diversos motivos: la realización de las prácticas externas en una *start – up* tecnológica, participada por la Universidad de Valladolid y el creciente interés por el funcionamiento de las *start – ups* y por su acceso a la financiación.

Son muchos los estudios que han demostrado la importancia socioeconómica de la actividad emprendedora, debido a su impacto sobre el crecimiento económico. Según podemos observar en un estudio realizado por Van Stel et al. (2005) y, posteriormente por Bosma et al. (2009), la relación entre ambas variables (la actividad emprendedora y el crecimiento económico) guarda una relación en forma de “U”, de modo que altos niveles de actividad emprendedora se corresponden con economías de alto y bajo desarrollo económico.

“Conforme avanza el desarrollo económico, el tamaño empresarial medio se eleva y surgen grandes empresas intensivas en empleo, de modo que se reduce la necesidad de recurrir a la actividad emprendedora (emprendimiento por necesidad)¹. Sin embargo, a partir de cierto nivel de desarrollo, la actividad emprendedora se correlaciona positivamente con la riqueza del país o región en la medida que surgen nuevos emprendedores impulsados por percepción de oportunidades de negocio en el mercado que no han sido explotadas” (Hoyos et al. 2014, pp 18).

Dado que el emprendimiento es considerado por la literatura como el fundamento del crecimiento económico, es interesante analizar las vías de financiación existentes para empresas que se encuentren en una fase inicial (*start – ups*), con el objeto de que aumente el interés innovador en nuestro país

¹ En las economías poco desarrolladas, las tasas de actividad emprendedora son elevadas, ya que una parte importante de la población activa recurre al autoempleo por necesidad, siendo numerosos los propietarios de pequeños negocios y explotaciones agrarias orientados a la subsistencia.

por parte de los jóvenes. Junto a ello, y a pesar de que tienen grandes posibilidades de crecimiento y de creación de empleo dadas sus características, que se estudiarán posteriormente, tienen problemas a la hora de acceder a la financiación tradicional. Por ello, como he indicado antes, conviene analizar las vías de financiación alternativa que se presentan para este tipo de empresas.

Los objetivos que nos hemos marcado a la hora de realizar este trabajo son los siguientes:

- Definir y conocer las características de las *start – ups*.
- Estudiar y valorar las diferentes alternativas a la financiación tradicional, tanto públicas como privadas.
- Establecer cuáles son las mejores alternativas de financiación para las *start – ups* atendiendo a la fase de negocio en la que nos encontramos.
- Extraer conclusiones y formular recomendaciones de las diferentes alternativas.
- Servir de ayuda a futuros emprendedores como aproximación al terreno de la financiación que resulta esencial en estas empresas.

2. METODOLOGÍA

Para poder desarrollar la investigación de este trabajo ha sido necesario recopilar y obtener datos de la actividad emprendedora así como de las diversas alternativas de financiación de diferentes informes y fuentes estadísticas entre las que destacamos: el Observatorio de Emprendimiento, la Asociación Española de Crecimiento e Inversión, la Asociación Española de *Business Angels*, Universo *Crowdfunding* y el manual de Hoyos et al. (2014).

El trabajo se ha dividido en seis epígrafes, a los que se pone fin con un apartado que recoge todas las referencias bibliográficas. En el primer epígrafe, se justifica la elección del tema así como los objetivos que se persiguen. En el segundo se detalla la metodología seguida durante la realización del trabajo. En el tercero se establece qué se entiende por una *start – up*, y se enumeran sus características. El cuarto epígrafe expone las dificultades que tienen estas empresas para acceder a la financiación tradicional. El quinto es el relativo a

los instrumentos de financiación; en primer lugar se analizan las vías de financiación del sector privado (*business angels, crowdfunding, venture capital, préstamos participativos*); a continuación se procede a analizar las vías de financiación pública (*ayudas directas y ayudas indirectas*), por último, se analizan las rondas de financiación. En el sexto epígrafe se establecen las conclusiones alcanzadas y las recomendaciones sugeridas. En el último epígrafe se relaciona la bibliografía analizada para su elaboración.

3. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE UNA START-UP

3.1. Definición

Antes de comenzar a analizar las diferentes vías de financiación es preciso conocer qué entendemos por una *start – up*. Para ilustrar el concepto se ha utilizado la definición dada por Steve Blank (2012): una *start – up* es una organización temporal que busca de un modelo de negocio, susceptible de que en un determinado momento los ingresos crezcan proporcionalmente más que los gastos y que además sea repetible² y rentable.

En definitiva, actualmente, *start – up* es un concepto que se asocia con un proyecto de reciente creación. Blank no considera que las *start – ups* sean una empresa, ya que operan en busca de un modelo de negocio rentable y repetible, mientras que las empresas ejecutan modelos de negocio donde los clientes, los problemas y las características del producto son conocidas.

Por tanto, la principal diferencia sería que las empresas no incurren en el llamado “riesgo de mercado” que sí afecta a las *start – ups*. Este riesgo surge cuando se pretende lanzar un nuevo producto o servicio al mercado sin tener un conocimiento *a priori* de si existirá demanda para dicho producto o servicio.

Debido a la existencia de este riesgo antes comentado y a las características implícitas en la definición, el modelo de desarrollo utilizado en las empresas tradicionales no es aplicable a las *start – ups* ya que requieren de un equipo centrado en la búsqueda de clientes. De modo que atendiendo al

² Se entiende por **negocio repetible** aquel que es capaz de generar un ciclo de venta y, puede replicar ese ciclo en todos los clientes objetivo del mercado al que se dirige la *start – up*.

modelo propuesto por Blank (2012) deberíamos aplicar el denominado “*Customer Development Process*”.

Consiste en prestar atención a las necesidades de los clientes para desarrollar el producto que demandan. Por ello, para estas empresas es igual de importante el contacto con los clientes, que proporciona información para el desarrollo del producto, como la visión de los emprendedores. Se basa en cuatro fases (*Customer Discovery, Customer Validation, Customer Creation, Company Building*) que deben repetirse hasta tener conocimiento completo de los clientes.

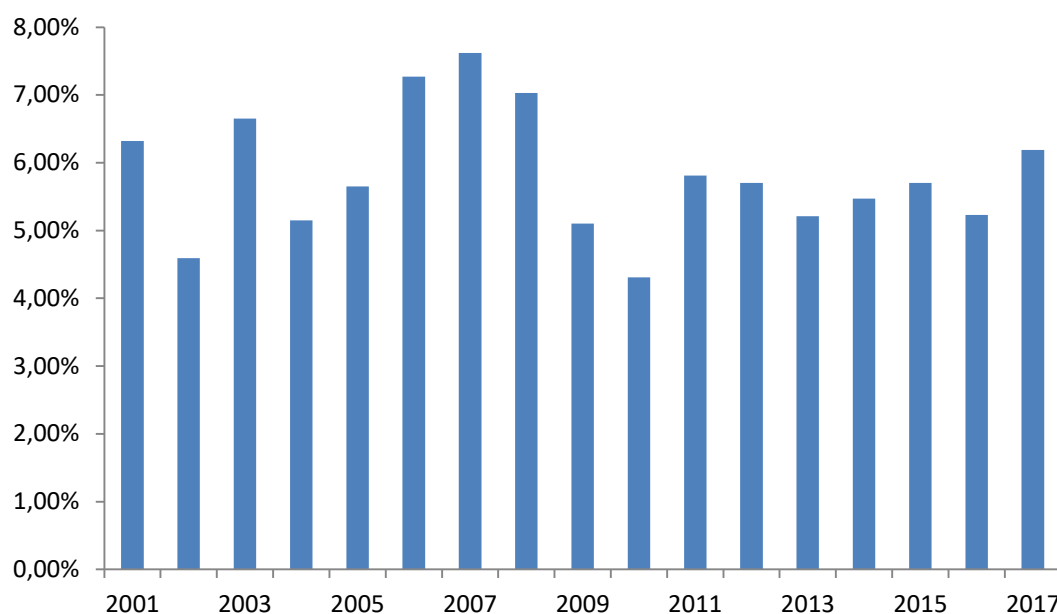
Según el Observatorio de Emprendimiento (2017) la tasa de actividad emprendedora³, experimentó un aumento desde el año 2004 hasta el año 2007, a partir del cual se produjo un descenso muy acusado, sobre todo en el año 2009, debido a crisis económica que sufrió España durante esos años. Como puede observarse en el gráfico 1, en 2017 se ha producido un incremento respecto al año anterior pero aún no se han alcanzado los niveles anteriores a la crisis económica.

Sin embargo, aunque en el último año la tasa de actividad emprendedora haya aumentado un 19% respecto al año anterior, atendiendo al informe global realizado por el Observatorio de Emprendimiento de los 54 países analizados España ocupa el puesto 46º, muy lejos de otros países europeos como Estonia que ocupa el puesto 11º o Letonia en el puesto 16º.

Actualmente, el emprendimiento por necesidad representa el 28,3% del total de la tasa de actividad emprendedora, aumentando un 8,8% respecto al año anterior. Mientras que, el emprendimiento por oportunidad representa el 68,5% del total disminuyendo un 2,4% respecto al año anterior. Esto implica que a pesar de que el emprendimiento por necesidad haya aumentado, son más las personas que emprenden motivados por una oportunidad existente en el mercado.

³ **Tasa de Actividad Emprendedora (TAE).** Ratio que mide todas las iniciativas emprendedoras con menos de tres años y medio en el mercado.

Gráfico 1: Tasa Actividad Emprendedora en España



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor informe España (2001 – 2015)

3.2. Características

Una vez definido qué es una *start – up*, es importante conocer cuáles son las características que la definen y que, en cierto modo, van a determinar que tenga o no éxito en el futuro. Las características comunes a todas las *start – ups* son las siguientes:

- Generalmente se dirigen a nichos de mercado con una idea innovadora o una nueva tecnología. No se debe confundir con el término Nueva Empresa de Base Tecnológica, que a diferencia de la *start – up* está siempre relacionada con la comercialización de una innovación tecnológica.
- Son organizaciones que están en sus fases iniciales y suponen un emprendimiento.
- Su carácter innovador y orientación al cliente implica que necesitan de una fuerte inversión.
- Se trata de compañías cercanas al cliente, por lo que lo mejor para solventar las necesidades de financiación será encontrar una solución adecuada para éste a un precio aceptado por el mercado.

- Suelen empezar en un entorno reducido y abierto, como por ejemplo, incubadoras, garajes, hogar, etc.

Además de estas características comunes a toda *start – up*, podemos citar otras que habitualmente se dan en aquellas de más éxito (Txerpa, 2017):

- Deben contrastar la idea de negocio y conseguir que crezca: cualquier empresa en sus fases iniciales debe realizar un estudio de mercado con el fin de conocer las necesidades del mismo, la aceptación de la idea entre los clientes potenciales y la competencia directa.
- Han de ofrecer soluciones que fomenten el *e – commerce* y el desarrollo de la venta del producto o uso del servicio en dispositivos móviles.
- Deben trabajar en la nube: en España es aún un gran reto la implementación del “*Enterprise Resource Planning*”, es decir, sistemas de gestión de información que automatizan numerosas prácticas de negocio normalmente asociadas con los aspectos operativos o productivos de una empresa. Su implementación puede ayudar a aumentar la productividad y la eficiencia.
- Han de nacer pensando en la internacionalización.
- La búsqueda de financiación debe realizarse de manera muy activa.

3.3. Ecosistema *Start – up* en España

La infraestructura física es el único de los doce factores del ecosistema emprendedor estudiados que ha recibido una valoración positiva, atendiendo a la encuesta realizada a treinta y seis expertos españoles por el Observatorio de Emprendimiento en 2017. El resto de factores estudiados ponen de manifiesto un descenso en su valoración.

Los expertos encuestados consideran que las políticas gubernamentales constituyen el principal obstáculo para emprender, ya que la excesiva burocracia y el exceso de impuestos desincentivan la creación de empresas.

Actualmente, según el informe del *Mobile World Capital* celebrado en Barcelona en 2017, existen en nuestro país 3.258 *start – ups*, habiendo crecido la comunidad *start – up* un 20% respecto al año anterior. Este crecimiento

viene motivado, principalmente, por el interés de los emprendedores y por su visión de un mercado global, esto ha supuesto que en los últimos cinco años hayan abordado proyectos dirigidos a los mercados internacionales, lo que se ha convertido en una de las claves del éxito de las *start-ups*.

Tabla 1: Ecosistema *Start – up* en España 2018

Provincia	Porcentaje de <i>start – ups</i> respecto al total
Barcelona	34,0%
Madrid	31.5%
Valencia	5,5%
Bilbao	3,0%

Fuente: Mobile World Capital (2018)

En la tabla 1 se observa que, tal y como cabría esperar, España cuenta con dos puntos importantes dentro del ecosistema *start – up*, Barcelona y Madrid. Durante los últimos años han adquirido importancia Valencia y Bilbao en este mapa del ecosistema *start – up*.

Respecto a los datos de nuestra comunidad autónoma, atendiendo a los datos ofrecidos por *startupxplore*, actualmente contamos con 45 *start – ups*, de las cuales el 28% son empresas *e – commerce* y el 20% de telefonía, como se puede observar en la tabla 2.

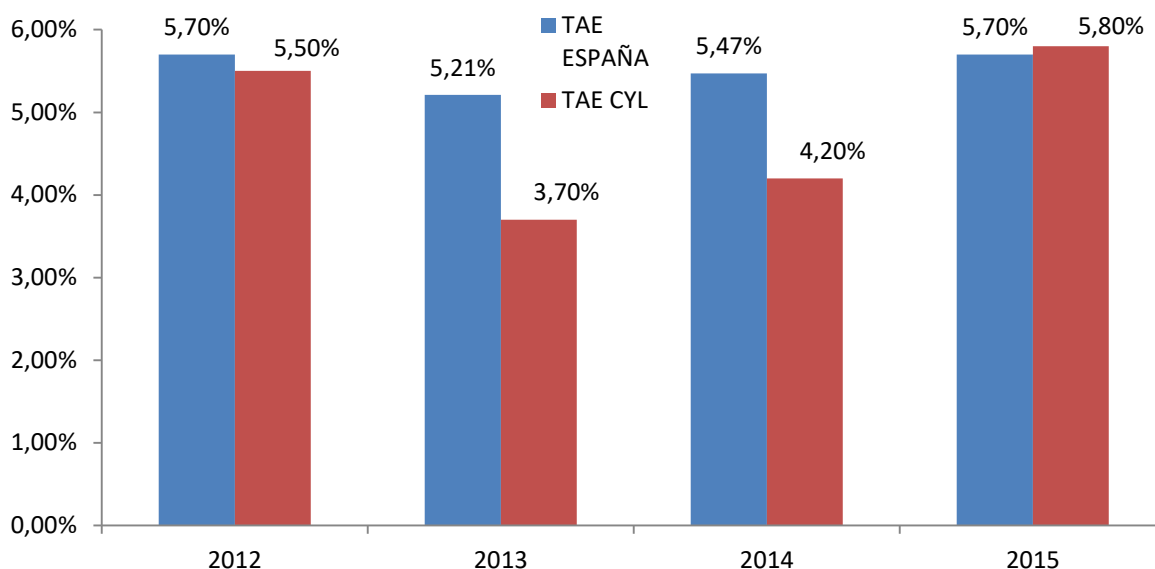
Tabla 2: *Start – ups* en Castilla y León según el mercado al que se dirige

Mercado al que se dirige	Porcentaje sobre el total
Deportes	2%
Ciencias	4%
Turismo	4%
Social	6%
<i>E – learning</i>	8%
Otros	8%
Empresas	13%
Móvil	20%
<i>E – commerce</i>	28%

Fuente: Adaptación a partir de startupxplore

Una vez conocidos estos datos, resulta interesante conocer cuál es la tasa de emprendimiento en nuestra comunidad autónoma, una de las 10 comunidades donde existe un mejor ecosistema para el emprendimiento, y compararla con la de España.

Gráfico 2: Tasa de Actividad Emprendedora comparación España y Castilla y León



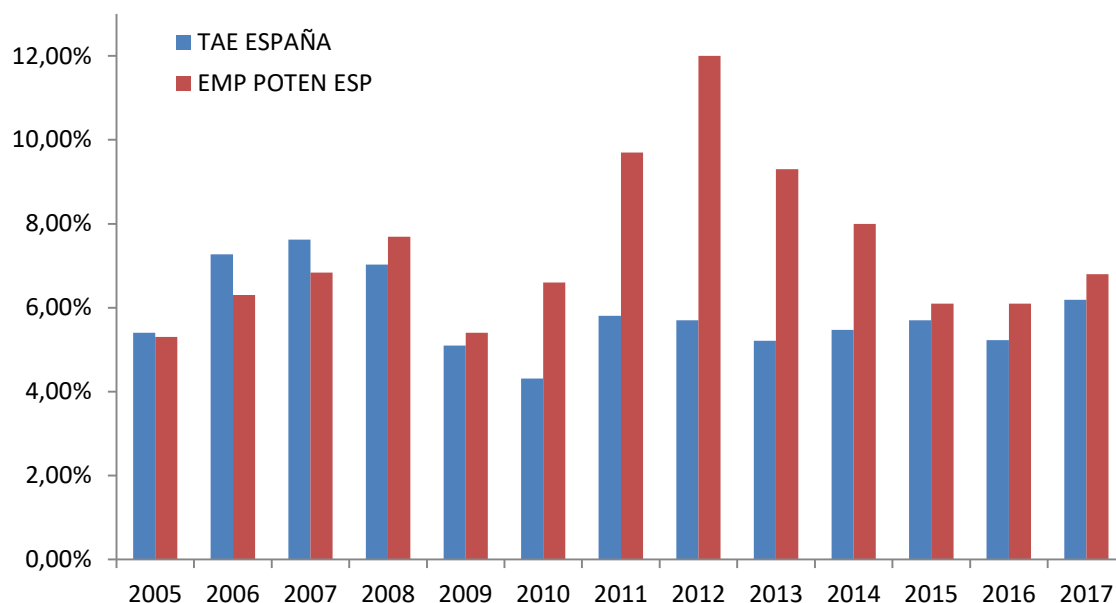
Fuente: *Global Entrepreneurship Monitor informe Castilla y León (2012 – 2015)*.

En el gráfico 2 podemos observar que, a pesar del acusado descenso del emprendimiento en nuestra comunidad hasta el año 2012, en el año 2015 hemos conseguido aumentar la tasa de emprendimiento superando los niveles alcanzados en 2012. Podemos concluir que la tendencia durante el periodo analizado ha sido similar en España y en nuestra comunidad, experimentando Castilla y León unos descensos y unos aumentos más acusados que el conjunto de nuestro país.

En relación con el ecosistema de las *start – ups* es interesante conocer cuál es el porcentaje de emprendedores potenciales⁴, tanto para España en su conjunto como para nuestra comunidad en particular.

⁴ **Porcentaje de emprendedores potenciales.** Porcentaje de personas que esperan emprender en los próximos 3 años.

Gráfico 3: Porcentaje emprendedor potencial (3 años) 2012 – 2015 en comparación con la Tasa de Actividad emprendedora (TAE) en España



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor informe España (2005 – 2017).

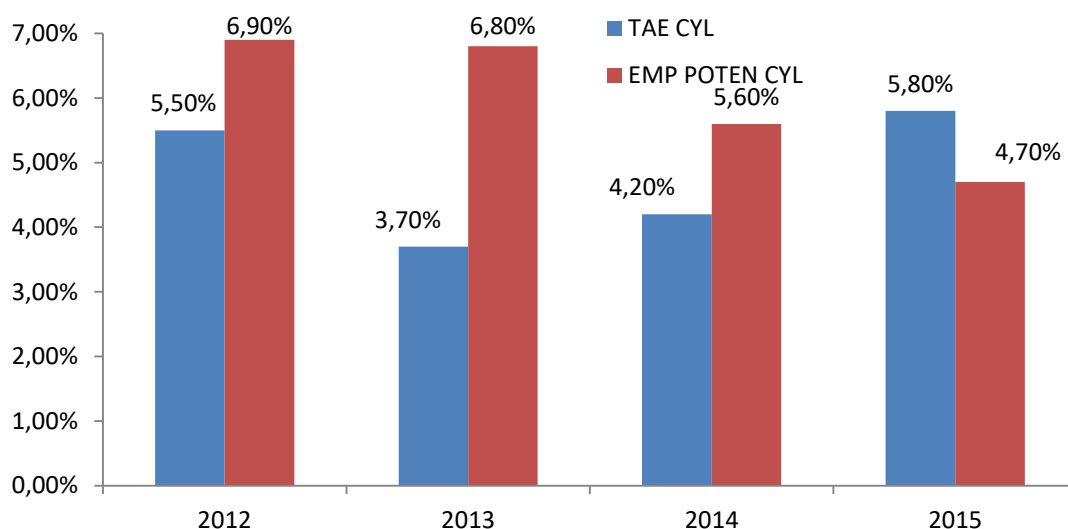
El gráfico anterior muestra que el porcentaje de personas que esperaban emprender en los próximos 3 años, tras el acusado aumento experimentado en 2012, ha ido descendiendo hasta el año 2016, si bien la tasa de actividad emprendedora ha seguido una trayectoria más o menos estable.

Durante el periodo 2010 - 2014 el porcentaje de personas que esperaban emprender en los próximos 3 años (*emprendedor potencial*) era muy superior a la tasa de actividad emprendedora, lo cual demuestra claramente que el porcentaje de emprendedor potencial únicamente mide expectativas de emprendimiento, mientras que la TAE mide finalmente aquellos que inician un nuevo negocio.

Para el último año disponible (2017) ambas tasas comienzan a igualarse, siendo 6,80% el porcentaje de emprendedor potencial en España y un 6,19% la tasa de actividad emprendedora. Por tanto, en este año, prácticamente todos aquellos que tenían en mente llevar a cabo una actividad emprendedora finalmente lo hicieron y no se quedó en una mera declaración de intenciones como venía sucediendo en los años anteriores (2010 – 2014).

Con todos estos datos podemos concluir que el emprendimiento se está presentando como una alternativa atractiva de empleo, pues desde el 2013 se asiste a un aumento de la tasa de la actividad emprendedora, con la excepción del año 2016 y, pese a que se ha experimentado un descenso en el porcentaje de emprendedores potenciales, este cada vez se iguala más a la tasa anterior lo que indica que todos aquellos con intenciones de emprender finalmente lo llevan a cabo.

Gráfico 4: Porcentaje emprendedor potencial (3 años) 2012 – 2015 en comparación con la Tasa de Actividad emprendedora (TAE) en Castilla y León



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor informe España (2012 – 2015).

En el caso de nuestra comunidad, se observa una tendencia similar, la tasa de actividad emprendedora ha seguido una trayectoria en forma de U y el porcentaje de personas que esperan emprender también ha ido disminuyendo en el periodo considerado. La diferencia es que en el año 2014 la tasa de actividad emprendedora es muy superior al porcentaje de personas que esperan emprender, lo cual parece indicar que personas que inicialmente no tenían intención de emprender en una idea de negocio finalmente lo hacen. Todo ello parece indicar que nuestra comunidad presenta un ecosistema que fomenta el emprendimiento.

4. PROBLEMÁTICA DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN

El acceso a la financiación es una de las principales dificultades a la que se enfrentan las PYMES. Debido a este problema se han puesto en práctica diversos mecanismos e instrumentos como ayudas gubernamentales, préstamos participativos y entidades de capital riesgo para tratar de disminuir o, al menos, suavizar esas dificultades a las que han de hacer frente.

Para las *start – ups* el principal problema es la existencia de asimetrías de información, ya que el emprendedor dispone de mayor información sobre la viabilidad y naturaleza del proyecto. Puede traducirse en problemas de selección adversa y riesgo moral.

- Selección adversa: se trata de una asimetría *ex – ante*, es decir, pre – contractual. El emprendedor cuenta con información sobre el proyecto de la que no dispone el inversor en el momento previo a la firma del contrato.
- Riesgo moral: supone que los intereses del emprendedor y del inversor o aportante de fondos no coinciden totalmente, ya que cuando el emprendedor cuenta con los fondos necesarios para llevar a cabo el proyecto puede utilizar esos fondos en beneficio propio y no del objeto de financiación. En este sentido, Myers (1984) expone que este riesgo se pone de manifiesto cuando los emprendedores, una vez que disponen de los fondos necesarios, incrementan el riesgo del proyecto, lo que conlleva el posible perjuicio para el inversor.

Estas asimetrías de información provocan que el riesgo percibido por los inversores sea muy elevado, por lo que imponen condiciones de acceso a la financiación más duras. En la literatura se han propuesto diversas soluciones a este problema. Según Cosh et al. (2009) las aportaciones de capital propio parecen la mejor solución para financiar estos proyectos en sus fases iniciales. Este tipo de inversores cuentan con habilidades para seleccionar proyectos adecuados en un contexto de opacidad informativa, por lo que se presenta como una opción más oportuna que la deuda. Además, su implicación en tales proyectos les posibilita conseguir valiosa información y reducir el riesgo moral.

Estos negocios tienen un problema añadido, sufre los efectos del *equity gap*, que se produce cuando las necesidades de crédito son demasiado elevadas para seguir financiándose con aportaciones de los fundadores o de su círculo más próximo, pero demasiado reducidas para ser satisfechas por una entidad de crédito.

Manzanera (2010) cifra el *equity gap* en España entre los 0,5 y 2 millones de euros, si bien esta cantidad depende del enfoque inversor de los fondos de capital riesgo. Dado que la actividad de capital riesgo en nuestro país es limitada, las compañías en fases de desarrollo no pueden acceder a la financiación necesaria.

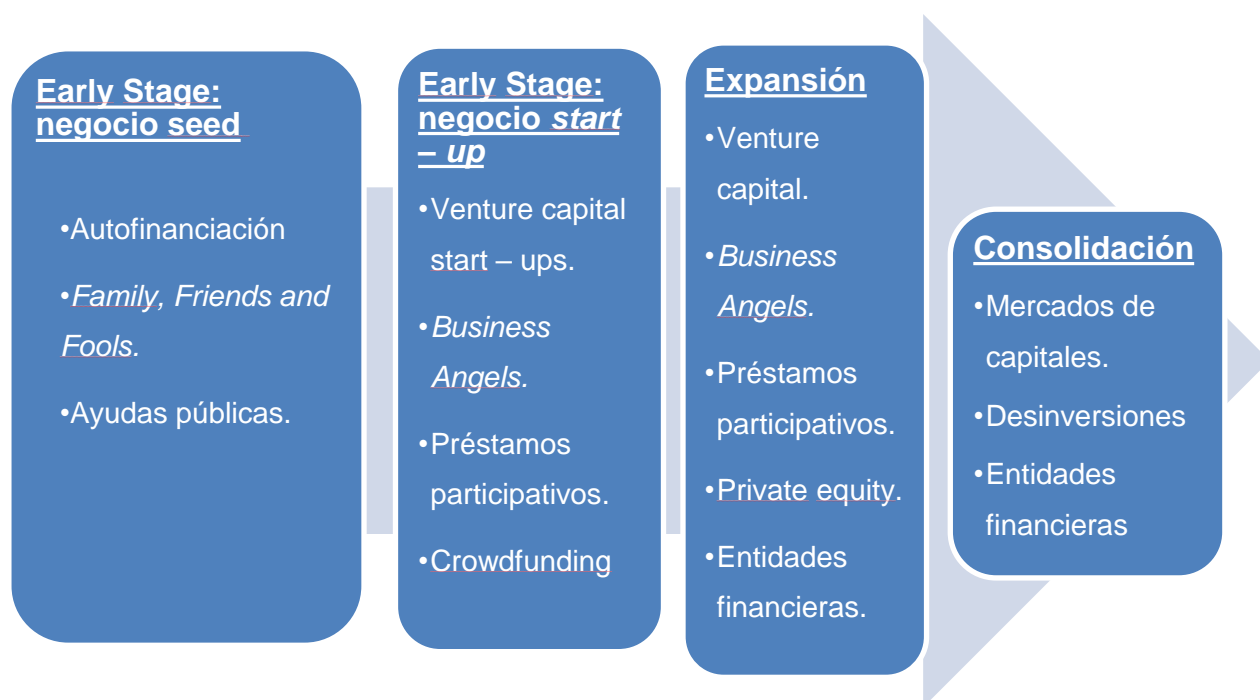
Sin embargo, según Hoyos et al. (2014a) el problema del *equity gap* no obedece sólo a los factores de oferta antes mencionados (falta de inversores capital riesgo) sino también a factores de demanda. Ullah et al. (2007) y Díaz et al. (2010) consideran que estos factores de demanda: “*están relacionados con la resistencia habitual de los emprendedores a diluir su propiedad o ceder el control y también con el bajo nivel de preparación de los emprendedores para recibir capital externo*”. Estas entidades dedican una parte importante de la inversión a activos intangibles, lo que disminuye sus garantías bancarias dificultando su acceso a la financiación tradicional.

Por último, los métodos de valoración de empresas más utilizados no son aplicables a este tipo de empresas debido a su naturaleza, lo que impide la financiación por vías convencionales. Por ejemplo, el modelo tradicional de descuento de flujos no es aplicable debido a que las proyecciones de flujos se formulan a partir de información histórica que no está disponible para las *start-ups*.

5. INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Las diferentes alternativas a la financiación tradicional se han clasificado en función de la fase del negocio en que nos encontremos. Se ha escogido esta clasificación porque en las empresas innovadoras la elección de las fuentes de financiación está estrechamente relacionada con su fase de desarrollo, debido a que tanto las necesidades de financiación como la información disponible del proyecto son diferentes en cada una de las fases.

Figura 1: Fuentes de financiación según fase de desarrollo



Fuente: Elaboración propia a partir de Hoyos et al. (2014a)

En la figura 1 observamos las diferentes alternativas de financiación que tiene una *start – up* en función de su ciclo de vida. En la fase *seed*, dado que el negocio no está constituido y existe riesgo tecnológico y comercial, son los ahorros del emprendedor junto con las 3 F's (*Family, Friends and Fools*) y las ayudas públicas quienes proporcionan el capital necesario (Hoyos et al. b). En la fase *start – up* se inicia la comercialización del producto o servicio, manteniendo un número reducido de operaciones lo que impide la llegada al valle de la muerte⁵ (Hoyos et al. 2010).

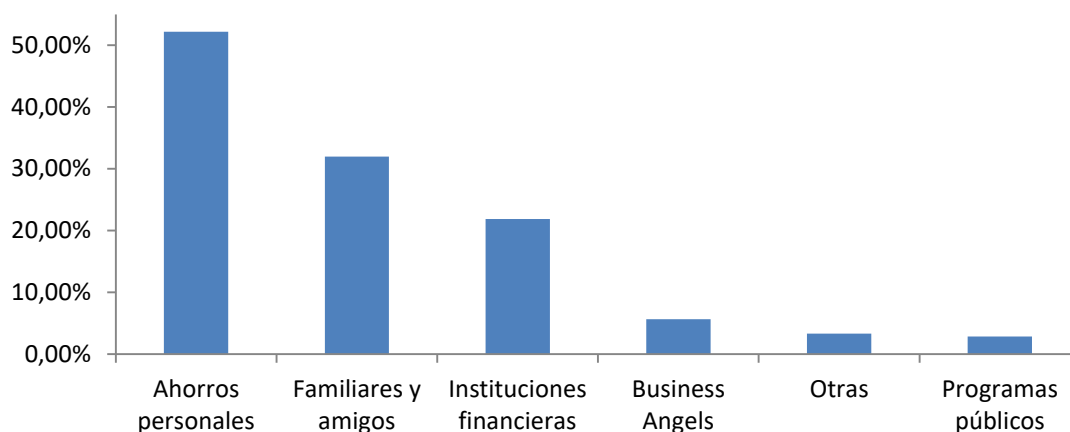
⁵ El **valle de la muerte** describe el momento en que los flujos de caja obtenidos son negativos, normalmente asociado al periodo de puesta en marcha de un proyecto emprendedor.

Además de las fuentes mencionadas en la tabla anterior, que serán objeto de estudio más adelante, cabe destacar otra alternativa de financiación que se ha convertido durante los últimos en la preferida por las *start – ups* españolas, las rondas de financiación.

5.1. Las 3 F's (*Friends, Family and Fools*)

Las 3 F's (*Friends, Family and Fools*) son los únicos sujetos que una vez agotada la autofinanciación están dispuestos a invertir en el proyecto y son, prácticamente, la única alternativa disponible al no poder estas empresas apalancarse financieramente en sus fases iniciales (Fernández, 2007). Su existencia es importante ya que hacen posible que los negocios pasen de la fase *seed* a la fase *start – up*.

Gráfico 5: Fuentes a las que se ha recurrido o se espera recurrir para obtener capital semilla



Fuente: Informe GEM (2017 – 2018)

En el gráfico observamos que los familiares y amigos (3 F's) constituyen, junto con los ahorros del emprendedor, la principal fuente para obtener capital semilla con el que iniciar el negocio. A diferencia de la figura de los *Business Angels*, estas personas se guían más por lazos emocionales que por un análisis de viabilidad del proyecto, ya que la garantía que necesitan para invertir es la confianza previa depositada. Además, permiten a los fundadores preservar la alineación de los intereses de los socios, a diferencia de los inversores privados.

Por último, la presencia de estos inversores en el accionariado, de cara a futuras rondas de financiación puede resultar muy beneficiosa, pues puede facilitar el acceso a fuentes de financiación más profesionales.

5.2. Vías de financiación del sector privado

5.2.1. Business Angels

Los *Business Angels* son inversores privados que no sólo aportan financiación, sino que también aportan su experiencia y contactos, pues se trata de inversores con una alta experiencia profesional, con el objetivo de generar un proyecto emprendedor. A diferencia de los habituales mecenas, este tipo de inversores cuentan con experiencia y guían al emprendedor para hacer que el negocio sea rentable para ambas partes, es decir, además de capital financiero aportan “*capital inteligente*”⁶. Empresas de gran éxito contaron en sus inicios con *Business Angels* que apoyaron ideas innovadoras en sus fases iniciales.

Son una figura clave para reducir el *equity gap*, momento en el que el emprendedor tiene más dificultades para encontrar inversor, ya que no puede continuar financiándose con los recursos de familiares, amigos (*3F's*) o del propio emprendedor, tal y como detallan Hoyos et al. (2014a).

La Asociación de redes de *Business Angels* en España (AEBAN) define los *Business Angels* como: “*un individuo que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas*”. Además, destaca: “*el papel fundamental que desempeñan en la creación de empresas innovadoras al proporcionar apoyo a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas (equity gap)*”.

El hecho de que estos inversores inviertan su propio dinero es una de las diferencias respecto a los inversores capital riesgo, que son responsables de invertir capital de fondos de pensiones, bancos u otros inversores.

⁶ Se entiende por **capital inteligente**, los contactos y la experiencia que los *Business Angels* aportan al negocio en el que invierten además una cantidad monetaria.

Atendiendo a Mason (2005) los *Business Angels* juegan un papel importante en el desarrollo económico por las siguientes razones:

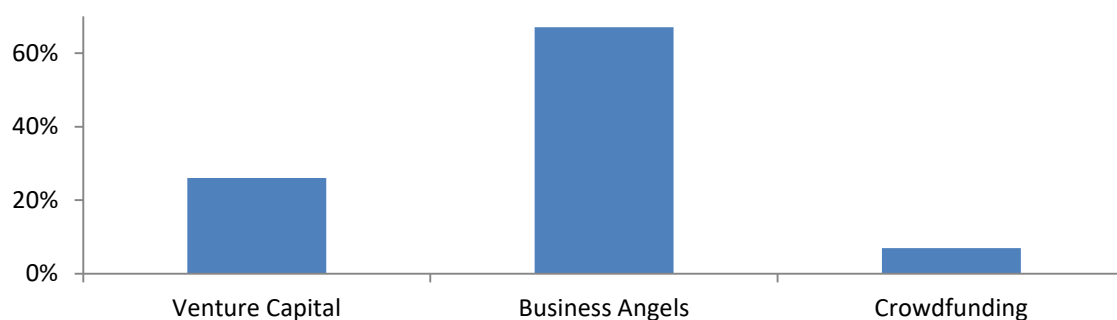
- Su inversión va dirigida a empresas de reciente creación.
- No solo aportan su propio dinero, sino también sus conocimientos, experiencia y red de contactos (*capital inteligente*).
- Normalmente actúan a nivel local.

Existen múltiples tipologías de *Business Angels*, atendiendo a Martínez et al (2010):

- *Virgin Angel*: son inversores que cuentan con disponibilidad de fondos y desean comenzar invirtiendo en una *start – up*. Tratan de aumentar la rentabilidad de los mercados tradicionales.
- *Latent Angel*: aquellos que tras realizar la primera inversión no invierten en al menos tres años.
- *Wealth Maximising Angel*: inversores que cuentan con una gran disponibilidad de fondos y elevada experiencia, que les permite combinar varias inversiones en diferentes *start – ups*.
- *Entrepreneur Angel*: cuentan con experiencia previa y buscan, además de rentabilidad económica, una satisfacción personal.
- *Income Seeking Angel*: son quienes invierten pocas cantidades con el fin de obtener ingresos.
- *Corporate Angel*: compañías que realizan habitualmente inversiones tipo *Angel*.

Cabe destacar que, atendiendo a los datos del último informe de *The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players*, la inversión en *start – ups* en Europa se cifra en 9,9 miles de millones de euros, de los cuales el 67% se corresponde con inversión a través de *Business Angels*, de lo que se deduce que es la principal fuente de financiación de las *start – ups*.

Gráfico 6: Inversión en *start – ups* en Europa



Fuente: EBAN Statitics Compedium 2016

Pese a ello, la cuantificación de esta actividad inversora no es sencilla, debido a su naturaleza privada. Los datos que se ofrecen solo representan el denominado “*mercado visible*”⁷ constituido por las redes y agrupaciones formales de inversores.

En 2016, según el informe de la *Asociación Europea de Business Angels*, el número de redes de *Business Angels* existentes en España se cifra en 53 con 2.800 inversores registrados.

⁷ El mercado visible de los *Business Angels* alude a un término utilizado por primera vez por la OCDE en 2011. Con el término mercado visible la OCDE pretende poner de manifiesto que los datos disponibles únicamente representan una fracción del mercado, ya que la inversión realizada a título individual es privada y no se puede medir. Esa inversión privada es lo que constituye el mercado invisible de esta alternativa de financiación. (Hoyos et al. 2014a)

Tabla 3: Inversión de *Business Angels* en millones de euros por país 2013 – 2016

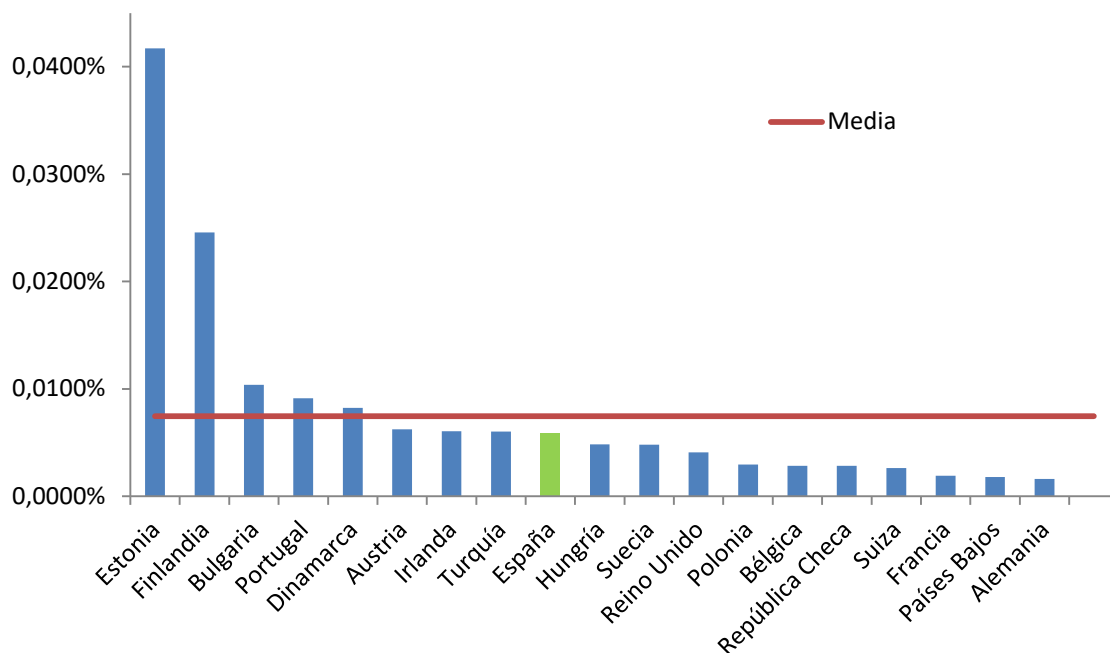
País	2013	2014	2015	2016
Reino Unido	84,40	87,00	96,00	98,00
España	57,60	52,60	55,00	66,00
Finlandia	26,40	34,50	36,50	53,00
Alemania	35,10	37,00	44,00	51,00
Turquía	14,70	22,40	31,00	47,00
Francia	41,10	38,00	42,00	42,70
Dinamarca	11,80	20,00	23,00	22,80
Suecia	19,40	20,60	21,80	22,40
Austria	2,90	15,00	16,30	22,00
Portugal	13,80	279,00	23,40	16,90
Irlanda	13,20	12,50	14,40	16,70
Suiza	13,30	14,10	14,90	15,90
Italia	9,90	0,00	12,30	14,10
Polonia	6,60	9,50	12,40	12,60
Países Bajos	9,80	11,70	12,20	12,50
Bélgica	10,00	10,50	11,50	12,00
Estonia	4,70	4,80	6,70	8,80
Hungría	0,00	0,00	0,00	5,50
Bulgaria	2,90	3,30	4,30	5,00
República Checa	0,00	0,00	0,00	5,00

Fuente: EBAN Statists Compedium 2016

Con estos datos podemos observar que en el año 2016 Reino Unido es el país con la mayor inversión de *Business Angels*, estando en segundo lugar España. Sin embargo, con los datos absolutos no se pueden extraer grandes conclusiones, por ello relativizamos los datos respecto al PIB de cada país.

Es interesante destacar que tal y como muestra el gráfico, a excepción de Portugal, la inversión de *Business Angels* ha crecido en todos los países considerados desde el año 2014, lo que demuestra que es una alternativa que cada vez está adquiriendo una mayor relevancia entre los países de nuestro entorno.

Gráfico 7: Inversión de *Business Angels* en 2016 por país respecto al PIB en porcentaje



Fuente: EBAN Statitics Compedium 2016

Al relativizar los datos respecto al PIB se observa que Estonia es el país que presenta una inversión en *Business Angels* elevada respecto al crecimiento de su economía. Por otro lado, países como Reino Unido, España o Alemania que estaban entre los cinco primeros en términos absolutos al relativizar los datos se encuentran en puestos mucho más bajos y por debajo de la media europea.

Puesto que contribuye a minimizar el *equity gap* y facilita el crecimiento de las *start - ups* desde las instituciones de muchos países, entre ellos España, se vienen implantando desde hace algunos años una serie de medidas para impulsar la actividad de los *Business Angels*.

Entre las principales medidas adoptadas para fomentar esta actividad distinguimos los fondos de coinversión y las ayudas tributarias.

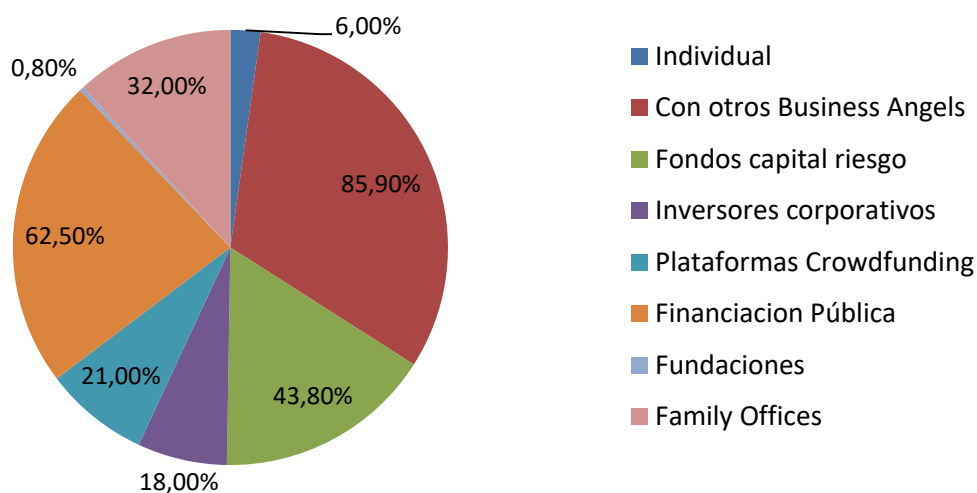
- **Fondos de coinversión:** permiten a los inversores diversificar riesgos de una manera más sencilla y, facilitan la actividad emprendedora. Además, permiten generar un efecto aprendizaje, al poner en contacto a *Business Angels* no tan experimentados con inversores que cuenten con una

mayor experiencia. No obstante, pueden surgir conflictos si existe una divergencia de intereses entre ambas partes y una coordinación deficiente.

Para llevar a cabo la coinversión, atendiendo a Hoyos et al. (2014b), existen dos modelos de funcionamiento: el modelo *member – led* y el modelo *pledge – funds*. El primero de ellos, implica que un miembro del grupo de inversores actúa como líder, aquel con mayor conocimiento y experiencia acumulada, y se produce una división de roles a ejercer durante el proceso de inversión. El modelo *pledge – funds* actúa de forma más profesionalizada, esta red de inversores representa una fórmula alternativa, es un mecanismo que da acceso a inversores individuales a una estructura de inversión profesionalmente gestionada desde la oportunidad de inversión hasta el momento de la desinversión.

Actualmente, atendiendo al informe realizado por la Asociación Española de *Business Angels* es cada vez menos frecuente que los *Business Angels* inviertan individualmente.

Gráfico 8: Inversión con socios de coinversión *Business Angels* en España en porcentaje



Fuente: Informe *Business Angels* AEBAN 2017

El gráfico ratifica lo explicado anteriormente, la inversión por parte de los *Business Angels* de manera individual, pese a ser minoritaria, representa únicamente el 6% del total, ha aumentado respecto al año anterior (1,68%).

La forma preferida de coinversión continúa siendo con otros *Business Angels* representando un 85,90% sobre el total, pese a que ha disminuido respecto al 2016 (88,8%). La coinversión vía entidades públicas se ha mantenido estable siendo de un 62.5%.

Se ha producido un descenso drástico en la coinversión vía fundaciones, pasando de representar un 9,5% sobre el total el año anterior a un 0,8%. Del mismo modo, la coinversión vía fondos capital riesgo ha disminuido respecto al año anterior un 22%.

- Medidas tributarias: La OCDE considera que un marco fiscal favorable estimula la inversión capital riesgo de un determinado país. La Ley 14/2013 de Apoyo a los emprendedores y su internacionalización en su artículo 27 establece que los contribuyentes que inviertan en *start – ups* podrán deducirse un 20% sobre el total invertido, siempre y cuando cumplan una serie de condiciones, siendo la base máxima de deducción 50.000 euros anuales.

En caso de que el inversor venda su participación, si las ganancias obtenidas se reinvierten en una *start –up* o negocio en fase *seed* el inversor está exento de tributar por ellas.

Hoyos et al. (2014a) detallan las condiciones que deben reunir tanto las empresas participadas como los contribuyentes para beneficiarse de estas ventajas fiscales.

Tabla 4: Requisitos empresas participadas y contribuyentes para beneficiarse de las ventajas fiscales

Empresas participadas	Contribuyentes
<ul style="list-style-type: none"> • Tener forma jurídica de Sociedad Anónima, Sociedad de Responsabilidad Limitada o Sociedad Anónima Laboral. • No estar admitida a negociación en ningún mercado organizado. • No tener por actividad la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario. • Los fondos propios deben ser inferiores a 400.000 euros cuando el inversor realice la aportación. 	<ul style="list-style-type: none"> • Las acciones o participaciones deben obtenerse en el momento de la creación de la empresa o durante sus tres primeros años de vida. • La permanencia en el capital debe oscilar entre 3 y 12 años. • El importe de la participación debe ser inferior al 40% del capital social o derechos de voto. • No puede tratarse de acciones o participaciones sobre una entidad con la misma actividad que se venía ejerciendo con otra titularidad.

Fuente: Adaptación de Hoyos et al. (2014a).

5.2.2. Crowdfunding

El *Crowdfunding*, también conocido como financiación en masa, permite financiar proyectos o ideas mediante la suma de pequeñas aportaciones económicas individuales. Posibilita el acceso a la financiación de una manera económica, eficiente y menos exigente que las vías convencionales. Además, es una forma de encauzar la inversión realizada por las 3 F's (Hoyos et al. 2014b).

La Comisión Europea lo define como: *“una forma alternativa emergente de la financiación que conecta directamente a los que pueden dar, prestar o invertir el dinero con los que necesitan financiación para un proyecto específico”*.

La llegada de las redes sociales implicó que el *Crowdfunding* adquiriera gran relevancia como alternativa de financiación de *start – ups*, estas redes han posibilitado que los emprendedores den a conocer su idea de negocio y consigan financiación.

Actualmente España se encuentra entre los seis países europeos con mayor recaudación *Crowdfunding*, experimentándose en 2016 un aumento de su recaudación del 116% respecto al año anterior (Universo Crowdfunding, 2016).

Existen cuatro tipologías de *Crowdfunding* (Hoyos et al. 2014a): basado en donaciones, en recompensas, *crowdlending* y *equity crowdfunding*.

- Basado en donaciones: El inversor no recibe ningún beneficio económico por el dinero aportado. Normalmente, son proyectos solidarios con un gran impacto social como ONGs, asociaciones de emprendimiento colectivo creadas por los ciudadanos para dar respuesta a problemas concretos.

En España, atendiendo a los datos proporcionados por Universo *Crowdfunding*, la recaudación en el año 2016 fue de 4.348.238 euros, aproximadamente un 88% más que en el año 2015. Contamos con 10 plataformas creadas para proporcionar este tipo de financiación, algunas de ellas son: BBVASuma, BetterNow, CoopFunding, etc.

- Basado en recompensas: Los inversores aportan dinero y reciben recompensas en función de la cantidad aportada. Las recompensas están directamente relacionadas con el proyecto y son de lo más variadas. En el mundo empresarial destaca una forma concreta en la que el inversor recibe como recompensa el bien o servicio antes de que salga al mercado.

Según los datos de Universo *Crowdfunding* esta modalidad registró en el año 2016 un aumento de 8 puntos porcentuales respecto al año anterior. Actualmente, existen 14 plataformas que ofrecen esta forma de financiación, entre las que se encuentran: Kickstarter, Colbrain, CrowThinking, etc.

- Crowdlending: Este modelo está basado en préstamos, permite financiarse directamente por un grupo grande y diverso de personas, eliminando la intermediación bancaria. En definitiva, las personas, prestan pequeñas cantidades de dinero a cambio de un retorno financiero estipulado en un contrato de préstamo (con o sin intereses).

En España recaudó 61.689.491 euros en 2016 según los datos de Universo *Crowdfunding*, aumentando un 88% respecto al año anterior. En nuestro país son 11 las plataformas que prestan esta forma de financiación, entre las que encontramos: Arboribus, Circulantis, Ecrowd, entre otras.

- ***Equity crowdfunding***: También se denomina *crowdinvestment*. Es aquel basado en acciones, ofrece a los inversores una participación en el capital de la empresa como contraprestación a su aportación de capital. Esta alternativa presenta una serie de ventajas para emprendedores e inversores. Para estos últimos supone una oportunidad de diversificar riesgos y, en el caso de los emprendedores permite conseguir financiación de forma sencilla y estructurada.

Se presenta como una verdadera alternativa de financiación para las *start – ups*. Concretamente, se observa una tendencia que consiste en fusionar el *Crowdfunding* con alternativas *Business Angel* o, en el caso de las *start – ups* con incubadoras o aceleradoras.

La recaudación, en el año 2016, de este modelo aumentó un 167,14% respecto al año anterior. Actualmente, 11 plataformas prestan esta forma de financiación, ya sea individualmente o en asociación con otras alternativas ya estudiadas, entre las que podemos citar: Bestaker, The Crowd Angel, UniEmpren, etc.

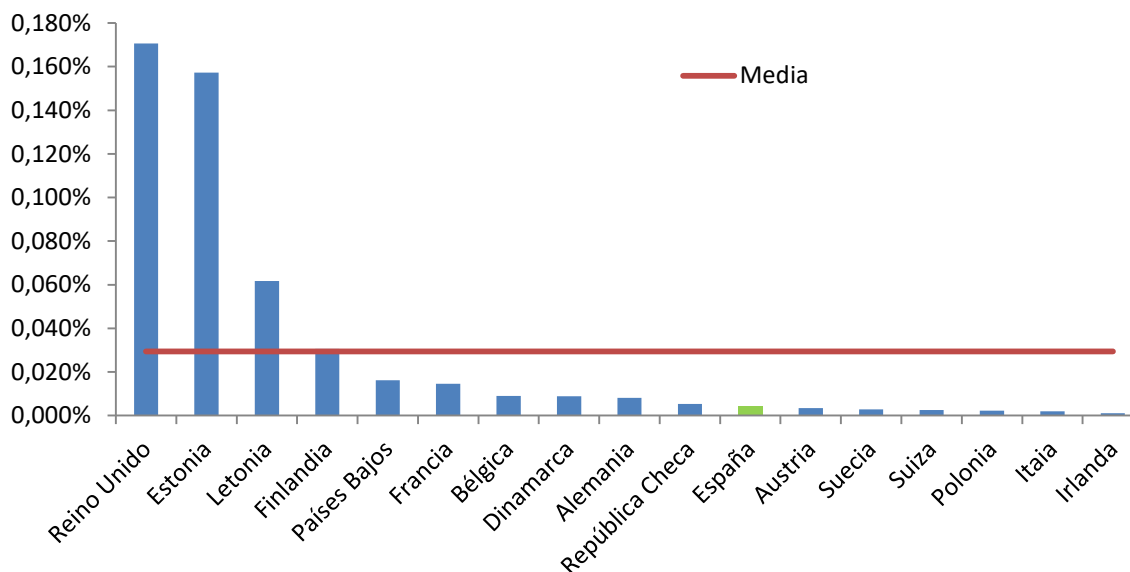
Tabla 5: Recaudación de las alternativas *Crowdfunding* en España 2015 - 2016

Alternativa	2015	2016	% sobre total 2016
Donaciones	3.000.000	4.348.238	4,60%
Recompensas	9.400.000	12.339.750	13,06%
<i>Crowdlending</i>	21.800.000	61.689.491	65,31%
<i>Equity Crowdfunding</i>	5.300.000	16.078.958	17,02%
Total	39.500.000	94.458.453	100%

Fuente: Universo *Crowdfunding* (2016) y *The 2nd European Alternative Finance Industry Report* (2015)

En la tabla anterior podemos observar que el *crowdfunding*, representa un 54% del total recaudado, siendo el que más peso tiene sobre el total de la recaudación. Aunque el *crowdfunding* fue el modelo que obtuvo una mayor recaudación, el modelo *equity crowdfunding* aumentó su recaudación a un ritmo muy superior que el registrado para el *crowdfunding*.

Gráfico 9: Volumen de financiación *Crowdfunding* en Europa en % PIB en 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de *The 2nd European Alternative Finance Industry Report* (2015) y datos PIB Eurostat

Al relativizar los datos en porcentaje del PIB, se observa que Reino Unido es el que posee un mayor volumen de financiación *Crowdfunding*. Del mismo modo, al igual que sucedía con la inversión *Business Angel* destaca Estonia en segundo lugar.

En España, que aún está muy lejos de la media de inversión en países de nuestro entorno, se ha regulado la actividad de estas plataformas a través de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial donde establece, en su título V, el régimen jurídico para la Plataformas de financiación Participativa. Entre los requisitos que deben cumplir estas plataformas se establece que:

- El importe máximo de captación de fondos por proyecto a través de cada una de las plataformas de financiación participativa no podrá ser superior a dos millones de euros. Se permite la realización de sucesivas

rondas de financiación siempre que no superen el citado importe en cómputo anual.

- Las plataformas de financiación participativa sólo podrán invertir en proyectos publicados en su página web, de acuerdo con una serie de requisitos.
- Han de disponer de unos recursos propios totales y de un capital social mínimo de un millón de euros, el cual ha de estar totalmente desembolsado en efectivo y representado en acciones nominativas.

5.2.3. Venture Capital

El capital riesgo, es un tipo de operación financiera que proporciona recursos a medio y largo plazo a cambio de un porcentaje en el capital social de la empresa. Este tipo de inversores invierten en empresas no financieras, no mobiliarias y susceptibles de experimentar un crecimiento.

Las asociaciones de capital riesgo proporcionan, además, un asesoramiento estratégico. Por ello, se presenta como una alternativa apropiada para aquellas pequeñas y medianas empresas que tengan como objetivo el crecimiento al acelerar el desarrollo del proyecto.

Las entidades de capital riesgo realizan una inversión mínima de dos millones de euros, de modo que para cantidades inferiores se genera un vacío de financiación (*equity gap*).

En nuestro país está formado por dos segmentos diferenciados: *venture capital* y *private equity*.

- *Venture capital*: es la aportación de capital en una empresa desde la fase *seed* hasta la *start – up*.

Normalmente, la inversión se destina a empresas tecnológicas con un alto componente innovador, las cuales a pesar de que requieren menores cantidades de capital, presentan un mayor riesgo debido a la falta de información al no disponer de información histórica y a la incertidumbre existente puesto que no se conoce si existe demanda en el mercado.

- Private equity: la inversión se realiza en las fases mucho más avanzadas de negocio, incluso, cuando éste ya está consolidado. Al contrario que el anterior, en este caso, se trata de inversiones más grandes en cuanto a volumen y con menor incertidumbre y riesgo al contar con datos históricos. Se puede dividir en: capital expansión, capital sustitución, operaciones apalancadas y capital de reorientación.

Nos centraremos en el estudio del *Venture Capital* que engloba las inversiones realizadas desde la fase *seed* hasta la fase *start – up*. En nuestro país, su actividad se puede llevar a cabo a través de dos formas jurídicas diferenciadas: las sociedades de capital riesgo y los fondos de capital riesgo (Bustos, 2013).

Las primeras son sociedades anónimas, cuyo objeto social es conseguir participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de la bolsa de valores. Respecto a los fondos, consisten fundamentalmente en patrimonios sin personalidad jurídica propia cuya gestión o representación corresponden a una entidad gestora. Su objetivo es el mismo que el de las sociedades de capital riesgo.

Otra forma con la que pueden intervenir en la economía son los *Family Offices* (Hoyos et al. 2014a), entidades (propias o ajenas) encargadas del asesoramiento fiscal y financiero de grandes patrimonios familiares. Generalmente, suelen realizar grandes inversiones por lo que las *start – ups* no constituyen uno de sus clientes potenciales, pero en los últimos años han comenzado a invertir en este tipo de negocios debido a las crisis inmobiliarias y a la desconfianza en los mercados bursátiles.

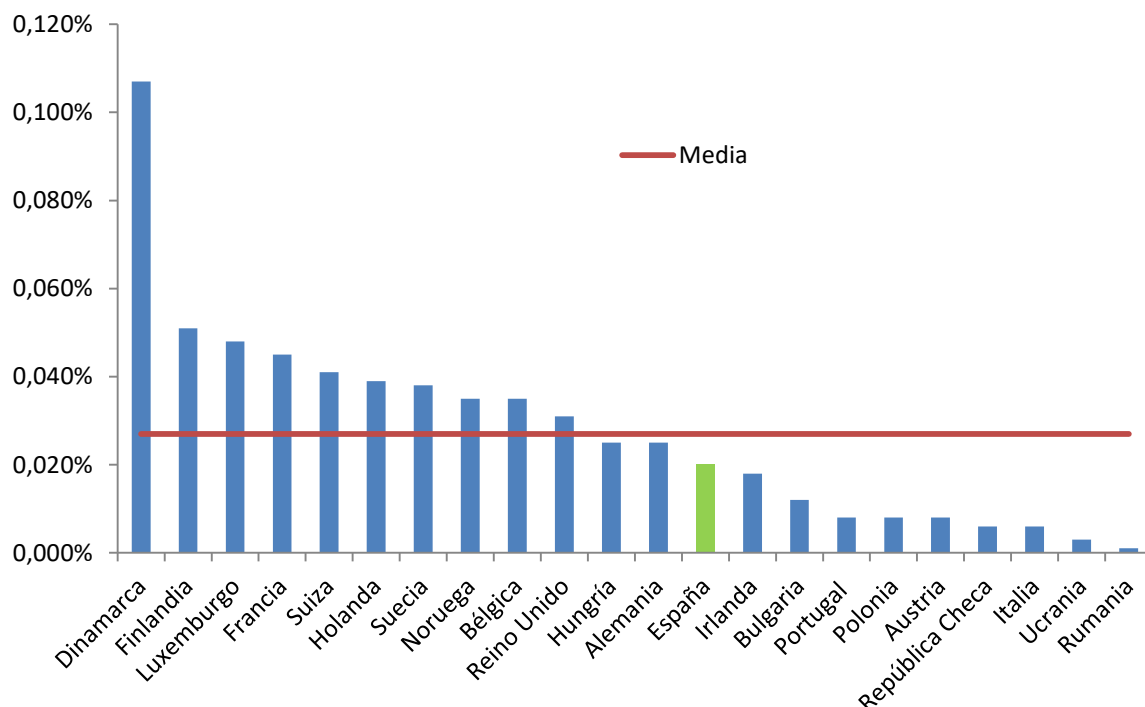
Por último, la confianza es crucial en la relación entre el emprendedor y el socio capital – riesgo y se corresponde con un cierto nivel de confianza y certeza, que a su vez promueve intereses compatibles y el no actuar de manera oportunista. Pero, no es de extrañar que en algún momento surja el dilema del prisionero: cada lado tiende a comportarse de manera oportunista, aun sabiendo que el éxito conjunto implica la consecución de sinergias. En consecuencia, surge un conflicto de intereses y el inversor, además de

endurecer el proceso de supervisión de la empresa, participa activamente en la dirección de la misma con el fin de eliminar el comportamiento oportunista del emprendedor y obligarle a actuar correctamente (Petreski, 2006).

El conflicto de intereses también puede presentarse de otra forma, conocido como “*el tratamiento del fundador de la empresa*”, se trata de uno de los problemas más controvertidos del capital riesgo (Petreski, 2006). Hay quienes consideran que los inversores quitan a los fundadores los puestos de alta dirección (CEO’s), y otros que consideran que el inversor contribuye a la profesionalización de la empresa. La literatura concluye que el reemplazo del CEO tiene lugar después de una experiencia de crisis en la empresa y cuando el control reforzado es esencial (Lerner, 1995).

A pesar de que el capital riesgo esté relacionado con un control reforzado, un conflicto de intereses y el reemplazo del fundador en los puestos de alta dirección, es crucial para impulsar las innovaciones y mejorar las oportunidades de crecimiento de las pequeñas y medianas empresas.

Gráfico 10: Inversión en *Venture Capital* en 2016 en porcentaje del PIB



Fuente: 2016 European Private Equity Activity.

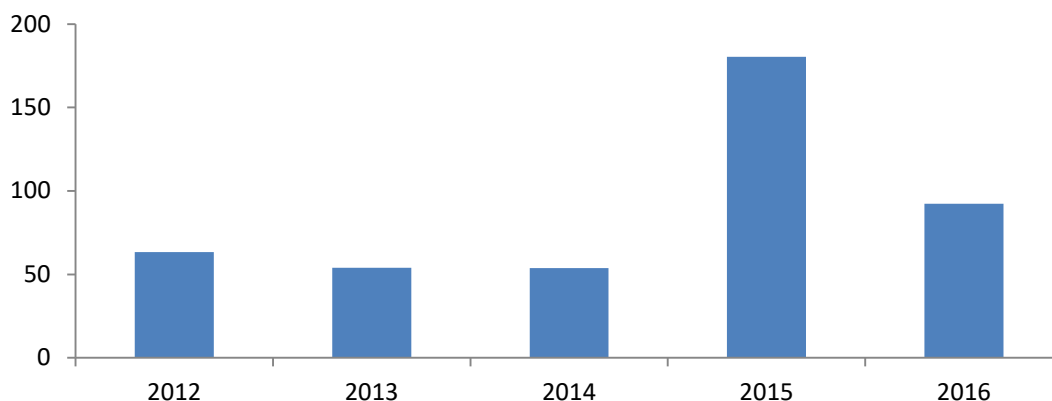
Del informe de EVCA se deduce que España se encuentra entre los países con menos inversión en porcentaje del PIB en *Venture Capital*. A pesar de ello, actualmente, es uno de los países con mayor atractivo en la industria de *Venture Capital* europea ya que el número de fondos internacionales que deciden apostar por las *start – ups* españolas sigue creciendo cada año, concretamente, en 2016 los fondos internacionales fueron responsables del 72% de la inversión anual en capital riesgo.

Además, a partir del año 2017 se espera que la futura salida de Reino Unido conlleve un aumento de las inversiones debido a que los empresarios decidan relocalizar sus negocios en otros estados miembros de la Unión Europea. Las primeras estimaciones del año 2017 publicadas por la Asociación de Capital, Crecimiento e Inversión ponen de manifiesto que los fondos internacionales aportaron el 75% del volumen total invertido, lo que implica que siguen mostrando un importante interés por nuestro país.

El informe realizado por ASCRI en 2016 establece que, pese a que el sector de capital riesgo terminara el 2015 con un panorama ensombrecido ha entrado de lleno en una nueva fase de crecimiento. El año 2016 ha estado marcado por la madurez del sector, la inversión de capital privado (*Private Equity* y *Venture Capital*) aumentó un 33,6% respecto al año anterior. Para el año 2017 se estima un crecimiento del 35,3% respecto al año anterior.

Sin embargo, la inversión en *Venture Capital* se cifra en 402,8 millones de euros en 2016, lo que supone una caída del 33% respecto al año anterior. Esta inversión está muy repartida entre los operadores internacionales (56%) y nacionales (44%). Además, 381 *start- ups* españolas fueron financiadas por entidades *Venture Capital* nacionales frente a las 27 financiadas por entidades internacionales. Del mismo modo, para 2017 se estima poder haber alcanzado un máximo histórico en la inversión *Venture Capital*, con un volumen de 494 millones, todo ello parece indicar que la financiación vía *Venture Capital* continúa creciendo.

Gráfico 11 : Inversión en *Venture Capital* en *start – ups* en España en millones de euros (2014 – 2016)

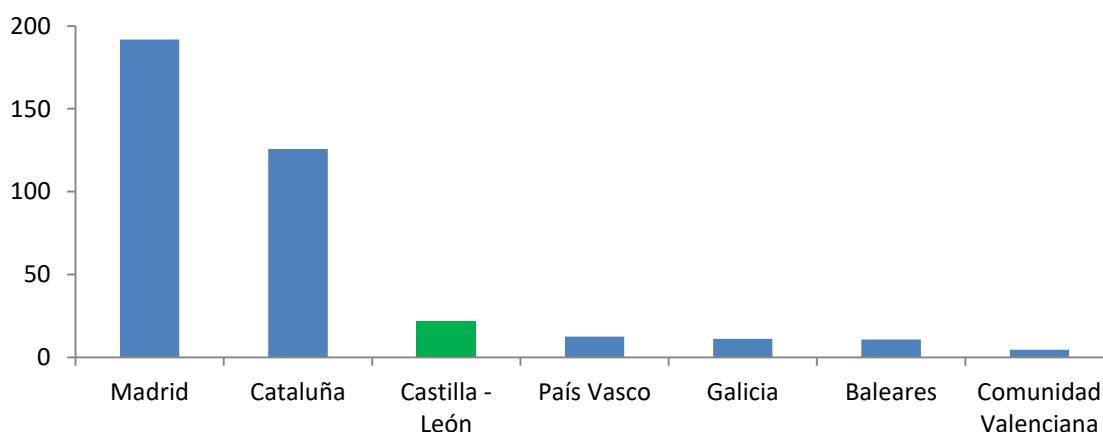


Fuente: Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity (ASCRI 2017)

En el gráfico 11 se observa un acusado descenso en 2016 respecto al año anterior, la inversión se reduce aproximadamente a la mitad, un 48,75%. Este descenso se debe en buena medida al menor número de rondas de gran tamaño dado que no existen tantas empresas que necesiten grandes rondas de financiación.

Pese a que el volumen de inversión experimentó un descenso, el número de empresas en fase *start – up* financiadas alcanzó un máximo histórico en el año 2016, llegando a ser 170 las empresas que acudieron a esta vía de financiación respecto a las 145 del año anterior.

Gráfico 12: Inversión en *Venture Capital* en España (principales Comunidades Autónomas) en millones de euros (2016)



Fuente: Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity (ASCRI 2017)

Madrid y Cataluña encabezan las inversiones en *Venture Capital* en España. Concretamente, Madrid engloba el 47,61% de la inversión realizada en nuestro país, seguida de Cataluña con el 31,23% de la inversión sobre el total. Ambas regiones permanecen como centros de innovación y emprendimiento. No solo destacan por la inversión realizada por fondos *Venture Capital*, sino también por número de *start – ups* que acuden a esta financiación, siendo 102 las *start – ups* financiadas en Cataluña y 64 en Madrid.

En el gráfico 12 podemos observar que Castilla y León, a pesar de encontrarse a bastante distancia de los focos principales (Madrid y Barcelona), concentrando el 5,46% de la inversión total, se posiciona como la comunidad autónoma, fuera de los focos antes mencionados, con mayor inversión del resto de comunidades autónomas.

No obstante, tanto el número de *start – ups* como la inversión en éstas ha experimentado un aumento en nuestra comunidad muy superior al de Madrid y Cataluña. Respecto al 2015, en nuestra comunidad la inversión *Venture Capital* aumentó un 358,33% mientras que en Cataluña descendió y en Madrid aumentó un 51,62%. El número de *start – ups* financiadas aumentó en Castilla y León un 137,5%, mientras que en Madrid descendió un 7,24% y en Cataluña se mantuvo constante.

5.2.4. Préstamos participativos

El préstamo participativo se considera como una financiación de entresuelo, es decir, se encuentra medio camino entre la inyección de capital de un inversor privado y, del préstamo ofrecido por las entidades bancarias. Suele tener unas condiciones de acceso bastante asequibles y su interés está ligado a la marcha de la empresa, lo que lo convierte en una herramienta de financiación útil para empresas en fases iniciales. Dada su naturaleza subordinada, el acreedor asume un riesgo similar al del propietario de la sociedad prestataria, al no poder recuperar su deuda en caso de entrar en concurso de acreedores (Bustos, 2013).

Este tipo de préstamos están regulados en el artículo 20 del Real Decreto – ley 7/1996, de 7 de Junio sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica y en la Disposición Adicional

Segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre, de Medidas Fiscales urgentes sobre la corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de las empresas.

El Real Decreto – Ley 7/1996, de 7 de junio sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica establece que:

- a) *Se pactará un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. No obstante, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.*
- b) *Las partes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos.*
- c) *Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.*
- d) *Los préstamos participativos tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil. En caso de que sea convertido a capital, habrá que proceder a realizar una ampliación de capital por compensación de créditos.*

Los intereses devengados del préstamo, tanto fijos como variables, se considerarán partida deducible en la base imponible del Impuesto de Sociedades del prestatario.

En la Disposición Adicional Segunda de la Ley 10/1996 se establece que: “*Los préstamos participativos se considerarán patrimonio contable a los efectos de reducción del capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil*”.

Este tipo de préstamos presentan una serie de diferencias con respecto a los préstamos convencionales: la principal reside en la determinación del tipo de interés que queda unida al menos, en parte a la evolución de los resultados de la empresa prestataria. Sin embargo, la mayoría de entidades que lo conceden vinculan el interés participativo a la rentabilidad financiera antes de impuestos (Bustos, 2013). En la práctica la parte fija del préstamo se fija en función del Euribor más un diferencial inferior al de mercado, mientras que la parte variable se fija en función del beneficio (Bustos et al. 2010).

En segundo lugar, no se exigen garantías adicionales a las propias del proyecto y la solvencia de la administración. Además, este tipo de préstamos contemplan un periodo de carencia superior a los tradicionales al contar con un mayor plazo de amortización, entre 5 y 10 años. Por último, los préstamos participativos no se conceden a entidades que realicen su actividad en el sector inmobiliario y financiero a diferencia del préstamo tradicional que no excluye a ningún sector de actividad.

Junto a lo mencionado anteriormente, existen una serie de ventajas fiscales al optar por esta alternativa ya que la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, establece que desde el 1 de enero de 2015 los intereses devengados como consecuencia de la formalización de préstamos participativos serán deducibles en la liquidación del Impuesto de Sociedades, con los límites de deducibilidad establecidos en el artículo 16 de esta Ley y, siempre que el acreedor no sea una empresa del grupo. Por último, evita la cesión de la propiedad de la empresa, amparando la autonomía en la toma de decisiones.

Su objetivo es promocionar la creación de proyectos empresariales viables y con perspectivas de crecimiento y consolidación, por lo que se otorgan principalmente por entidades públicas. En España, entre las entidades públicas que ofertan este tipo de financiación se encuentran la Empresa Nacional de Innovación (ENISA) y el Instituto de Crédito Oficial (ICO) que serán estudiadas más detalladamente en el apartado siguiente.

En nuestra comunidad encontramos, la Lanzadera financiera de Castilla y León, gestionada por el Instituto de Competitividad Empresarial. Consiste en una herramienta de colaboración entre la Junta de Castilla y León y las principales entidades financieras de la comunidad, que proporciona ayudas tanto a la inversión como a la I+D+I.

5.3. Vías de financiación del sector público

En nuestro país, como en la mayoría de países de nuestro entorno, existen distintas entidades públicas que a través de diferentes vías tanto directas como indirectas proporcionan financiación a las *start – ups*. Su presencia se justifica ya que permiten solucionar los fallos de mercado antes mencionados (*equity gap*) a los que se enfrentan este tipo de empresas.

Hoyos et al. (2014a) explican que estas entidades, además de solucionar los problemas de mercado antes mencionados y reducir las asimetrías de información, permiten disminuir el coste de capital del proyecto y la necesidad de recurrir a la financiación externa. El problema es que este tipo de entidades pueden seleccionar proyectos ineficientes que impliquen una barrera para otras alternativas emprendedoras eficientes no financiadas por el sector público. En este sentido, Colombo et al. (2010) consideran que este tipo de financiación puede provocar un *efecto expulsión* que impida el desarrollo natural de las alternativas de financiación privadas dirigidas a estas empresas.

5.3.1. Ayudas directas

Para acceder a este tipo de ayudas los emprendedores deben presentar sus proyectos a la Administración correspondiente que evaluará los mismos y decidirá sobre su concesión en función de una serie de criterios establecidos en este tipo de ayudas.

Dentro de entidades están: Empresa Nacional de Innovación (ENISA), Instituto de Crédito Oficial (ICO), Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) y Emprendeteur.

- Empresa Nacional de Innovación (ENISA): Empresa dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Política de la Pyme.

Desde su creación en 1982 su misión ha sido promover la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores. La financiación de su actividad se lleva a cabo tanto con recursos propios como con convenios con el Ministerio. Cuenta con diferentes líneas de financiación, pero nos centraremos en aquellas destinadas a *start – ups*: ENISA Jóvenes Emprendedores y ENISA emprendedores. La primera, está destinada a jóvenes emprendedores que quieran crear una empresa. A la segunda podrán acceder emprendedores que pretendan crear una empresa con una ventaja competitiva clara.

En ambos casos, los solicitantes han de ser una Pyme y estar constituida en los 24 meses anteriores a la solicitud. Su vencimiento es a 7 años. El importe varía en función del préstamo de que se trate, para ambos el importe mínimo es de 25.000 euros y el máximo para ENISA Jóvenes Emprendedores es de 75.000 euros, mientras para ENISA emprendedores es de 300.000 euros.

- Instituto de Crédito Oficial (ICO): Desde los años 90 proporciona financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas en condiciones más ventajosas que las ofertadas por el mercado.

El catálogo de ayudas se dividen en dos grandes bloques, Empresas y Emprendedores e Internacionalización. Nos centraremos en el primer apartado, pues es el destinado a las *start – ups*, la financiación se orienta a financiar tanto proyectos de inversión como necesidades de liquidez de autónomos y empresas, tanto nacionales como extranjeras, que lleven a cabo su actividad en España y siempre que el proyecto que se va a financiar se realice en el territorio nacional.

El importe máximo del préstamo es de 12,5 millones de euros, el tipo de interés es fijo o variable, dependiendo de la operación, más el margen establecido por la entidad de crédito según el plazo de amortización.

- Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI): entidad pública, dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad, que promueve la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas

españolas. Ofrece tanto programas de ayuda propios como programas de ayuda financiados por terceros.

Dentro de sus programas de ayudas propios relacionados con el proceso *start – up* encontramos diferentes ayudas como: préstamos bonificados, subvenciones, etc. pero, conviene destacar las ayudas NEOTEC. Se trata de subvenciones que apoyan la creación y consolidación de empresas de base tecnológica. Para acceder a estas ayudas las empresas deben cumplir una serie de requisitos: tener al menos cuatro años de antigüedad pero menos de seis años de existencia, la inversión en I+D de la empresa debe representar como mínimo el 15% de sus costes de funcionamiento totales durante al menos uno de los tres años previos a que se otorgue la ayuda, debe tratarse de empresas independientes, los emprendedores deberán ostentar más del 50% del capital social y deberán asumir con fondos propios al menos el 30% del presupuesto.

Durante el año 2016 se recibieron más de medio millón de solicitudes para estas ayudas dotadas con 10 millones más que el año anterior.

- Emprendeteur: Conjunto de programas dentro del Plan Nacional e Integral de Turismo gestionado por el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital. Entre sus programas de ayuda destacamos el Programa Emprendetur I+D+i, facilita el desarrollo de modelos de negocio innovadores que consigan mejorar la rentabilidad y competitividad del sector turístico.

Se subdivide en dos programas: Emprendeteur I+D y proyectos vinculados con el desarrollo de productos innovadores, dotados con 10 y 35 millones de euros, respectivamente. Los préstamos tienen como plazo de amortización cinco años y, un tipo de interés fijo del 0,698%.

Tabla 6: Número de ayudas concedidas por las iniciativas públicas (2015 – 2016)

Iniciativa	2015	2016
ENISA (Línea Jóvenes Emprendedores)	206	187
ICO (Empresas y Emprendedores)	121.853	59.732
NEOTEC (CDTI)	62	101
<i>Emprendeteur</i>	70	56

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ICO, ENISA, NEOTEC Y Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital.

En la tabla 6 observamos que la mayoría de las empresas recurren a los préstamos proporcionados por el Instituto de Crédito Oficial, esto puede deberse a que los préstamos son concedidos por veintiocho entidades de crédito, mientras que el resto de ayudas estudiadas únicamente son concedidas por una entidad, como es el caso de ENISA o del CDTI, o por un Ministerio como es el caso del programa *Emprendeteur*. No obstante, a pesar de ser el que más ayudas ha concedido cabe mencionar el descenso acusado respecto al año 2015, mientras las iniciativas proporcionadas por el CDTI han incrementado las ayudas concedidas.

5.3.2. Ayudas indirectas

En este tipo de ayudas no existe competencia y se conceden a las empresas siempre y cuando cumplan con una serie de requisitos establecidos en una determinada convocatoria. Nos referimos a los incentivos fiscales para llevar a cabo la actividad emprendedora.

Dentro de las ayudas indirectas, cabe mencionar la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Surge de la necesidad de reformar el marco legal al que estaban sometidos los emprendedores, debido a la rigidez que existía para la creación de nuevas empresas y fomentar el emprendimiento. La crisis financiera que atravesó nuestro país agravó la situación de los emprendedores experimentando un descenso de más del 30% el número de jóvenes empresarios en el periodo 2007 a 2012.

Esta Ley nace con el objeto de corregir esta situación a través de determinadas medidas de impulso al tejido empresarial en general y, a los emprendedores en particular, facilitando tanto la creación de empresas, como aligerando las cargas fiscales y administrativas a las que se enfrentan los emprendedores. Por otro lado, también busca fomentar la iniciativa emprendedora entre los más jóvenes.

Pretende apoyar la actividad emprendedora a través de una educación en emprendimiento tanto en las enseñanzas obligatorias como universitarias. Junto a ello, la Ley introduce dos nuevas formas jurídicas: el Emprendedor de Responsabilidad Limitada y la Sociedad Limitada de Formación Sucesiva. Asimismo, se introducen unos regímenes especiales en materia de Seguridad Social y fiscales con el fin de suavizar las cargas.

Tabla 7: Principales medidas de apoyo a los emprendedores de la Ley 14/2013

Apoyo a la iniciativa emprendedora	Mediante una educación en emprendimiento.
Acuerdo extrajudicial de pagos	Modifica la Ley Concursal para establecer una vía para renegociar la deuda con más ventajas que el concurso de acreedores.
Apoyos fiscales	Régimen especial de criterio de caja en el IVA. Reducción en tipo impositivo del Impuesto de Sociedades por inversión de beneficios Incentivos fiscales a las actividades de I+D+i. Reducciones a la Seguridad Social aplicables a los trabajadores por cuenta propia que se den de alta por primera vez en el RETA ⁸ .
Simplificación de las cargas administrativas	Puntos de Atención al Emprendedor, facilitan la creación de nuevas empresas. Reducción de las cargas estadísticas. Simplificación de las obligaciones contables
Impulso al proyecto emprendedor	Nuevas formas judiciales: El Emprendedor de Responsabilidad Limitada y la Sociedad de Formación Sucesiva. Bonificaciones en materia de seguridad social.
Impulso de la contratación pública con emprendedores	Mediante uniones de empresarios, garantías para la contratación pública, reducción del plazo para la devolución o cancelación de garantías para las PYME y reducción del plazo de demora en el pago para que el contratista pueda optar a la resolución contractual.

Fuente: Adaptación de Hoyos et al. (2014a) y Ley 14/2013 de Apoyo a los Emprendedores y su internacionalización.

⁸ RETA es el Régimen Especial de la Seguridad Social de los Trabajadores por Cuenta Propia.

Actualmente, se cumple el quinto aniversario de la aprobación de esta Ley que, pese a tener como objetivo inicial impulsar la actividad emprendedora, distintos colectivos de expertos (Confederación Española de Jóvenes Emprendedores, *Spain Startup* y EFE Club del Emprendimiento) consideran necesario avanzar en ciertos aspectos de carácter fiscal, burocráticos y de financiación.

Estos expertos consideran la cuota reducida, la tarifa plana de autónomos, junto con el criterio de IVA de caja y la responsabilidad limitada, como las medidas que más han ayudado a la consecución del objetivo inicial marcado por la ley. Pero, lo cierto es que la ley se ha quedado algo superficial y no ha entrado en la naturaleza de los emprendedores (Miranda, 2018).

5.4. Rondas de financiación

Consiste en que la empresa, a través de la entrada de nuevos socios en el capital social, consigue financiación y no solo eso, sino que también los inversores aportarán su experiencia y tendrán como objetivo que la *start – up* crezca para poder recuperar lo invertido (Cruz, 2017). Es recomendable acudir a este tipo de financiación cuando se necesita capital para constituir la *start – up*, se quiere sacar un nuevo producto o servicio al mercado, la empresa se encuentre en fase de expansión o bien, esté atravesando una mala etapa.

Este tipo de financiación ha adquirido importancia porque no solo proporciona financiación, sino que permite poner en contacto a la empresa con numerosos *Business Angels*.

Estas rondas se agrupan en diferentes tipos (Schenke, 2015):

- Serie A: Es la primera vez que la *start – up* ofrece la entrada en su capital a inversores externos, la empresa genera ingresos pero no tiene aún beneficios. La inversión es inferior a 5 millones de euros.
- Serie B: Se acude cuando la *start – up* es rentable y se entra en la fase de expansión, en este caso, la inversión es de entre 5 y 20 millones de euros.

La siguiente ronda de financiación pasaría a denominarse serie C y así sucesivamente.

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A lo largo de este trabajo se ha definido el concepto de *start – up*, explicado sus características y detallado las dificultades que presentan estos negocios innovadores para acceder a la financiación convencional. Dichos problemas son: el *equity gap* derivado de problemas de oferta y demanda, las asimetrías de información existentes y la inversión en activos intangibles y la dificultad añadida para valorar estos negocios.

Hemos podido observar la importancia que tienen las aportaciones de las 3 F's en el momento en que se constituye la *start – up*, al ser prácticamente la única vía de financiación de la que disponen y hacer posible que los negocios pasen a la fase *start – up*. Además, su presencia puede facilitar el acceso a fuentes de financiación más profesionales.

La financiación vía *Business Angels*, es la principal alternativa a la que recurren las *start – ups*. Pese a que nuestro país en términos absolutos ocupa el segundo lugar, al relativizar los datos en función del PIB se observa que la inversión de *Business Angels* es mínima, siendo inferior a la media de los países considerados. Además, este tipo de inversiones a título individual son cada vez menos frecuentes, puesto que se tiende a una coinversión con otros *Business Angels* o bien, con plataformas públicas.

El *Crowdfunding*, continúa aumentando su importancia en nuestro país. De entre las diferentes modalidades de *Crowdfunding* existentes, el que representa una mayor recaudación sobre el total es el *crowdlending*.

De la comparación de España con otros países europeos se deduce algo similar a lo observado para la alternativa anterior; a pesar de tener una alta inversión en bruto, al relativizar los datos en función del crecimiento de la economía España se convierte en uno de los 10 países con menor inversión.

La financiación vía *Venture Capital* es la segunda alternativa a la que recurren las *start – ups* cuando necesitan financiación. España es uno de los países con menor inversión *Venture Capital* en porcentaje del PIB, concretamente, se encuentra en el puesto 13 de los 24 países analizados por la Asociación Española de Capital Riesgo, con menor inversión que el total europeo. Pese a ello, nuestro país es uno de los que presentan mayor atractivo

para la inversión *Venture Capital* y se espera que la salida de Reino Unido de la Unión Europea traiga consigo un aumento de este tipo de inversión en nuestro país. A pesar del acusado descenso en 2016 respecto al año anterior, la Asociación Española de Capital Riesgo considera que se ha asistido a una madurez del sector y, se ha previsto para el año 2017 un nuevo crecimiento.

En este aspecto, nuestra comunidad aún se encuentra muy por debajo de las cifras alcanzadas de inversión *Venture Capital* en Madrid o Barcelona, pese a ello el número de *start – ups* financiadas, así como el volumen de la inversión ha aumentado más en nuestra comunidad que en los focos principales de la geografía española.

Por último, a pesar de las desventajas del capital riesgo al estar asociado a un conflicto de intereses, el hecho de que sea un factor crucial para mejorar las oportunidades de crecimiento de las empresas en fase *start – up* es suficiente para potenciar esta alternativa de financiación. Además, el conflicto antes mencionado podría solucionarse con un comportamiento altruista, donde los intereses de ambos (fundador e inversor) vayan en la misma dirección, con el fin de conseguir el máximo beneficio para la empresa y para ellos mismos (Petreski, 2006).

La financiación vía préstamo participativo, representaba en 2016 el 11% del total de la inversión en *start – ups*. Constituye una alternativa interesante, al fijarse los intereses del préstamo en función de la evolución del proyecto. En nuestro país este tipo de financiación es ofrecida por entidades públicas, como son ENISA y el ICO.

Por último, dentro de las vías de financiación del sector público, en cuanto a las ayudas indirectas destaca la Ley de Apoyo a los Emprendedores y a su Internacionalización, nacida con el fin de impulsar la actividad empresarial en general, y en particular la actividad emprendedora. Pero, asociaciones como EFE Club del Emprendimiento, la Confederación de Jóvenes Emprendedores y *Spain Startup* consideran que vital profundizar en ciertos aspectos de carácter fiscal, la financiación y reducir la burocracia administrativa.

Pese a que todas las alternativas de financiación mencionadas están adquiriendo una mayor importancia en nuestro país y a que el ecosistema emprendedor está experimentando un aumento, al compararnos con el resto de países europeos aún estamos muy por detrás en muchos aspectos. Las recomendaciones planteadas para cada alternativa tras el estudio realizado son:

En el caso de los Business Angels parece conveniente aumentar las ayudas públicas destinadas a fomentar la inversión, sobre todo los fondos de coinversión ya que los datos ponen de manifiesto que son la manera más común de inversión de este tipo de inversores. Un reto a tener en cuenta es fomentar una mayor transparencia para conseguir que el mercado visible sea mayor y se reduzca la opacidad de este mercado. Con ello, el mercado alcanzará su potencial máximo de inversión, el cual antes no era posible debido al déficit de conocimiento en los emprendedores y el déficit de información que sufren los inversores (Hoyos et al. 2014a).

Referente al Crowdfunding, las medidas tomadas por parte las instituciones de los países para tratar de regular su actividad, no están facilitando el acceso a la financiación como se pensaba, por lo que desde las administraciones de los países debería revisarse la normativa establecida al respecto y facilitar el acceso a esta alternativa de financiación que está ganando cada vez más importancia.

En cuanto al Venture Capital, dado que nuestro país se alza como uno de los más atractivos para efectuar esta inversión, se debe continuar consolidando las iniciativas que lo han hecho posible como las aceleradoras e incubadoras que permiten estimular la actividad *start – up*. Como se ha visto, nuestra comunidad ha experimentado un crecimiento, tanto del volumen de la inversión, como de las *start – ups* financiadas se debe mantener esa tendencia para conseguir mejorar el ecosistema emprendedor.

En cuanto al préstamo participativo y las ayudas públicas, se ha observado que algunas de las ayudas públicas concedidas por las entidades estudiadas han disminuido con respecto al año anterior, a excepción de las subvenciones NEOTEC, las cuales además de aumentar el número de ayudas

concedidas fueron dotadas de una mayor cantidad de dinero. Lo idóneo en este caso, sería estudiar cuáles son las ayudas proporcionadas que realmente funcionan y aumentar tanto el número de ayudas concedidas como el importe de los préstamos concedidos en esas ayudas.

Por último, respecto a la Ley de Apoyo a los Emprendedores y su internacionalización, en primer lugar debería reducirse la burocracia administrativa con la que se encuentran los emprendedores, que supone una carga cuando no una barrera para la puesta en marcha de proyectos. Otro aspecto importante a tener en cuenta es, establecer medidas que fomenten la contratación y, reducir la fiscalidad sobre todo en las primeras fases ya que es cuando es más complicado conseguir clientes y alcanzar un equilibrio.

Desde las administraciones se deberían llevar a cabo estas medidas comentadas, ya que el emprendimiento es el motor del crecimiento económico, por lo que facilitararlo y crear un mejor ecosistema implica beneficios para toda la sociedad en su conjunto.

7. BIBLIOGRAFIA

Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión. Disponible en: <http://www.ascricri.org/> [Consulta 15/03/2018]

Asociación Española Business Angels (2017): "Informe *Business Angels* AEBAN 2017". Disponible en: <http://www.aeban.es/sites/aeban.es/files/Informe%20AEBAN%202017.PDF> [Consulta 02/04/2018]

Barthel D. y Alférez A. (2017): Informe de actividad Venture Capital y Private Equity. Disponible en: <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2017/05/Informe-ASCRI-2017-1.pdf> [Consulta 15/03/2018]

Blank S. y Dorf B. (2012): *The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company*. Editorial K&S Ranch, Inc., California.

Business in fact (2016): "Ronda de financiación ¿Qué es y para qué sirve?" Disponible en: <https://www.businessinfact.com/bloggers/ronda-financiacion-sirve-201603242482.html> [Consulta 01/04/2018]

Bustamante F. (2018): Las asociaciones creen que la ley de emprendedores "se queda corta". EFE: *emprende*, 2018. Disponible en: <https://www.efeemprende.com/noticia/asociaciones-ley-emprendedores-quinto-aniversario/> [Consulta 10/05/2018]

Bustos E. (2013): *La financiación de la PYME: préstamo participativo vs. Capital riesgo*. Madrid. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) <https://www.cdti.es/index.asp?MP=100&MS=802&MN=1> [Consulta 01/04/2018].

Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (2017): Resolución definitiva de la convocatoria subvenciones NEOTEC 2016. Disponible en: <https://sede.cdti.gob.es/AreaPublica/home.aspx> [Consulta 01/04/2018].

Datos sobre *Crowdfunding* en España. Disponible en: <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/> [Consulta 01/04/2018]

EBAN Statistics Compendium. Disponible en: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/11/Statistics-Compendium-2016-Final-Version.pdf>

[Consulta 11/03/2018]

Ecosistema start – up en Castilla y León. Disponible en: <https://startupxplore.com/en/infographic/region/es-cl/castilla-y-leon> [Consulta

13/03/2018]

ENISA (2015): Informe Anual 2015 ENISA. Disponible en: <https://www.ico.es/documents/19/883254/INFORME+ANUAL+2015.pdf/c3d19b00-0a2d-44df-9969-f4f8fb92b180> [Consulta 02/04/2018]

[Consulta 02/04/2018]

ENISA (2016): Informe Anual 2016 ENISA. Disponible en: http://www.enisa.es/documentos_web/documentos/Informe%20Anual%20Enisa%202016.pdf [Consulta 01/04/2018]

[Consulta 01/04/2018]

Esteve, V. (2015): “¿Qué es una start – up?”. Disponible en: <http://vicentesteve.com/que-es-una-startup-i/> Consulta 09/04/2018]

Expósito Cruz, I. (2017): “Ronda de financiación: qué es y para qué sirve”. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/ronda-financiacion-sirve/> [Consulta

01/04/2018]

Fernández Garcia, C. (2007). Aspectos financieros de la creación de empresas. Revista de Contabilidad y Dirección. Volumen 5. pp 77 – 93. Disponible en:

http://www.accid.org/revista/documents/RCD5_castellano_73.pdf [Consulta

02/04/2018]

Fondos MINECO Castilla y León. Disponible en: https://www.tramitacastillayleon.jcyl.es/web/jcyl/AdministracionElectronica/es/Planta100Detalle/1251181054765/_/1284483027757/Propuesta [Consulta

01/04/2018]

Fondo Isabel La Católica. Disponible en: <http://www.axispart.com/web/axis/fondo-isabel-la-catolica> [Consulta 28/03/2018]

GEM (2017): “Global Report”. Disponible en: <http://www.gemconsortium.org/report/50012> [Consulta 02/04/2018]

GEM Castilla y León (2013): “Informe ejecutivo”. Disponible en: http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%202013/gem_2013_informe_castilla_y_leon.pdf [Consulta 06/02/2018].

GEM Castilla y León (2014): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informe-GEM-2014-CyL.pdf> [Consulta 06/02/2018].

GEM Castilla y León (2015): “Informe ejecutivo”. Disponible en: http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/inform/e_gem_cyl_2015.pdf [Consulta 06/02/2018].

GEM España (2002): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2002.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2003): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2003.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2004): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2004.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2005): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2005.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2006): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2006.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2007): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2007.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2008): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2008.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2009): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%20antiguos/GEM2009.pdf>

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2010): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2018/04/GEM2010.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2011): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2018/04/GEM2011.pdf> [Consulta 18/01/2018]

GEM España (2012): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%202012/GEM2012.pdf>

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2013): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%202013/GEM2013.pdf>

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2014): “Informe ejecutivo”. Disponible en: http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/04/GEM_es_2014.pdf [Consulta 18/01/2018]

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2015): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informe-GEM-2015-esafp.pdf> [Consulta 18/01/2018]

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2016): “Informe ejecutivo”. Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/InformeGEM2016-1.pdf> [Consulta 18/01/2018]

[Consulta 18/01/2018]

GEM España (2017 – 2018). Disponible en: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2018/04/Informe-GEM-2017-18.pdf> [Consulta 12/04/2018]

Hoyos Iruarrizaga J. y Blanco Mendialdua A. (2014a): Financiación del proceso emprendedor. Editorial Pirámide, Madrid.

Hoyos Iruarrizaga J. y Sainz Santos M. (2010): Financiación del proceso emprendedor: particularidades en las nuevas iniciativas de base emprendedora. Global Financial & Business Networks and Information

Management Systems. Disponible en:
<http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/51666/1/375-386.pdf>

Hoyos Iruarrizaga J. y Sainz Santos M. (2014b): *Business Angels: Los mecenas del ecosistema emprendedor*. Editorial ESIC, Madrid.

Informe Anual Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial (2016). Disponible en:
https://www.cdti.es/recursos/publicaciones/archivos/41041_162162201891844.pdf [Consulta 01/04/2018].

Informe anual de *Crowdfunding* en España (2016). Disponible en:
<https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/> [Consulta 01/04/2018]

Institut Català de Fincances. Capital Riesgo. Disponible en:
<http://www.icf.cat/es/productes-financers/index.html?BotoOp=capital> [Consulta 28/03/2018]

Instituto de Crédito Oficial. Disponibles en: <https://www.ico.es/web/ico/lineas-ico> [Consulta 01/04/2018]

Instituto de Crédito Oficial (2015): Informe anual 2015. Disponible en:
<https://www.ico.es/documents/19/883254/INFORME+ANUAL+2015.pdf/c3d19b00-0a2d-44df-9969-f4f8fb92b180> [Consulta 07/05/2018]

Instituto de Crédito Oficial (2016): Informe anual 2016. Disponible en:
<https://www.ico.es/documents/19/1222866/INFORME+ANUAL+ICO+2016+DEF.PDF/91784907-ef32-41ad-9252-9a20898da591> [Consulta 07/05/2018]

Lanzadera financiera de Castilla y León. Disponible en:
https://empresas.jcyl.es/web/jcyl/Empresas/es/Plantilla100/1284715318822/_/_ [Consulta 09/04/2018]

Martín S. (16 Enero, 2018). Récord absoluto de inversión del Capital Privado en España. Disponible en: <https://www.ascrí.org/wp-content/uploads/2018/01/Nota-de-prensa-estimacion-ano-2017-1.pdf> [Consulta 06/05/2018]

Martínez García P. y García Ortega J. (2010): *Business Angels: Capital inteligente para empresas innovadoras*. Editorial Netbiblio, La Coruña.

Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017): “Starting up in Spain”. Disponible en:

http://www.investinspain.org/invest/wcm/idc/groups/p_invest/@int/@invest/documents/documento_anexo/mde3/nzy4/~edisp/dax2017768200.pdf [Consulta 02/02/2018]

Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital. Programa *Emprendetur* Jóvenes Emprendedores y Programa *Emprendetur* I+D+i. Disponible en:

<http://www.minetad.gob.es/PortalAyudas/EmprendeturIDi/Descripcion/Paginas/Descripcion.aspx> [Consulta 01/04/2018]

Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (2015): Resolución primera convocatoria 2015. Disponible en:

<http://www.minetad.gob.es/PortalAyudas/EmprendeturIDi/Concesion/2015/Documents/ConcedidosResolucionIDi.pdf> [Consulta 07/05/2018]

Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (2015): Resolución segunda convocatoria 2015. Disponible en:

http://www.minetad.gob.es/PortalAyudas/EmprendeturIDi/Concesion/2015/Documents/ListaProyectosAyudaConcedida_IDi_2_2015.pdf [Consulta 07/05/2018]

Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (2016): Resolución convocatoria 2016. Disponible en:

http://www.minetad.gob.es/PortalAyudas/EmprendeturIDi/Concesion/2016/Documents/Resolucion_definitiva_concesion.pdf [Consulta 07/05/2018]

OCDE (2011): Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors, OECD Publishing. Disponible en:

<http://lincscot.info/wp-content/uploads/2016/12/oecd-angel-financing-publication.pdf>

Petreski M. (2006). The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses. Journal of Entrepreneurship and Finance, Forthcoming. Disponible en:

<https://ssrn.com/abstract=906876>

Raja Guzmán I. (2014): “El 'crowdfunding': una alternativa de financiación en tiempos de crisis” AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Nº 106 (2014) págs. 17-20.

Rodríguez Halcón J. (2015): “Instrumentos y Mecanismos de Financiación para Startups” Facultad Turismo y Finanzas.

Schenk M. (2015): “¿Qué significa Series-A y Series-B en la financiación de Startups?”. Disponible en: <http://www.startups-espanolas.es/2015/08/31/que-significa-series-a-y-series-b-en-la-financiacion-de-startups/> [Consulta 01/04/2018]

Txerpa (2017): “Las 10 características comunes de las startups españolas de más éxito” Disponible en: <https://www.txerpa.com/blog/2014/02/06/las-10-caracteristicas-comunes-de-las-startups-espanolas-de-mas-exito> [Consulta 02/20/2018]

Trenchs Sainz de la Maza C. (2016): “Inversión en *start – ups* en España. La visión del Venture Capital”. Disponible en: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2017/06/Estudio-inversion-Start-ups-2016-Ascri-CaixaBank.pdf> [Consulta 01/04/2018]

Venture Capital Private Equity infrastructure long term investors (2016): European private equity activity. Disponible en: <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf> [Consulta 22/03/2018]

Verona Martel C. et al (2017): *Business Angels*: una alternativa de financiación para emprendedores. Editorial Delta, Madrid.

Zhang B. et al (2015): “The Second Annual European Alternative Finance Industry Study Sustaining Momentum”. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/sustaining-momentum/#.WsCW4ohubIU> [Consulta 01/04/2018]