

Los patrones de financiaciones de las pymes europeas y el papel de la financiación alternativa

The financing patterns of European SMEs and the role of alternative financing

Francisco ISIDRO NÚÑEZ

Doctorado en Unión Europea - UNED
(alumno investigador)
fisidro3@alumno.uned.es

Recepción: Abril 2024
Aceptación: Junio 2024

RESUMEN

Este artículo de investigación parte de la evidencia de la significativa contribución cuantitativa y cualitativa que las pymes europeas aportan en términos de número de empresas, valor agregado y empleo a la Unión Europea a pesar de los episodios marcados por el shock crediticio de 2008 y la crisis de deuda soberana de 2010.

En su análisis, el artículo se centra en tres aspectos interrelacionados entre sí y en el contexto de las pymes europeas: (i) los patrones de financiación prevalentes e identificados en la literatura académica; (ii) el persistente "finance gap" o brecha financiera que enfrentan, señalando las razones subyacentes de su dificultad para acceder a la financiación tradicional, principalmente bancaria y de mercados de capitales; y (iii) las oportunidades ofrecidas por la financiación alternativa, como crowdfunding y crowdlending, para transformar dichos patrones y cerrar esa brecha financiera.

Su objetivo principal es ofrecer una perspectiva holística, tanto para investigadores como para actores empresariales y políticos en la UE, a través de la comprensión y el conocimiento de cómo las pymes europeas pueden superar los desafíos financieros tradicionales, adoptando enfoques alternativos, esperando que estas contribuciones fomenten un entorno para nuevas investigaciones académicas y más propicio para el crecimiento de las pymes en Europa.

Palabras clave: Finance Gap, Financiación Alternativa, Patrones Financiación, Pymes, Unión Europea.

Clasificación JEL: D78, E51, F36, G32, K23.

ABSTRACT

This research article starts from the evidence of the significant quantitative and qualitative contribution that European SMEs make in terms of number of firms, value added and employment in the European Union despite the episodes marked by the credit shock of 2008 and the sovereign debt crisis of 2010.

In its analysis, the article focuses on three interrelated aspects in the context of European SMEs: (i) the prevailing financing patterns, highlighting those identified in the academic literature; (ii) the persistent "finance gap" they face, pointing out the underlying reasons for their difficulty in accessing traditional financing, mainly from banks and capital markets; and (iii) the opportunities offered by alternative financing, such as crowdfunding and crowdlending, to transform these patterns and close the finance gap.

18

Its main objective is to provide a holistic perspective, both for researchers and for business and policy actors in the EU, through the understanding and knowledge of how European SMEs can overcome traditional financial challenges by adopting alternative approaches, hoping that these contributions will foster an environment for further academic research and more conducive to the growth of SMEs in Europe.

Keywords: Alternative Financing, Alternative Finance, Finance Gap Financing Patterns, SMEs, European Union.

JEL Classification: D78, E51, F36, G32, K23.



1. INTRODUCCIÓN

Los importantes reveses macroeconómicos sufridos por la Unión Europea (en adelante U.E) en el último quindenio, iniciados con el shock crediticio de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana de 2010, apenas han modificado la contribución cuantitativa y cualitativa que el ecosistema de las pymes aporta, en términos de número de empresas, valor agregado y empleo, al conjunto de la economía de la U.E que en 2020, calculado sobre el conjunto del sector no financiero puede apreciarse en la figura 1

Figura 1: Aportación de las pymes en términos de número de empresas, empleados y valor agregado a la U.E (2020)

Class size	Number of enterprises		Number of persons employed		Value added	
	Number	Share	Number	Share	Billion €	Share
Micro	22 744 173	93,5%	38 790 351	29,4%	1419,4	18,6%
Small	1 332 200	5,5%	25 602 334	19,4%	1259,8	16,5%
Medium-sized	204 786	0,8%	20 493 722	15,5%	1266,5	16,6%
SMEs	24 281 159	99,8%	84 886 407	64,4%	3945,8	51,8%
Large	43 112	0,2%	46 918 978	35,6%	3673,8	48,2%
Total	24 324 271	100,0%	131 805 385	100,0%	7619,6	100,0%

19

Fuente: Annual Report on European SMEs 2022/2023, pág. 3 (Informe anual sobre pymes europeas 2022/2023, pág. 3)

En el contexto de estos importantes contribuidores a la riqueza y desarrollo de la U.E; este artículo de investigación, que continua la línea abierta del primero publicado en 2022¹, analiza tres temas críticos e interrelacionados entre sí, en el seno de las pymes europeas, como son (i) los diferentes patrones de financiación identificados en sus estructuras financieras, (ii) el tradicional déficit de financiación (finance gap traducido comúnmente como brecha financiera) que han sufrido y siguen enfrentando y (iii) las oportunidades que, potencialmente, les ofrece la financiación alternativa para cubrir ese déficit y transformar esos patrones.

En primer lugar, se expondrán los patrones de financiación predominantes en las pymes europeas, evidenciados en la literatura académica y estudios específicos desarrollados en el seno del EIF (European Investment Fund); destacando las fuentes de financiamiento más comunes y las tendencias más significativas que se perciben en atención a las características básicas de las pymes de la base muestral.

A continuación, se analizará el denominado "finance gap" que, de manera habitual, enfrentan estas empresas, identificando las razones subyacentes de su dificultad para

acceder a la denominada financiación tradicional, identificada fundamentalmente en la financiación bancaria y de los mercados de capitales.

Finalmente, se abordará el papel de la financiación alternativa como una vía potencial para transformar los mencionados patrones de financiación de las pymes europeas, exponiendo las formas de financiación más relevantes y que están ganando tracción en la U.E, como son el crowdfunding y el crowdlending, planteando la posible contribución de estas opciones de financiación alternativa para cerrar el "finance gap" y brindarles acceso a los fondos necesarios para su crecimiento y desarrollo.

En resumen, este artículo tiene como objetivo primordial contribuir al entendimiento de cómo las pymes europeas pueden encontrar una salida para superar los desafíos de financiación que tradicionalmente enfrentan, transformando sus patrones de financiación a través de la adopción de enfoques alternativos.

Se espera que las contribuciones de este artículo proporcionen perspectivas valiosas tanto para académicos como para actores clave en el ámbito empresarial y político, en el seno de la U.E, con el fin de promover un entorno más favorable para el crecimiento de las pymes en Europa.

2. PATRONES DE FINANCIACION DE LAS PYMES EUROPEAS

Además del papel en la ejecución de los diferentes programas de financiación a las pymes analizados por Núñez, F. I. (2022) “La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020” Revista Universitaria Europea Nº, 36, 17-52, el Grupo del Banco Europeo de Inversiones, formado por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), conocido como grupo BEI, apoya actividades de enseñanza superior e investigación a través de subvenciones o patrocinios.

Bajo el marco de uno de esos programas de patrocinio, denominado STAREBEI², se desarrolló un proyecto en la Universidad de Treveris (Alemania) que tenía un doble objetivo de identificación e investigación sobre las estructuras de financiación de las pymes europeas.

Por un lado se trataba de identificar sus pautas de financiación, los cambios en sus patrones y sus impulsores a lo largo del tiempo y, al propio tiempo, crear una taxonomía detallada de dichos patrones de financiación.

Por otro, investigar la influencia de las características propias de la empresa, como el producto, la industria y el país en los patrones de financiación así como investigar con más detalle instrumentos de financiación específicos presentes en los mismos.



Y fruto de este proyecto, en el año 2017 se publica el documento de investigación realizado por Masiak, C., Moritz, A., & Lang, F con el título “*Financing Patterns of European SMEs Revisited: An Updated Empirical Taxonomy and Determinants of SME Financing Clusters*” registrado con el número 2017/40 en la serie de working papers de EIF Research & Market Analysis. (Masiak, C, et al. 2017).

La principal contribución que esta investigación aporta a la literatura sobre financiación de las pymes en Europa es la confirmación de que su financiación, es decir, los diferentes instrumentos que utilizan para fondear sus estructuras económicas, no es homogénea.

Partiendo del enfoque de investigación realizado por Moritz, A., Block, J. H., & Heinz, A. (2016). *Financing patterns of European SMEs : an empirical taxonomy. Venture Capital*, 18(2), 115-148 (Moritz, A et al. 2016) basado en datos de SAFE³ del 2013 y, actualizando el periodo de investigación sobre esta misma encuesta en el año 2015, los autores evidencian que la taxonomía empírica de los patrones de financiación de las pymes europeas hallada en la investigación de partida, se mantiene estable a lo largo del tiempo; mostrando adicionalmente que determinados instrumentos de financiación específicos son utilizados regularmente para complementar o sustituir el fondeo de sus estructuras financieras.

21

De esta forma y tomando como referencia los diferentes instrumentos de financiación utilizados por las pymes en Europa, se evidencian hasta siete patrones o tipologías diferentes de financiación, que se muestran en el siguiente cuadro.

Cuadro 1: Taxonomía de los patrones de financiación de las pymes europeas

Nº y % (1)	CLUSTER	Financiación principal (2)	Financiación complementaria (2)
1.129 8,6 %	(1) FINANCIACION MIXTA con financiación alternativa	94% vía “Family & Friends” 49 % deuda bancaria corto plazo	12 % préstamos participativos & crowdfunding
1.342 10,1 %	(2) FINANCIACIÓN MIXTA con autofinanciación	93 % reservas o ventas de activos 36 % líneas de crédito bancario	14 % “Family & Friends”
602 4,6 %	(3) FINANCIACION PUBLICA	100 % subvenciones o prestamos con participación del Estado	
2.481 18,9 %	(4) FINANCIACION CON DEUDA FINANCIERA	86 % deuda bancaria corto plazo 36 % deuda bancaria largo plazo	7 % leasing y factoring
1.382 10,6 %	(5) FINANCIACION CON DEUDA COMERCIAL	96 % financiación comercial 46 % deuda bancaria corto plazo	24 % leasing y factoring
859 6,6 %	(6) FINANCIACION COLATERALIZADA POR ACTIVOS	100 % leasing y factoring 37 % líneas de crédito bancario	
5.321 40,6 %	(7) AUTOFINANCIACION	100 % autofinanciación sin instrumentos de financiación externos	

(1) Nº de empresa y % que representan en el total de la muestra del estudio

(2) % que representan dentro de la muestra de cada agrupación o clúster

Fuente: Elaboración propia a partir de Masiak, C., Moritz, A., & Lang, F. (2017).

Este gran trabajo de investigación aporta adicionalmente un análisis de un conjunto de variables o características específicas que presentan las pymes analizadas como son el tamaño, la antigüedad o edad; la estructura del accionariado (un solo propietario o varios), el grado de innovación, la tasa de crecimiento del negocio y la evolución de los beneficios. En base a ellos, se presenta a continuación un segundo cuadro en el que se relacionan las dos diferentes tipologías de pyme que nos podemos encontrar en función de cada una de las características analizadas (p.e: por tamaño: grande – pequeña) con el clúster en el que mayoritariamente predomina cada tipo:

Cuadro 2: Relación de tipología de pymes por variable y clúster de patrón de financiación

Variable	Clúster I	Clúster II	Clúster III	Clúster IV	Clúster V	Cl. VI	Clúster VII
Tamaño	Pequeñas	Grandes	Grandes	Grandes	Grandes		Pequeñas
Antigüedad	Jóvenes	Maduras	Jóvenes	Maduras			Jóvenes
Accionista	Varios			Único			Varios
Innovación	Alto grado	Alto grado	Alto grado	Alto grado			
Crecimiento	Potencial	Potencial	Potencial		Consolid.	Cons.	
Beneficios	Crecientes	Crecientes					Crecientes

Fuente: Elaboración propia a partir de Masiak, C., Moritz, A., & Lang, F. (2017)



A la vista de los siete diferentes clústeres o agrupaciones presentadas en el cuadro 1 la primera reflexión que podemos hacer se centra en la alta concentración de pymes, en torno al 60 % de la muestra, en los clústeres 4 y 7 que evidencian una estructura financiera, que podríamos clasificar como clásica, concentrada en recursos propios y deuda bancaria; y en contraposición, los dos primeros clústeres de financiación mixta (1 y 2) que representan una estructura financiera diversificada en diferentes instrumentos financieros, incluidos los alternativos, que apenas cubren un 20 % del espectro de las pymes muestreadas

Dentro de esta selección de estos cuatro clústeres o conglomerados, observamos también que tanto el más grande en tamaño muestral: clúster 7, con un 40,6 %, como el más pequeño: clúster 1, con un 8,6 %, tienen en común la presencia de pymes, fundamentalmente, pequeñas y jóvenes, por lo que podríamos enunciar que estas dos características empresariales, reducido tamaño y poca antigüedad en su ciclo de vida, condicionan su estructura de financiación.

Este planteamiento se alinea con buena parte de la literatura científica que ha revisado esta temática y que los propios autores del estudio de partida, Masiak, C., et al (2017) citan para reforzar su análisis.

23

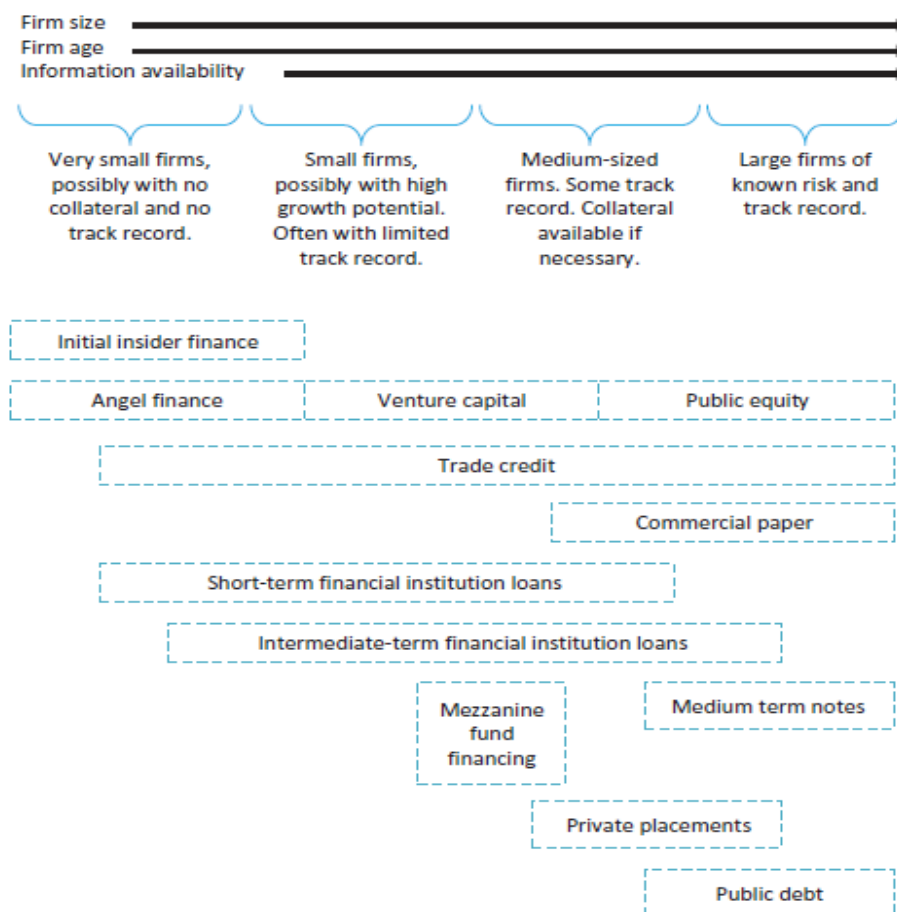
Así nos encontramos con las propuestas de Kraemer-Eis et al (2016) que relacionan las dificultades para obtener financiación externa por parte de las empresas de pequeño tamaño, reforzadas con Degryse et al. (2012) que constata la poca predisposición de los financiadores bancarios tradicionales para prestar a largo plazo hacia este tipo de pymes por lo que, en muchos escenarios, han de optar por fuentes internas y/o deuda a corto plazo (Beck et al., 2008; Berger y Udell, 1998)

Así mismo, la antigüedad en el inicio del ciclo de vida empresarial para ser también una variable determinante en la estructura financiera (Mac and Bhaird y Lucey, 2010) debido a que las empresas más maduras, con relaciones consolidadas entre sus financiadores tienen más acceso a diversificar sus fuentes de financiación, frente a las más jóvenes que han de recurrir a las denominadas fuentes informales, como “family & friends” (Berger y Udell, 1998).

Combinando ambas variables, tamaño y antigüedad, encontramos la gran aportación de Lawless et al (2015) que en su artículo *Financial structure and diversification of European firms*, *Applied Economics*, 47:23, 2379-2398, a partir de datos de la encuesta SAFE entre 2010 y 2013, examinan en qué medida las pymes en Europa recurren a una mayor gama de opciones de financiación y cómo difiere su uso entre empresas y países. En su investigación ponen de manifiesto que las diferencias entre el tamaño de las empresas y los grupos de edad son más marcadas que la variación entre países, siendo las empresas más pequeñas y jóvenes significativamente más dependientes de un conjunto

limitado de tipos de financiación y las empresas de mayor edad y tamaño tienen estructuras financieras más diversificadas (figura 2)

Figura 2: Estructura financiera tipo de las pymes por tamaño y antigüedad.

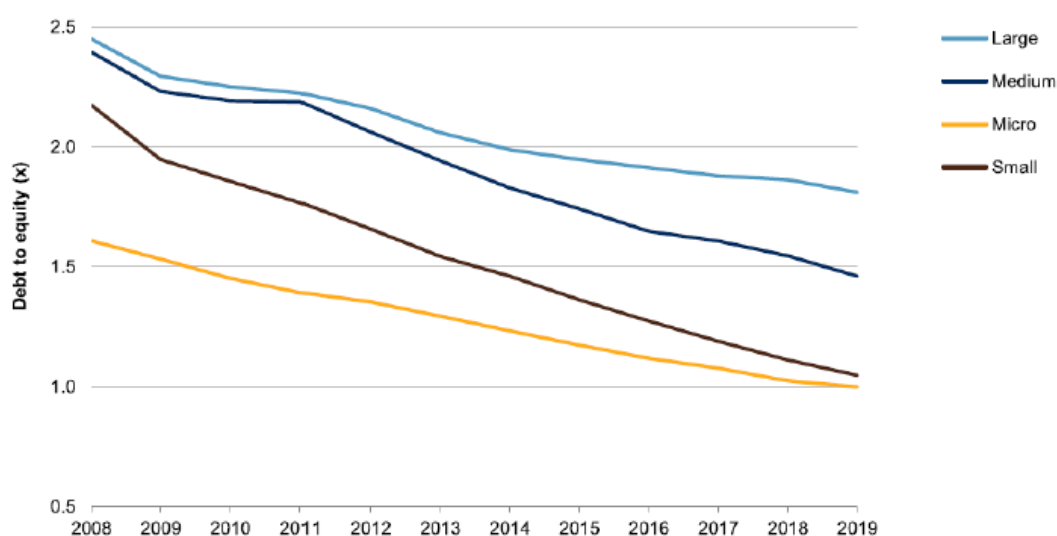


Fuente: Lawless et al, pág. 2382

Finalmente, en esta misma línea de investigación pero más reciente en el tiempo, las potenciales restricciones que las pymes sufren en el acceso a las fuentes de financiación se identifican como el principal obstáculo para su crecimiento (Manigart y Sapienza, 2017; De Prijcker et al., 2019), restricciones que obviamente vienen determinadas por factores de demanda y oferta en los mercados financieros (Moscalu et al., 2020), y que son determinantes para el crecimiento y desarrollo de cualquier empresa, pero muy especialmente para las pymes, como evidencia empíricamente Batrancea et al (2022) que a través del análisis de diferentes variables de pymes en 28 países europeos en el periodo 2005 – 2020, expone que el crecimiento económico fue desencadenado principalmente por predictores como el tipo de interés, los inversores informales, el apoyo bancario y el apoyo público.

Adicionalmente es muy significativo observar la progresiva reducción en la evolución del ratio Deuda/Equity que incorporan en la Policy Note 272 emitida por el SUERF⁴ bajo el título *Financing Faster Growth For Europe's SMEs* los investigadores Sylvain Broyer, Sarah Limbach and Cihan Duran (Broyer et al, 2022) que se muestra en la figura 3; y que, a juicio de sus autores, no debe atribuirse a una mejora estructural de la base patrimonial de las pymes, sino más bien y al contrario, al reflejo en parte el racionamiento de los préstamos bancarios y el cuasi obligado desapalancamiento de las empresas entre 2009 y 2014, especialmente en España e Italia.

Figura 3: Evolución ratio Deuda/Equity por tamaño de empresa 2008 - 2019



25

Fuente: Brayer et al, pág. 3

Todo ello, nos lleva a plantear el segundo objetivo de análisis de este artículo: la existencia de una brecha financiera en las pymes europeas.

3. EL “FINANCE GAP” EN LAS PYMES EUROPEAS

El término “finance gap” hace referencia al déficit o brecha de financiación que tradicionalmente han enfrentado las pymes, entendido, en una primera aproximación conceptual, como la distancia entre la financiación que necesitan y la financiación de la que realmente disponen.

Este fenómeno viene siendo observado y estudiado con carácter universal y desde un largo tiempo por la literatura científica, que ha utilizado en sus análisis diferentes metodologías para su exposición y medición.

En este artículo y en atención a los objetivos de investigación se revisará el último decenio, y dentro del perímetro de las pymes en Europa, por ser este el periodo en el que las restricciones derivadas del shock crediticio de 2008 han tenido un efecto más significativo.

Sobre esta primera evidencia, el racionamiento del crédito experimentado por las pymes europeas en el contexto de la crisis financiera de 2008 se centran las investigaciones de Angela y Diana (2012) que ponen de manifiesto la dificultad añadida que, para sortear dicha crisis, supone la menor disponibilidad de préstamos bancarios para las pymes, intensificada especialmente en la primera oleada de caídas y reestructuraciones bancarias en Europa (Ferri et al, 2014); y agravada por dos circunstancias concurrentes: un régimen de insolvencia rígido y costoso que se traduce en un coste fijo más elevado para la reestructuración de préstamos en las pymes que en las grandes empresas (Bergthaler et al., 2015) y la ausencia de garantías de crédito que las pymes pueden ofrecer como colateral y que restringe su acceso al 85 % de su estructura de financiación en la UE en condiciones de turbulencias financieras (Balog, 2018).

26

Una segunda línea de investigación apunta a la influencia del tipo o estructura del sistema bancario que las pymes tienen como contrapartida en la obtención de financiación, y en este sentido se infiere que una elevada fracción de bancos de propiedad extranjera está asociada a una mejor percepción de la accesibilidad de los préstamos en la UE de los 15, pero no en la UE de los 10 (Canton et al., 2012) o que las pymes ubicadas en las economías del sur de la zona del euro (por ejemplo, Italia y España) pagan tipos de interés significativamente más altos que sus homólogas del centro (por ejemplo, Alemania y Francia) (Belke, 2013); también que los mercados bancarios más concentrados se caracterizan por mayores niveles de racionamiento del crédito (Andries et al., 2018) y que en los países con reducciones más pronunciadas de las entradas de crédito transfronterizo, la probabilidad de un aumento de los costes de financiación externa de las pymes aumentó (Bremus y Neugebauer, 2018).

En tercer lugar, hay que hacer referencia obligada a la investigación desarrollada por Thorsten Beck & Natalie Kessler (2023) en su working paper titulado *The SME Finance Gap in The European Union* y publicado con la referencia RSC 2023/07 por Robert Schuman Centre for Advanced Studies Florence School of Banking and Finance (Beck y Kessler, 2023) ya que, además de ser muy reciente, establece un importante avance metodológico en el análisis de la referida brecha de financiación de las pymes europeas. En este estudio, los autores elaboran estimaciones de los déficits de financiación de las pymes europeas en el periodo 2013 a 2020, utilizando dos metodologías diferentes, una basada en los balances de las empresas declarados en ORBIS⁵ y la otra en datos de encuestas a nivel de empresa de la ya varias veces referida encuesta SAFE.



Cada metodología representa una dimensión diferente de una misma realidad; la ORBIS mide una distancia con respecto a un punto de referencia dado, es decir, calcula el déficit de financiación como la diferencia entre el ratio de referencia y la mediana en un determinado país-año-sector; la brecha o “finance gap” representa por tanto el déficit entre lo que una empresa sin restricciones debería pedir prestado en la mediana (es decir, el punto de referencia) y lo que la empresa mediana toma prestado de hecho en una celda país-año determinada); mientras que la medida SAFE representa la distancia con respecto a la auto declarada demanda, dicho de otro modo, el déficit de financiación real entre los préstamos demandados y los préstamos obtenidos a nivel de empresa, siendo importante subrayar en este punto que la demanda de préstamos auto declarada no es lo mismo que la demanda de préstamos financiables.

A partir de esta evidencia, los autores llegan a tres importantes conclusiones relacionadas con el “finance gap” y su medición (i) no existe una única medida correcta del déficit de financiación, (ii) la brecha de financiación no es necesariamente lo mismo que la restricción de financiación, toda vez que las limitaciones de financiación auto declaradas se refieren al acceso a la financiación y a la condicionalidad de la misma, mientras que el déficit de financiación se centra exclusivamente en los importes de los préstamos y (iii) representar adecuadamente brechas de financiación entre países y sectores requiere el uso simultáneo de diferentes metodologías y métricas.

27

Y en última instancia, cabe citar un informe publicado el 30/03/2020 bajo la supervisión del Banco Europeo de Inversiones y elaborado por Fi-Compass⁶ titulado *Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union*. (Fi-Compass, 2020)

El estudio se encargó con un doble objetivo: (i) proporcionar a la DG REGIO⁷ información sobre las carencias de financiación y los fallos del mercado relacionados con la financiación de las pymes (tanto en deuda como en equity) a nivel de los Estados Miembros, así como (ii) destacar el potencial de los instrumentos financieros (mecanismo de ejecución de los programas de los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos) para la financiación de las pymes.

Centrándonos en las conclusiones más relevantes de la primera parte del estudio, la identificación de las lagunas o carencias de financiación que las pymes enfrentan en los diferentes Estados Miembros, los autores evidencian que (i) los déficits de financiación (tanto en deuda como en equity) siguen siendo elevados, aun con el importante apoyo de los programas tanto nacionales como de gestión centralizada de la UE (como por ejemplo COSME explicado por Núñez, F. I. (2022), “La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020” Revista Universitaria Europea N° 36, 17-52 y (ii) que estos déficits se concentran especialmente en aquellos países con problemas específicos para acceder a mercados de deuda (se citan Grecia, Chipre, Croacia, Malta, Bulgaria y Portugal) o en países del sur

en los que se evidencia una recuperación más lenta de la crisis de 2008 (se cita a la mayoría de los países mencionados anteriormente, y se añaden España e Italia).

Es en este segundo apartado de conclusiones donde se aporta adicionalmente una evidencia que, con 3 años de antelación, coincide plenamente con la anteriormente introducida por Beck & Kessler (2023) en el sentido de que existe una gran variedad de enfoques para cuantificar los déficits de financiación, no pudiendo considerarse ninguno de ellos perfecto, o comúnmente acordado para calcular los mismos.

En consecuencia, se hace aconsejable considerar los resultados obtenidos en relación con otros estudios y/o análisis que aporten elementos analíticos adicionales; de hecho el propio informe refiere en su bibliografía el documento EIF RMA, Kraemer-Eis and Lang, Working Paper 2014/22, *Guidelines for SME Access to Finance Market Assessments* (GAFMA), 2014 (Kraemer-Eis et al, 2014) en el que, en este mismo contexto, se remarca que en un entorno de información imperfecta e incertidumbre no existe ninguna solución perfecta para evaluar (ex ante) los déficits de financiación de las pymes y que la cuantificación correcta de estas lagunas es imposible; y bajo esta premisa metodológica se propone un análisis cruzado de sus resultados con dos no menos relevantes estudios nacidos en el seno institucional de la Unión Europea, a saber:

- *SME Access to Finance index of the EIF*⁸
- *SME Performance Review*⁹

El índice de acceso de las pymes a la financiación (ESAF por sus siglas en inglés) del EIF es un indicador compuesto que resume el estado de los mercados de financiación externa de las pymes para cada uno de los países de la Unión Europea (UE) que se desarrolló en colaboración con la London School of Economics y se introdujo por primera vez en el informe *European Small Business Finance Outlook* (Kraemer-Eis et al., 2016).

El ESAF proporciona una herramienta práctica para comparar los resultados a nivel de país en el contexto del acceso de las pymes a la financiación en la UE y a su vez comprende cuatro subíndices: Préstamos, Equity; Crédito y arrendamiento financiero; y Factores macroeconómicos.

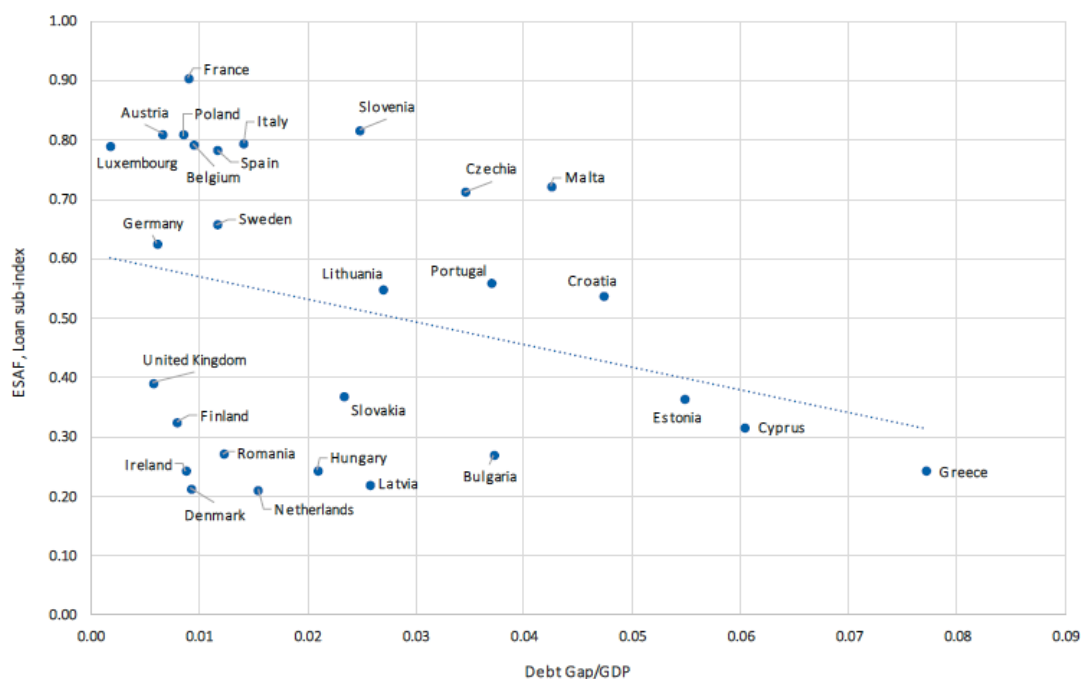
A la vista de la composición de estos cuatro subíndices parece lógico fijarse en los dos primeros, Préstamos y Equity ya que ambos pueden ser útiles para observar relaciones y, en su caso, una posible coherencia entre los déficits de financiación observados en el informe de Fi-Compass, 2020, para ambos instrumentos de financiación.

Dado que uno de los criterios utilizados en el cálculo de cada subíndice es el porcentaje de pymes que han utilizado préstamos bancarios/equity en su estructura financiera en los últimos seis meses (datos procedentes de la encuesta SAFE del BCE) es el mismo que se utiliza en el cálculo de los déficits de financiación de este estudio, no es de extrañar que se observe una cierta correlación entre los déficits de financiación del informe y los dos subíndices del ESAF hasta el punto que, globalmente, dichos déficits, en lo concerniente



a deuda, confirman el ranking de países que presenta el EIF en el subíndice de préstamos (figura 4)

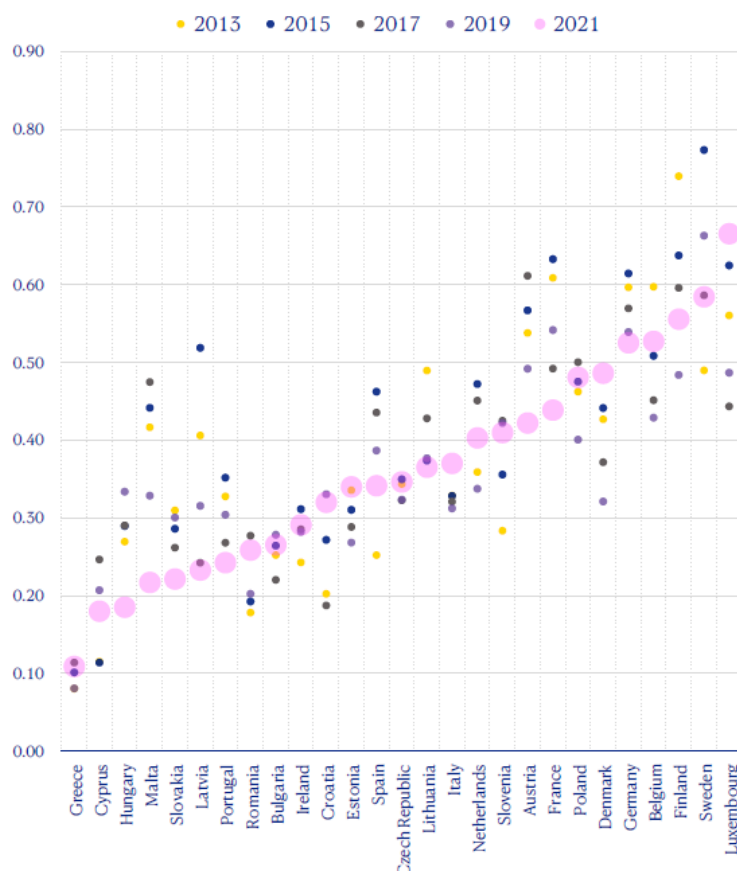
Figura 4: Déficit de financiación de la deuda calculado en comparación con el subíndice de préstamos del ESAF de 2018



Fuente: Gap analysis for SME financing in the EU, pag 55 (Análisis de la brecha de financiación de las pymes en la UE, pag 55).

Para tener una imagen actualizada y evolutiva del índice ESAF introducido en este punto de la investigación se ofrece el siguiente cuadro (figura 5)

Figura 5: Evolución índice ESAF



Fuente: The 2021 EIF SME Access to Finance Index October 2022 update pag 5 (Índice de acceso a financiación de las pymes del FEI 2021 actualización de octubre de 2022 pág 5)

Los informes de la serie *SME Performance Review* son una de las principales herramientas que utiliza la Comisión Europea para supervisar y evaluar los progresos de los países en la aplicación de la estrategia para las pymes y de la Small Business Act (SBA¹⁰) aportando una información exhaustiva sobre el rendimiento de las pymes europeas, dividido en dos partes (i) el informe anual sobre las citadas pymes y (ii) las fichas informativas sobre las pymes de los diferentes Estados Miembros.

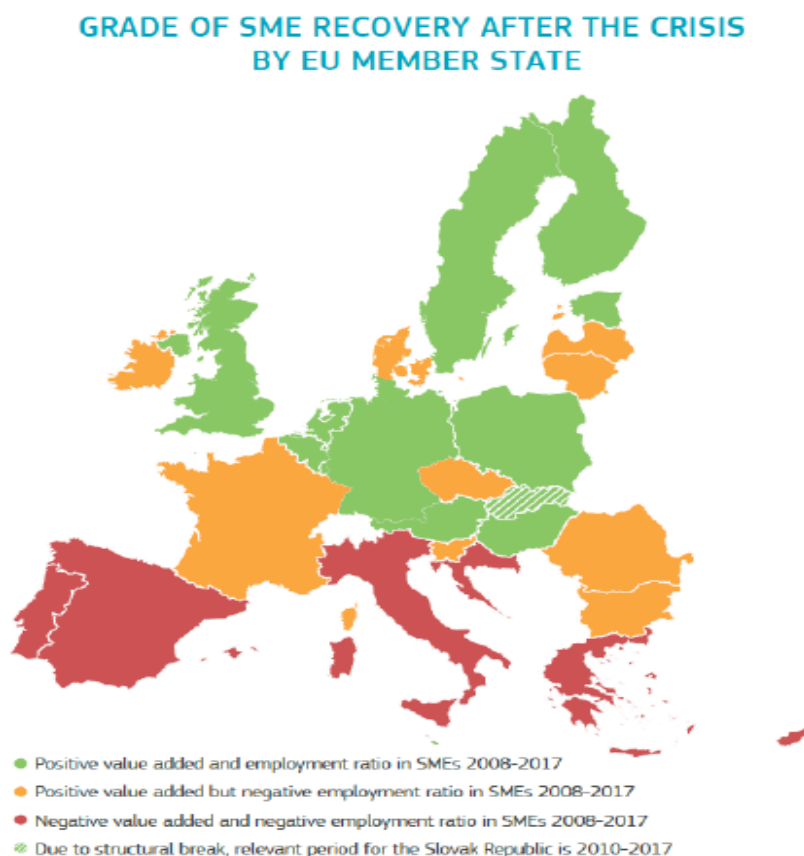
El informe *SME Performance Review 2017/2018*¹¹ presentado en el décimo aniversario de la publicación de la SBA presenta en su informe de rendimiento sobre las pymes dos interesantes conclusiones para contrastar con los déficits de financiación observados en el informe de FI-Compass, 2020.

Por un lado, un mapa del estado de recuperación de las pymes por país tras la crisis (figura 6) que indica que en seis países (Croacia, Chipre, Grecia, Italia, España y Portugal), donde sus pymes han reducido su valor añadido y su empleo en el periodo 2008-2017, dichos



países experimentan más dificultades para recuperarse de la crisis de 2008, presentado cuatro de ellos (Croacia, Chipre, Grecia y Portugal) uno de los ratios de déficit de financiación de la deuda/PIB más elevados y los otros dos (Italia y España) figuran entre los de mayores brechas de financiación de la deuda en términos absolutos.

Figura 6: Grado de recuperación de las pymes tras la crisis por estado miembro UE



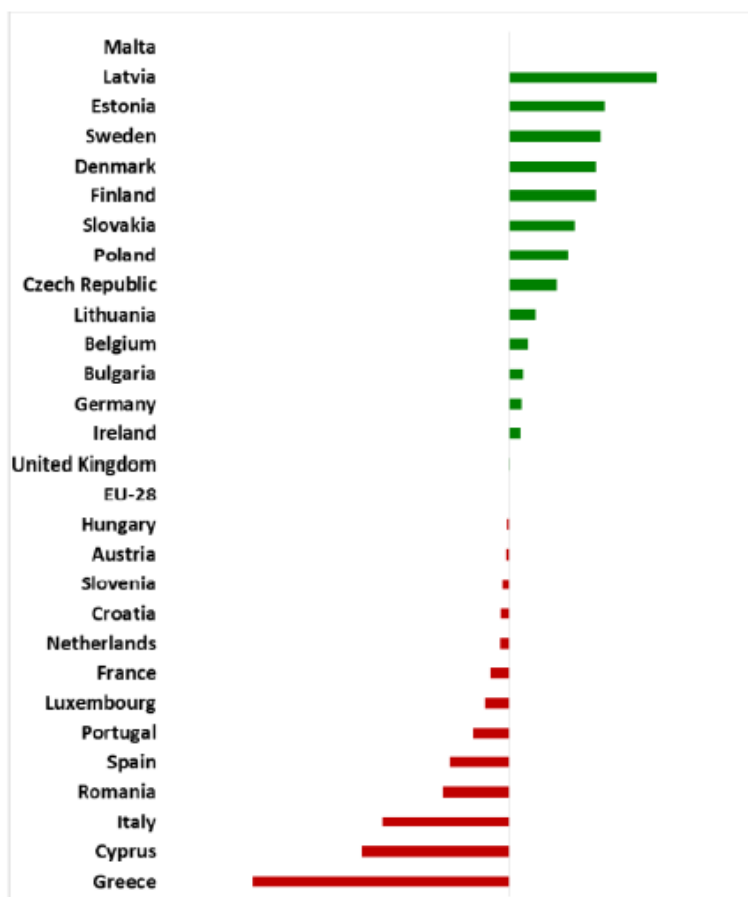
31

Fuente: Gap analysis for SME financing in the EU, pag 58 (Análisis de la brecha de financiación de las pymes en la UE, pag 58).

Adicionalmente, el informe ofrece una clasificación de los Estados Miembros en función del acceso de sus pymes a la financiación (figura 7), ranking en el que las pymes presentes en la mayoría de los países "en rojo" del mapa de la figura 6 parecen experimentar especiales dificultades a la hora de acceder a la financiación (Grecia, Chipre, Italia, España y Portugal).

Aun así se pueden observar diferencias entre los dos análisis que afectan a Francia, Luxemburgo, Austria, el Reino Unido e Irlanda, que se clasificaron mejor en términos de ratios de déficit de financiación de la deuda/PIB y, paralelamente, a Letonia, Estonia, Suecia, Chequia, Lituania, Hungría y Bulgaria, que se clasificaron peor también en términos de ratios de déficit de financiación de la deuda/PIB.

Figura 7: Resultados en materia de acceso a la financiación por estado miembro UE



Note: Malta is not included on this graph due to a lag in data on performance.

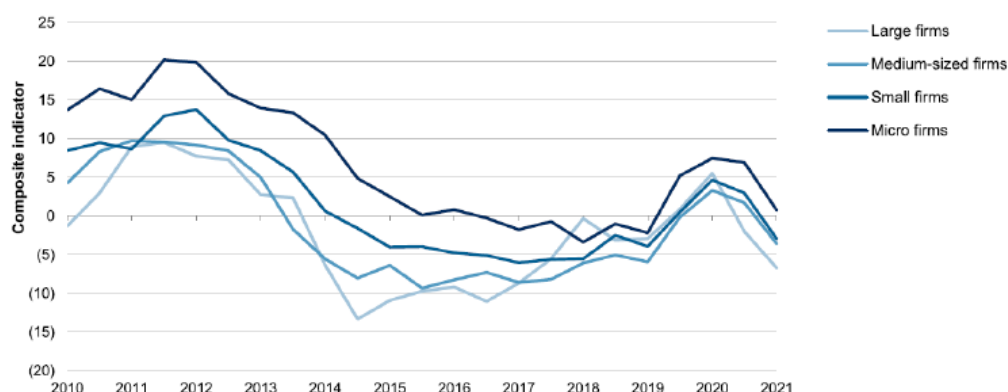
Fuente: Gap analysis for SME financing in the EU, pag 60 (Análisis de la brecha de financiación de las pymes en la UE, pag 60).

Finalmente, la ya citada *Policy Note 272 del SUERF* (Brayer et al, 2022) nos ofrece una interesante y actualizada medición de esta brecha financiera que sus investigadores han definido en el marco clásico, es decir, la diferencia entre las necesidades de financiación y la disponibilidad de fondos durante la crisis de la deuda europea en 2011 y 2012.

En esta línea, muestran como la brecha de financiación se ha ido estrechando (figura 8), evidenciando que desde 2014, la disponibilidad de préstamos bancarios para las pymes ha aumentado en la eurozona y especialmente en los países que más sufrieron la contracción del crédito en 2010, si bien menor medida para las microempresas y las pequeñas empresas, y lo atribuyen más a las medidas de carácter político, como la política monetaria, la regulación del capital bancario, Covid 19; que a un cambio estructural en las condiciones de acceso de las pymes a la financiación.



Figura 8: Evolución de la brecha de financiación entre pymes y grandes empresas



Fuente: Brayer et al, pág. 4

Por tanto, si bien es cierto que dependiendo de los datos, como vemos, las clasificaciones pueden diferir, en algunos de los escenarios de análisis planteados - y especialmente en lo que respecta a los países en los que el acceso de las pymes a la financiación es difícil -, todos los datos recopilados y analizados parecen converger hacia conclusiones similares.

33

4. LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Una de las conclusiones aportadas Núñez, F. I. (2022) “La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020” Revista Universitaria Europea N° 36, 17-52, con relación al análisis de la política de la Unión Europea para equilibrar la brecha de financiación que acaba de tratarse era precisamente:

“Acercamiento frío y tardío a la financiación alternativa (crowdfunding y crowdlending) que hasta finales de 2020 no ha sido contemplada por la Comisión, como una nueva y necesaria palanca financiera sobre la que actuar; circunstancia que explica, en parte, la discreta presencia de estos interesantes instrumentos financieros en los balances de las pymes europeas”. (Núñez, F.I, 2022: 169)

El camino comienza en mayo de 2017, cuando el Parlamento Europeo aprobó una resolución de propia iniciativa en la que pide a la Comisión que elabore un amplio Plan de Acción de Tecnología Financiera (FinTech) en el marco de sus estrategias de Unión de Mercados de Capitales (UMC) y Mercado Único Digital (MUD), bajo la premisa de que FinTech incluye big data, ciberseguridad, blockchain, interoperabilidad, estabilidad y competencias financieras e informáticas.

La Comisión presentó un plan de acción sobre FinTech en marzo de 2018 que establecía 19 medidas para promover modelos empresariales innovadores y la adopción de nuevas

tecnologías, aumentar la ciberseguridad y la integridad del sistema financiero, y mejorar aún más la protección de los inversores, los consumidores y los datos.

Posteriormente, en 2020, el programa de trabajo de la Comisión anunció un nuevo plan de acción sobre FinTech que, ajustado en sus prioridades iniciales en base a las respuestas obtenidas en su consulta pública y los actos de divulgación de las finanzas digitales celebrados en el primer semestre de 2020¹², incorporaba adicionalmente las que consideraba esenciales o necesarias para la recuperación de la UE tras la crisis provocada por la pandemia Covid-19.

El desarrollo de este plan se materializa en dos comunicaciones de la Comisión coincidentes en el tiempo de su publicación ya que ambas fueron emitidas de forma consecutiva el 24 de septiembre de 2020.

La primera: Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción, COMISION EUROPEA (2020a) enuncia el compromiso de la Comisión para llevar a cabo hasta dieciséis acciones para alcanzar los tres objetivos principales establecidos en el documento (i) apoyar una recuperación económica ecológica, digital, integradora y resiliente, facilitando el acceso a la financiación para las empresas europeas; (ii) hacer de la UE un lugar aún más seguro para que las personas puedan ahorrar e invertir a largo plazo; y (iii) integrar los mercados nacionales de capitales en un auténtico mercado único.

Con respecto a la medidas destinadas a facilitar el acceso a la financiación para las empresas europeas hay que hacer referencia a la acción número cinco que, textualmente, señala que:

“La Comisión evaluará las ventajas y la viabilidad de introducir el requisito de que los bancos, cuando denieguen la solicitud de crédito de una pyme, la remitan a un proveedor de financiación alternativa.” (Comisión Europea, 2020a, acción 5)

que se ha concretado un documento de trabajo de junio de 2022 de la Comisión en el que se presentan varios enfoques para abordar este objetivo¹³

La segunda: Estrategia de Finanzas Digitales para la UE Comisión Europea (2020b) en la que entre su exposición de motivos para su puesta en marcha puede leerse, en primer término:

“La aceptación de las finanzas digitales impulsaría la innovación y crearía oportunidades para desarrollar mejores productos financieros destinados a los consumidores, y particularmente a las personas que actualmente no pueden acceder a los servicios financieros. Las finanzas digitales abren nuevas formas de canalizar la financiación hacia las empresas de la UE, en particular hacia las pymes.” (Comisión Europea , 2020b, 3)



En este documento, la Comisión establece claramente cuatro prioridades, que son:

- I. hacer frente a la fragmentación del mercado único digital de servicios financieros
- II. garantizar que el marco regulador de la UE facilite la innovación digital en interés de los consumidores y de la eficacia del mercado
- III. creando un espacio europeo de datos financieros para promover la innovación impulsada por los datos
- IV. abordar los nuevos retos y riesgos asociados a la transformación digital, en particular para garantizar

Esta estrategia de finanzas digitales, DFS por sus siglas en inglés¹⁴ se acompaña de una importante batería de propuestas legislativas como lo son un reglamento sobre un régimen piloto para las infraestructuras de mercado basadas en la tecnología DLT o de libro distribuido, un reglamento sobre mercados de criptoactivos (MiCA) y un reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA).

Pero sin duda, en materia de financiación alternativa, que es lo que aquí nos ocupa, la medida legislativa más trascendente ha sido la aprobación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, (Parlamento Europeo, 2020) relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

35

Una correcta evaluación del potencial impacto de esta medida en el mercado, y especialmente, un análisis del derecho comparado de la financiación alternativa en los diferentes Estados miembros de la U.E y el derecho internacional, requieren y serán objeto de una posterior investigación académica; no obstante es irrenunciable destacar en este punto, la relevancia de tres aspectos inherentes a esta nueva reglamentación.

En primer lugar, el hecho de que, precisamente, el nuevo reglamento establece la figura del prestador de servicios de crowdfunding, con el fin de facilitar la prestación transfronteriza de éstos y evitar así la disparidad legislativa existente entre los distintos Estados miembros.

En segundo lugar, pero no por ello menos trascendente, por el hecho de considerar tanto la financiación participativa vía deuda, en forma de préstamos, más conocida como crowdlending, como la financiación participativa de inversión, vía equity, más conocida como crowdequity o equity crowdfunding, ya que, en la realidad del mercado, ambas se presentan como alternativas de financiación comparables y aplicables a las estructuras de financiación de las pymes europeas.

Y finalmente la que, en el resultado de mis investigaciones, representa la confirmación del cambio de rumbo en la política de la U.E para mejorar el acceso a la financiación de las pymes.

En la consideración número 3 del citado reglamento, puede leerse:

“La financiación participativa puede contribuir a facilitar a las pymes el acceso a la financiación, y a completar la unión de los mercados de capitales (UMC). La falta de acceso a la financiación para esas pymes constituye un problema incluso en aquellos Estados miembros en los que el acceso a la financiación bancaria se ha mantenido estable durante la crisis financiera.” (Parlamento Europeo, 2020, 3).

Dando así, de forma expresa, un reconocimiento a esta nueva vía de financiación, ya no solo en su dimensión alternativa sino también como potencial solución eficiente al problema estructural de fondo en la financiación de las pymes europeas.

La literatura académica y científica observa el fenómeno de la financiación alternativa y en particular, desde sus primeros pasos y con amplia perspectiva ya que, en el periodo 2010 – 2018; son numerosos los campos de investigación en los que se vienen publicando artículos científicos, si bien los más recurrentes están relacionados con el comportamiento de los inversores y el contexto social, geográfico e institucional en el que actúan, siendo ciertamente escasos aquellos que abordan su relación con las pymes (Paolini et al, 2019).

No obstante, esta afirmación, pueden encontrarse investigaciones académicas de interés en la potencialidad del crowdfunding como la que, nos presenta esta forma de financiación no solo como una vía de recaudación de fondos, que lo es, sino además como una forma de desarrollar proyectos empresariales con el respaldo de los inversores (Belleflamme et al., 2010) y por ende permitir que el capital (equity) sea más accesible y eficiente aplicado a la generación de riqueza y empleo (Golic, 2014).

En algunos estudios teóricos comparativos entre fuentes de financiación tradicionales e innovadoras se apunta a que el crowdfunding tiene ventajas distintivas en su creación de valor por parte de la comunidad de financiación, pero sigue siendo excepcional en proyectos innovadores de mayor envergadura (Schenk, 2015) o incluso se va más allá apuntando a una desfinancierización en el proceso de evaluación o selección de inversiones ya que es la propia comunidad de inversores y no los expertos o analistas financieros, la que atribuye la legitimidad financiera al proyecto que respalda (Bessiere y Stephany, 2014).

En esa misma línea, la evaluación de riesgos por parte de los inversores, otras investigaciones señalan que en algunos casos éstos están dispuestos a asumir riesgos y a reconocer rendimientos inferiores a los que lo que sería normal o exigible en los estándares de inversión (Abassi et al., 2018), una conclusión alineada con la que incide



en que la financiación de las pymes sigue considerándose un negocio difícil en general, principalmente porque el segmento en su conjunto se caracteriza por bajas tasas de supervivencia y una gran heterogeneidad, lo que hace considerablemente más difícil evaluar los riesgos o calibrar el potencial de rentabilidad positiva de la inversión (Nassr y Wehinger, 2016).

Una perspectiva muy relevante la encontramos en un documento de investigación titulado *Fostering Markets for SME Finance: Matching Business and Investor Needs*, número 6 de la serie OECD SME and Entrepreneurship Papers (Boschmans y Pissareva, 2018) donde los autores evidencian la necesidad de ampliar la gama de instrumentos de financiación para abordar las diversas necesidades de financiación a lo largo del ciclo de vida de la empresa, incorporando vías como el crowdfunding; identificando como una de los principales obstáculos para su incorporación a los balances de las pymes la falta de conocimientos financieros de muchos empresarios y propietarios de empresas, que a veces desconocen la existencia de alternativas a los préstamos bancarios y, aun conociéndolas, se sienten incapaces o poco dispuestos a cumplir los requisitos de los inversores profesionales.

Tanto es así que encontramos artículos académicos motivados, en explicar cómo funciona, el crowdfunding, cuáles son las ventajas de utilizarlo para las pymes y ampliar así los conocimientos sobre el tema (Golic, 2014; Maier, 2016; Abbasi et al., 2018; Block et al., 2018) o analizar un estudio de caso para evaluar una plataforma de crowdfunding y cuáles pueden ser las palancas para atraer a los inversores (Fasshauer, 2016).

37

Donde sí encontramos una importante y relevante aportación de la literatura académica es en el crowdlending que, como ya se introducía, es la forma de financiación alternativa vía deuda, y probablemente la opción que, desde un punto de vista financiero, puede considerarse como el sustituto natural de la deuda bancaria, instrumento más que recurrente en las estructuras financieras de las pymes europeas (ver cuadros 2 y 3).

Mas allá de la aportación cuantitativa, en cifras, que evidencia Núñez, F. I. (2022) “La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020” Revista Universitaria Europea N° 36, 17-52 a través de la aportación del volumen anual de financiación alternativa a las pymes europeas publicado en *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report Launch*¹⁵ por la Universidad de Cambridge (CCAF Publications, 2021); una amplia variedad de autores se centra en destacar los aspectos cualitativos que aporta esta forma de financiación alternativa.

Un primer grupo de autores, lo hacen en el contexto de una estructura de financiación optima, introduciendo la idea de que un préstamo de esta naturaleza no bancaria minimiza el impacto de futuras restricciones financieras (De Angelo y De Angelo, 2011); preserva la flexibilidad financiera (Graham y Harvey, 2001), y, en la medida en la que es una clara

diversificación de las fuentes de financiación es también una forma de mantener la flexibilidad financiera (Jang, 2017).

Un segunda línea de investigación, añade a este contexto el evidente deterioro en el acceso a la financiación bancaria que enfrentaron las pymes europeas a partir del shock crediticio de 2008 – 2009, apuntando que el crowdlending permite reducir la exposición a los bancos que son menos capaces de absorber las crisis de liquidez y, en consecuencia, más propensos a reducir la actividad crediticia (Khwaja y Mian , 2008, Ivashina y Scharfstein, 2010).

Otro aspecto relevante en el que se adentra la literatura científica está relacionado con la estructura de plazos de la deuda en los balances de las pymes.

Bajo un enunciado general, las pymes plantean sus crecimientos bajo una estructura de deuda que les permita combinar la flexibilidad del corto plazo con la estabilidad del largo plazo incorporada como fondos permanentes a su fondo de maniobra; por tanto, no son pocas las pymes que quieren evitar el riesgo de refinanciación inherente a la deuda a corto plazo con sus bancos tradicionales y que ven el crowdlending como una opción viable (Diamond, 1993, Brunnermeier y Yogo, 2009).

Cabe añadir que el mercado, especialmente a partir de la crisis de 2008 – 2009, endurece las condiciones con una regulación más estricta y unos requisitos de capital más elevados, que hacen que los préstamos sin garantía a largo plazo para las pymes, que normalmente carecen de estos colaterales, resulten poco atractivos para los bancos que redujeron sensiblemente la oferta en esta línea. (Acharya, et al., 2018, Chernenko et al., 2019; Cortes et al., 2020).

Alineado con estas tres líneas de investigación encontramos un reciente trabajo producido en el seno del ECB Lamfalussy Fellowship Programme¹⁶, publicado con el número 2639 de la serie ECB Working Paper Series, titulado *The real effects of FinTech lending on SMEs: evidence from loan applications* (EÇA et al., 2021) en el que sus autores, utilizando conjunto de datos único de una plataforma P2P Business Lending (crowdlending) de Portugal, de la que disponían del universo de solicitudes de préstamo; sugieren que estas operaciones de financiación no bancaria (i) permiten a las pymes de alta calidad financiar su crecimiento y, al mismo tiempo, diversificar sus relaciones crediticias, (ii) que recurren a este tipo de financiación alternativa en un claro intento de mantener su flexibilidad financiera, reduciendo su exposición a las perturbaciones del sistema bancario, que pueden restringir su financiación disponible, afectando así de forma negativa a su crecimiento, y (iii) que están interesadas en obtener deuda no bancaria a largo plazo, para protegerse también contra las perturbaciones de la oferta de crédito bancario que enfrentaron en este tramo de deuda.



Adicionalmente, este documento apunta en dos direcciones, que en el resultado de mi investigación resultan muy trascendentes por su lectura en un contexto global del mercado de financiación alternativa, esto es, sus stakeholders, sus diferentes instrumentos y sus implicaciones futuras.

En primer lugar el hecho de que el tipo de pymes que, de acuerdo con los resultados de su investigación, accede de manera favorable a los préstamos otorgados a través de una plataforma P2P Business Lending (crowdlending) que no se trata precisamente de empresas jóvenes, sin trayectoria de negocios previa y, esto es lo más importante, sin acceso previo a la financiación tradicional bancaria.

En segundo lugar la observación de que este tipo de financiación obtenida a través de estas plataformas desplaza, en cifras en el balance de las empresas, las de la financiación bancaria tradicional, es decir, hay un efecto sustitución que por otra parte ya había sido observado por algunos autores al señalar que las plataformas FinTech (referido a las plataformas P2P Business Lending o Crowdlending) alcanzan importantes cuotas de penetración en mercados maduros de Estados Unidos donde los bancos tienen un importante nivel de prevalencia (Balyuk et al., 2022) o que, en el mismo mercado USA, la mayor parte del aumento en financiación alternativa vía crowdlending sustituyó a una reducción de los préstamos por parte de los bancos (Gopal & Schnabl, 2020).

39

En resumen, la financiación alternativa vía inversión o equity crowdfunding puede contemplarse como un instrumento de inclusión para las pymes a unos mercados de capitales de difícil accesibilidad toda vez que los inversores que respaldan con sus aportaciones de capital los proyectos ven con otros ojos la evaluación de riesgos mientras que la financiación alternativa vía deuda o crowdlending requiere de pymes ya validadas, con acceso previo a la financiación bancaria tradicional, por tanto, esta segunda vía no genera un efecto inclusivo sino sustitutivo.

5. REVISIÓN DE LITERATURA

A lo largo del análisis de los tres aspectos en los que se ha dividido el trabajo de investigación del presente artículo, se han citado diferentes aportaciones procedentes de otros trabajos de investigación académica, que junto a las conclusiones, pueden servir para la discusión científica y que se resumen a continuación.

Tabla 1: Revisión de literatura

Autor citado por orden de citación	Principal aportación del autor para el debate académico	Relación con
Masiak et al. (2017)	La financiación no es homogénea en cuanto a los instrumentos de financiación que utilizan	Patrones de financiación
Moritz et al. (2016)	Los patrones de financiación se mantienen estables a lo largo del tiempo	
Kraemer-Eis et al. (2016)	Las pymes de menor tamaño tienen mayores dificultades de acceso a financiación	
Degryse et al. (2012)	Poca predisposición de los financiadores para prestar a largo plazo a las pymes de tamaño reducido	
Beck et al. (2008)	Las pymes de tamaño reducido se ven forzadas a financiarse con deuda a corto plazo y/o recursos propios	
Berger y Udell (1998)		
Mac & Bhaird y Lucey (2010)	Las empresas más maduras tienen más acceso a diversificar sus fuentes de financiación	
Berger y Udell (1998)	Las empresas más jóvenes has de recurrir a fuentes más informales de financiación	
Lawless et al. (2015)	El uso de diferentes fuentes o instrumentos de financiación está más marcado por la diferencia de tamaño y edad de las empresas que por su ubicación geográfica en los diferentes estados miembros de la UE	
Manigart y Sapienza (2017)	Las restricciones en el acceso a financiación se identifican como el principal obstáculo para el crecimiento de las pymes	
De Prijcker et al. (2019)		
Moscalu et al. (2020)	Las restricciones en el acceso a financiación vienen determinadas por factores de oferta y demanda del mercado	
Batrancea et al. (2022)	Identifica como factores determinantes del crecimiento de las pymes en el periodo 2005 – 2020 el tipo de interés, los inversores informales, el apoyo bancario y publico	
Broyer et al. (2022)	La progresiva reducción del ratio Deuda/Equity en los balances de las pymes se principalmente atribuble al racionamiento de los préstamos bancarios en el periodo 2009 – 2014	
Angela y Diana (2012)	La menor disponibilidad de préstamos bancarios supone una dificultad añadida para sortear la crisis	Finance GAP
Ferri et al. (2014)	La menor disponibilidad de préstamos bancarios se hace muy evidente para las pymes en la primera oleada de crisis y reestructuraciones bancarias en Europa	



Los patrones de financiaciones de las pymes europeas y el papel de la financiación alternativa

Bergthaler et al. (2015)	La reestructuración de préstamos para las pymes presenta un régimen más rígido y costoso que se traduce en un coste fijo más elevado para éstas	
Balog (2018)	La ausencia de colaterales para garantizar crédito restringe el acceso de las pymes hasta el 85 % de su potencial estructura de financiación	
Canton et al. (2012)	Un sistema financiero con una proporción elevada de bancos extranjeros vs. propios del país está asociada a una mejor percepción en el acceso a la financiación	
Belke (2013)	Las pymes situadas en las economías del sur (p.e España e Italia) pagan tipos de interés significativamente más altos que sus homologas situadas en economías del norte de la UE	
Andries et al. (2018)	Los mercados bancarios más concentrados se caracterizan por mayores niveles de racionamiento del crédito	
Bremus y Neugebauer (2018)	En los países con reducciones más pronunciadas de las entradas de crédito transfronterizo, la probabilidad de un aumento de los costes de financiación externa de las pymes aumentó	
Beck y Kessler (2023)	Introducen una doble metodología en el análisis de la brecha financiera de las pymes; a partir de lo cual evidencian (i) no existe una única medida correcta del déficit de financiación, (ii) la brecha de financiación no es necesariamente lo mismo que la restricción de financiación	
Fi-Compass (2020)	A partir de su estudio sobre la brecha de financiación de las pymes en la UE, evidencia que (i) los déficits de financiación (tanto en deuda como en equity) siguen siendo elevados, aun con el importante apoyo de los programas tanto nacionales como de gestión centralizada de la UE, (ii) que estos déficits se concentran especialmente en aquellos países con problemas específicos para acceder a mercados de deuda o en países del sur en los que se evidencia una recuperación más lenta de la crisis de 2008	
Broyer et al. (2022)	La brecha de financiación se ha ido estrechando con mayor disponibilidad de préstamos bancarios para las pymes, en menor medida para pymes, y atribuible más a la política monetaria que a un cambio estructural en las condiciones de acceso de las pymes a la financiación.	
Núñez, F. I. (2022)	La política de la C.E ha evidenciado un acercamiento frío y tardío a la financiación alternativa (crowdfunding y crowdlending) que hasta finales de 2020 no ha sido contemplada como una nueva y necesaria palanca financiera sobre la que actuar; circunstancia que explica, en parte, la discreta presencia de estos interesantes instrumentos financieros en los balances de las pymes europeas	Financiación Alternativa

Paolini et al. (2019)	La literatura académica y científica observa el fenómeno de la financiación alternativa y en particular, desde sus primeros pasos y con amplia perspectiva siendo ciertamente escasos aquellos que abordan su relación con las pymes	
Belleflamme et al. (2010)	Presenta el crowdfunding no solo como una vía de recaudación de fondos, que lo es, sino además como una forma de desarrollar proyectos empresariales con el respaldo de los inversores y por ende permitir que el capital (equity) sea más accesible y eficiente aplicado a la generación de riqueza y empleo	
Golic (2014)		
Schenk (2015)	El crowdfunding tiene ventajas distintivas en su creación de valor por parte de la comunidad de financiación, pero sigue siendo excepcional en proyectos innovadores de mayor envergadura	
Bessiere y Stephany (2014)	En el crowdfunding es la propia comunidad de inversores y no los expertos o analistas financieros, la que atribuye la legitimidad financiera al proyecto que respalda, introduciendo el concepto de desfinancierización en el proceso de evaluación	
Abassi et al. (2018)	La evaluación de riesgos que se hace directamente por parte de los inversores en el crowdfunding permite que en algunos casos éstos están dispuestos a asumir riesgos y a reconocer rendimientos inferiores a los que lo que sería normal o exigible en los estándares de inversión	
Nassr y Wehinger (2016)	La financiación de las pymes sigue considerándose un negocio difícil en general, principalmente porque el segmento en su conjunto se caracteriza por bajas tasas de supervivencia y una gran heterogeneidad, lo que hace considerablemente más difícil evaluar los riesgos o calibrar el potencial de rentabilidad positiva de la inversión	
Boschmans y Pissareva (2018)	Evidencian la necesidad de ampliar la gama de instrumentos de financiación para abordar las necesidades a lo largo del ciclo de vida de la empresa, incorporando vías como el crowdfunding; identificando como uno de los principales obstáculos el desconocimiento del público objetivo (dueños y gestores de pymes)	
De Angelo y De Angelo (2011)	En el contexto de una estructura de financiación optima, el Crowdlending, como préstamo no bancario, minimiza el impacto de futuras restricciones financieras; preserva la flexibilidad financiera, y, en la medida en la que es una clara diversificación de las fuentes de financiación es también una forma de mantener la flexibilidad financiera	
Graham y Harvey (2001)		
Jang (2017)		
Khwaja y Mian (2008)	El crowdlending permite reducir la exposición a los bancos que son menos capaces de absorber las crisis de liquidez y, en consecuencia, más propensos a reducir la actividad crediticia	
Ivashina y Scharfstein (2010)		
Diamond (1993)		



Los patrones de financiaciones de las pymes europeas y el papel de la financiación alternativa

Brunnermeier y Yogo (2009)	No son pocas las pymes que quieren evitar el riesgo de refinanciación inherente a la deuda a corto plazo con sus bancos tradicionales y que ven el crowdlending como una opción viable	
EÇA et al. (2021)	Utilizando un conjunto de datos único de una plataforma P2P Business Lending (crowdlending) de Portugal, evidencian que esta vía alternativa de (i) permite a las pymes de alta calidad financiar su crecimiento y diversificar sus relaciones crediticias, (ii) que recurren a este tipo de financiación alternativa en un claro intento de mantener su flexibilidad financiera, reduciendo su exposición a las perturbaciones del sistema bancario, y (iii) que están interesadas en obtener deuda no bancaria a largo plazo, para protegerse también contra las perturbaciones de la oferta de crédito bancario que enfrentaron en este tramo de deuda.	
Balyuk et al. (2022)	Las plataformas FinTech alcanzan importantes cuotas de penetración en mercados maduros de Estados Unidos donde los bancos tienen un importante nivel de prevalencia, mercado en el que la mayor parte del aumento en financiación alternativa vía crowdlending sustituyó a una reducción de los préstamos por parte de los bancos (efecto sustitución)	
Gopal & Schnabl (2020)		

Fuente: Elaboración propia.

43

6. CONCLUSIONES

El análisis de los patrones de financiación de las pymes europeas evidencia una situación de partida en la que predomina una estructura financiera tradicional compuesta por recursos propios más deuda bancaria y donde la presencia de instrumentos de financiación alternativa es muy reducida.

Esa prevalencia se concentra además en pymes fundamentalmente de reducido tamaño y jóvenes, es decir, con poca antigüedad en su ciclo de vida empresarial.

Ambas variables, tamaño y antigüedad, están directamente relacionadas con la facilidad de acceso a financiación tradicional (bancos y mercados de capitales) e inciden de manera directa en su capacidad de crecimiento y desarrollo que, a la vista de la contribución que las pymes tienen en el conjunto de la U.E, determina por tanto la propia capacidad de la economía europea.

En evolución, siendo cierto que los patrones de financiación muestran una reducción de la deuda financiera en relación con los recursos propios, dicha reducción parece más atribuible a un obligado desapalancamiento, en buena parte inducido por una reducción

del crédito bancario en la primera parte de la crisis, no contrarrestada por alternativas de financiación, que por una mejora sustancial de su estructura patrimonial.

Esa menor disponibilidad de crédito bancario, que se manifestó en Europa con especial intensidad en el periodo 2010 – 2014 y concentrada en las economías del sur, hay que atribuirla fundamentalmente a una reducción de la oferta por parte de las entidades financieras, ocupadas y preocupadas más en procesos de reestructuración y recapitalización que en los básicos de su negocio; agravando así la brecha financiera (finance gap) al que las pymes europeas vienen enfrentándose.

Siendo cierto que la medición de esta brecha financiera requiere la utilización de diferentes metodologías de análisis, como las referidas en este artículo, para tratar de exponer la verdadera dimensión de una realidad, no lo es menos que las conclusiones a las que se llegan por esos diferentes caminos convergen en tres observaciones expuestas a continuación.

44

En primer lugar que los déficits de financiación, ya sea deuda financiera, ya sea equity vía acceso a los mercados de capitales, que siguen presentando las pymes europeas son elevados, con especial intensidad en las economías del sur, todo ello a pesar del importante paquete de iniciativas desplegado por la Comisión Europea en el periodo 2010 – 2020 que fue analizado por Núñez, F. I. (2022) “La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020”. Revista Universitaria Europea Nº, 36, 17-52.

En segundo lugar que dichos déficits se relacionan con la capacidad y velocidad que las diferentes economías implicadas han mostrado en la recuperación de la crisis de 2008, donde las economías del sur, en las que dichos déficits son más pronunciados, han necesitado más tiempo.

En tercer lugar, que en evolución, estos déficits de financiación han experimentado una importante reducción en el periodo 2014 – 2020 atribuible más a circunstancias de carácter político, como la política monetaria del BCE o las medidas extraordinarias desarrolladas en el marco Covid 19 que por cambios estructurales en las condiciones de acceso a financiación de las pymes o por una extraordinaria aportación de la financiación alternativa.

Y es precisamente ésta, la financiación alternativa, la puerta que, en este escenario, deben abrir los actores empresariales y los políticos, para encontrar una solución estratégica y adecuada a los patrones de financiación futuros de las pymes europeas.

Por el lado de la Comisión Europea ya no importa que se haya llegado tarde, lo importante es lo que se haga a partir del momento en que, por fin, se ha reconocido la irrenunciable necesidad y potencial de la financiación alternativa, deuda y equity, como solución a un



problema estructural; dando un marco de referencia homogéneo a los facilitadores de estos instrumentos con la aprobación del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020, (Parlamento Europeo, 2020) cuyo análisis de impacto y del derecho comparado serán objeto de una investigación independiente.

Los verdaderos protagonistas, las pymes europeas, deben profundizar en el conocimiento de estos instrumentos de financiación alternativa, a cuya divulgación no solo contribuyen, por el legítimo interés comercial, las propias plataformas que ofrecen estos servicios, sino también y desde el inicio, un considerable grupo de investigadores científicos tal y como se ha expuesto en el presente artículo.

Al hacerlo comprenderán que estas nuevas vías de fondeo para sus estructuras financieras tienen dos efectos muy positivos e irrenunciables para ellos.

El primero, el efecto inclusión que proporciona el crowdfunding y que les permite acceder a unos inversores a los que, hasta el momento, vía mercados de capitales, les resultaba imposible llegar.

El segundo, el efecto sustitución que proporciona el crowdlending y que les permite, por un lado diseñar su estructura financiera con una adecuada combinación de deuda a corto (flexibilidad) y deuda a largo (estabilidad) sino además diversificar sus proveedores de deuda tradicionales cuya reacción adversa, en tiempos de crisis, es de sobra conocida.

45

BIBLIOGRAFIA

- ABBASI, W. A., WANG, Z., & ABBASI, D. A. (2017). Potential sources of financing for small and medium enterprises (SMEs) and role of government in supporting SMEs. *Journal of Small Business and Entrepreneurship Development*, 5(2), 39-47.
- ACHARYA, V. V., BERGER, A. N., & ROMAN, R. A. (2018). Lending implications of US bank stress tests: Costs or benefits?. *Journal of Financial Intermediation*, 34, 58-90.
- ANDRIES, A. M., MARCU, N., OPREA, F., & TOFAN, M. (2018). Financial infrastructure and access to finance for European SMEs. *Sustainability*, 10(10), 3400.
- ANGELA, R., & DIANA, R. V. (2012). The Access Of Small And Medium Size Enterprises To Banking Financing And Current Challanges: The Case Of Eu Countries. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 2(14), 1-21.

- BALYUK, T. (2016). *Financial innovation and borrowers: Evidence from peer-to-peer lending*. Toronto, ON, Canada: University of Toronto-Rotman School of Management.
- BALOG, Á. (2018). Analysis of SME segment lending processes in light of credit guarantees in the European Union. *Financial and Economic Review*, 17(1), 62-82.
- BECK, T., & KESSLER, N. (2023). The SME Finance Gap in The European Union. *Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper*, (2023_07).
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., & MARTINEZ PERIA, M. S. (2008). Bank financing for SMEs around the world: Drivers, obstacles, business models, and lending practices. *World Bank Policy Research Working Paper*, (4785).
- BELLEFLAME, P., LAMBERT, T., & SCHWIENBACHER, A. (2010, June). Crowdfunding: An industrial organization perspective. In *Prepared for the workshop Digital Business Models: Understanding Strategies*, held in Paris on June (pp. 25-26).
- BELKE, A. H. (2013). Finance access of SMEs: what role for the ECB?. *Ruhr Economic Paper*, (430).
- BERGER, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.
- BERGTHALER, M. W., KANG, M. K., LIU, M. Y., & MONAGHAN, M. D. (2015). *Tackling small and medium enterprise problem loans in Europe*. International Monetary Fund.
- BESSIERE, V., & STEPHANY, E. (2014). Le financement par crowdfunding: quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises?. *Revue française de gestion*, (5), 149-161.
- BLOCK, J., HORNUF, L., & MORITZ, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation?. *Small Business Economics*, 50, 3-27.
- BOSCHMANS, K., & PISSAREVA, L. (2018). Fostering markets for SME finance: Matching business and investor needs.



- BREMUS, F., & NEUGEBAUER, K. (2018). Reduced cross-border lending and financing costs of SMEs. *Journal of International Money and Finance*, 80, 35-58.
- BROYER, S; LIMBACH, S; DURAN, C. 2022 Policy Note 272 emitida por el SUERF *Financing Faster Growth For Europe's SMEs*.
- BRUNNERMEIER, M. K., & YOGO, M. (2009). A note on liquidity risk management. *American Economic Review*, 99(2), 578-583.
- CANTON, E., GRILO, I., MONTEAGUDO, J., & VAN DER ZWAN, P. (2013). Perceived credit constraints in the European Union. *Small business economics*, 41, 701-715.
- CHERNENKO, S., EREL, I., & PRILMEIER, R. (2022). Why do firms borrow directly from non banks?. *The Review of Financial Studies*, 35(11), 4902-4947.
- COMISION EUROPEA (2020a) *Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. COM(2020) 590 final. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0005.02/DOC_1&format=PDF [Consulta: 1-04-2024]
- COMISION EUROPEA (2020b) *Una estrategia para las pymes en pro de una Europa sostenible y digital*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. COM(2020) 103 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0103&from=ES> [Consulta: 1-04-2024]
- CORTES, K. R., DEMYANYK, Y., LI, L., LOUTSKINA, E., & STRAHAN, P. E. (2020). Stress tests and small business lending. *Journal of Financial Economics*, 136(1), 260-279.
- DE PRIJCKER, S., MANIGART, S., COLLEWAERT, V., & VANACKER, T. (2019). Relocation to get venture capital: A resource dependence perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(4), 697-724.
- DEANGELO, H., & DEANGELO, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall school of business working paper no. FBE*, 02-06.

- DEGRYSE, H., DE GOEIJ, P., & KAPPERT, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small business economics*, 38, 431-447.
- DIAMOND, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of financial Economics*, 33(3), 341-368.
- EÇA, A., FERRERIRA, M. A., PRADO, M. P., & RIZZO, A. E. (2021). The real effects of fintech lending on SMEs: Evidence from loan applications.
- FASSHAUER, I. (2016). *Controlling for the crowd?: The case of equity-crowdfunding platforms*. HAL
- FERRI, G., MURRO, P., & ROTONDI, Z. (2014). Bank lending technologies and SME credit rationing in Europe in the 2009 crisis. *Available at SSRN 2469699*.
- FI-COMPASS (2020) *Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union*. Banco Europeo de inversiones.
- GOLIC, Z. (2014). Advantages of crowdfunding as an alternative source of financing of small and medium-sized enterprises. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu*, (8), 39-48.
- GOPAL, M, and SCHNABL, P (2020), The rise of _nance companies and _ntech lenders in small business lending, Working Paper, NYU Stern School of Business.
- GRAHAM, J. R., & HARVEY, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- IVASHINA, V., & SCHARFSTEIN, D. (2010). Loan syndication and credit cycles. *American Economic Review*, 100(2), 57-61.
- JANG, Y. (2017). International corporate diversification and financial flexibility. *The Review of Financial Studies*, 30(12), 4133-4178.
- KHWAJA, A. I., & MIAN, A. (2008). Tracing the impact of bank liquidity shocks: Evidence from an emerging market. *American Economic Review*, 98(4), 1413-1442.
- KRAEMER-EIS, H., LANG, F., TORFS, W., & GVETADZE, S. (2016). European small business finance outlook. *EIF Research & Market Analysis*.



- KRAEMER-EIS, H., LANG, F., TORFS, W., & GVETADZE, S. (2015). European small business finance outlook. *EIF Research & Market Analysis*.
- KRAEMER-EIS, H., & LANG, F. (2014). *Guidelines for SME access to finance market assessments (GAFMA)* (No. 2014/22). EIF Working Paper.
- LAWLESS, M., O'CONNEL, B., & O'TOOLE, C. (2015). Financial structure and diversification of European firms. *Applied Economics*, 47(23), 2379-2398.
- MAC and BHAIRD, C., & LUCEY, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small business economics*, 35, 357-375.
- MAIER, E. (2016). Supply and demand on crowdlending platforms: connecting small and medium-sized enterprise borrowers and consumer investors. *Journal of Retailing and consumer Services*, 33, 143-153.
- MANIGART, S., & SAPIENZA, H. (2017). Venture capital and growth. *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, 240-258.
- MASIAK, C., MORITZ, A., & LANG, F. (2017). *Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters* (No. 2017/40). EIF Working Paper.
- MORITZ, A., BLOCK, J. H., & HEINZ, A. (2016). Financing patterns of European SMEs—an empirical taxonomy. *Venture Capital*, 18(2), 115-148.
- MOSCALU, M., GIRARDONE, C., & CALABRESE, R. (2020). SMEs' growth under financing constraints and banking markets integration in the euro area. *Journal of Small Business Management*, 58(4), 707-746.
- NASSR, I. K., & WEHINGER, G. (2014). Non-bank debt financing for SMEs: The role of securitisation, private placements and bonds. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2014(1), 139-162.
- NUÑEZ, F. I. (2022). La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020. *Revista Universitaria Europea* N° 36, 17-52.
- PAOLINI, P., PAOLINI, N., & MODAFFARI, G. (2019). Crowdfunding as a new collaborative process in the knowledge economy: A literature review. *VINE Journal of Information and Knowledge Management Systems*, 49(2), 241-255.

PARLAMENTO EUROPEO (2020) Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de octubre de 2020. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32020R1503> [Consulta: 1-04-2024]

SCHENK, A. (2015) Crowdfunding in the context of traditional financing for innovative SMEs. In *European Conference on Innovation and Entrepreneurship* (p. 636). Academic Conferences International Limited.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE – CCAF Publications (2021). *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/> [Consulta : 1-04-2024]

REFERENCIAS

¹ NUÑEZ, F. I. (2022). La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000-2020. *Revista Universitaria Europea* N^o, 36, 17-52.

² El programa STAREBEI (STAgés de REcherche BEI-EIB research internships) concede becas a las universidades para financiar la realización por jóvenes investigadores de proyectos de investigación propuestos por el Grupo BEI (BEI y FEI) bajo la supervisión conjunta de un tutor universitario y un cotutor del BEI. Disponible en su web <https://institute.eib.org/whatwedo/knowledge/starebei/>

³ La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (en inglés SAFE: Survey on the Access to Finance of Enterprises), a cargo del Banco Central Europeo, proporciona información sobre la evolución más reciente de la situación financiera de las empresas y documenta las tendencias en la necesidad y disponibilidad de financiación externa. Disponible en su web: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

⁴ SUERF es la abreviatura del nombre original de la Asociación, "Société Universitaire Européenne de Recherches Financières", con el que se registró originalmente la Asociación. El objetivo de la SUERF es el análisis, el debate y la comprensión de los mercados y las instituciones financieras, la economía monetaria, la dirección de la regulación, la supervisión y la política monetaria, y cuestiones afines. Disponible en su web <https://www.suerf.org/policynotes>

⁵ ORBIS (Open Repository Base on International Strategic Studies powered), está impulsado por ESPAS (The European Strategy and Policy Analysis System), el Sistema Europeo de Análisis de Estrategias y Políticas, un proyecto interinstitucional único destinado a reforzar los esfuerzos de la UE en el ámbito crucial de la planificación prospectiva. Disponible en su web <https://espas.secure.europarl.europa.eu/orbis/>

⁶ Documento disponible en <https://www.fi-compass.eu/publication/market-analysis/gap-analysis-small-and-medium-sized-enterprises-financing-european>

⁷ Dirección General de Política Regional y Urbana de la UE, departamento de la Comisión Europea responsable de la política de la UE sobre regiones y ciudades. Disponible en su web https://commission.europa.eu/about-european-commission/departments-and-executive-agencies/regional-and-urban-policy_en

⁸ Publicaciones del Fondo Europeo de Inversiones: European Investment Fund – Working Papers. Disponible en su web https://www.eif.org/news_centre/publications/all/index.htm



⁹ Es una de las principales herramientas que utiliza la Comisión Europea para supervisar y evaluar los avances de los países en la aplicación de la Estrategia PYME y la Small Business Act (SBA). Disponible en su web https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-strategy/sme-performance-review_en

¹⁰ <https://eur-lex.europa.eu/ES/legal-content/summary/a-small-business-act-for-european-smes.html>

¹¹ <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a435b6ed-e888-11e8-b690-01aa75ed71a1>

¹² Nota de prensa de la Comisión Europea disponible en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_1684

¹³ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-5-directing-smes-alternative-providers-funding_en

¹⁴ Basándose en amplias consultas públicas y en el Digital finance outreach, la Comisión Europea adoptó el 24 de septiembre de 2020 un paquete sobre finanzas digitales, que incluye una estrategia de finanzas digitales y propuestas legislativas sobre criptoactivos y resiliencia digital, para un sector financiero competitivo de la UE que dé a los consumidores acceso a productos financieros innovadores, garantizando al mismo tiempo la protección de los consumidores y la estabilidad financiera. https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en

¹⁵ <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/07/ccaf-2021-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-summary.pdf>

¹⁶ El programa de becas Lamfalussy se puso en marcha en 2003 y su objetivo es fomentar la investigación de alta calidad sobre la estructura, integración y funcionamiento del sistema financiero europeo. Disponible en su web <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/programmes/lamfalussy/html/index.en.html>

51

¹ "La política de la Unión Europea para mejorar el acceso a financiación de las pymes: Ejes de actuación y resultados en el periodo 2000 - 2020 " – Revista Universitaria Europea nº 36, págs. 17-52

² <https://institute.eib.org/whatwedo/knowledge/starebei/>

³ SAFE : Survey on the Access to Finance of Enterprises (https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

⁴ <https://www.suerf.org/policynotes>

⁵ ORBIS: Open Repository Base on International Strategic Studies powered by ESPAS, the European Strategy and Policy Analysis System (<https://espas.secure.europarl.europa.eu/orbis/>)

⁶ <https://www.fi-compass.eu/publication/market-analysis/gap-analysis-small-and-medium-sized-enterprises-financing-european>

⁷ Dirección General de Política Regional y Urbana de la UE (https://commission.europa.eu/about-european-commission/departments-and-executive-agencies/regional-and-urban-policy_en)

⁸ European Investment Fund – Working Papers (https://www.eif.org/news_centre/publications/all/index.htm)

⁹ European Commission (https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-strategy/sme-performance-review_en)

¹⁰ <https://eur-lex.europa.eu/ES/legal-content/summary/a-small-business-act-for-european-smes.html>

¹¹ <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a435b6ed-e888-11e8-b690-01aa75ed71a1>

¹² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_1684

¹³ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-5-directing-smes-alternative-providers-funding_en

¹⁴ https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en

¹⁵ <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/07/ccaf-2021-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-summary.pdf>

¹⁶ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/programmes/lamfalussy/html/index.en.html>

