

FACULTAD DE DERECHO

LOS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA. ANÁLISIS CRÍTICO DE SU MARCO JURÍDICO Y DE SU IMPACTO EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS STARTUPS

Autor: Ignacio Martínez Latorre.

5º E-3 B.

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Juana María Pardo

Madrid.

Junio 2026

Abstract

El presente trabajo analiza el marco jurídico de los mecanismos de financiación alternativa y su papel en la creación y consolidación de startups en España. Su objetivo es determinar cómo se regulan estas figuras, qué normas deben considerar los emprendedores e inversores al recurrir a ellas y en qué medida el ordenamiento ha sabido adaptarse hacia fórmulas de financiación no bancarias.

La investigación sigue una metodología dogmático-jurídica de carácter cualitativo, basada en el análisis sistemático de la legislación española y europea, la jurisprudencia relevante y la doctrina científica, complementado con elementos históricos y económicos.

En concreto, se examinan las principales fuentes de financiación alternativa (capital-riesgo, *crowdfunding*, *business angels*, aceleradoras e incubadoras), los instrumentos jurídicos novedosos que se están empleando para articular contratos de inversión (notas convertibles, SAFE y tokenización mediante criptoactivos) y las normas de fomento del ecosistema emprendedor.

El trabajo evalúa cómo el ordenamiento responde a las novedosas realidades económicas mediante una técnica dual, creando leyes específicas para algunas figuras y reconduciendo otras a instituciones preexistentes. Además, se explora cómo el derecho societario español está subordinado al régimen comunitario, pues la regulación de los instrumentos más novedosos se decide crecientemente en sede europea. Se concluye que el marco vigente compatibiliza, con carácter general, la promoción de la innovación con la protección de los operadores, lo que convierte esta sistematización en una herramienta útil para quienes participan en la financiación de empresas emergentes.

Palabras clave: financiación alternativa, empresas emergentes, régimen jurídico, Derecho de sociedades, contratos atípicos, pactos parasociales, criptoactivos.

Índice

Abstract **2**

Listado de abreviaturas **5**

1. Introducción **6**

1.1. Justificación del tema 6

1.2. Relevancia jurídica 7

2. Objetivos del Trabajo de Fin de Grado **8**

3. Metodología y plan de trabajo **9**

4. Contexto y evolución del marco jurídico de la financiación empresarial **11**

4.1. Del modelo bancocéntrico tradicional a los mecanismos de financiación alternativa 11

4.1.1. Concepto y evolución de la financiación alternativa *11*

4.1.2. Consolidación y relevancia económica de los mecanismos alternativos de financiación *13*

4.2. La irrupción de las startups como nuevo sujeto económico-jurídico 14

4.2.1. Reconocimiento jurídico de las startups como categoría diferenciada *14*

4.2.2. Marco normativo de financiación y apoyo al ecosistema emprendedor *15*

5. Fuentes de financiación alternativa para startups **17**

5.1. Capital-riesgo 17

5.1.1. LCR *18*

5.1.2. Ley ECR *21*

5.1.3. Ley Crea y Crece *24*

5.2. *Crowdfunding* o financiación participativa 25

5.2.1. Modalidades de crowdfunding *26*

5.2.2. Marco jurídico de la financiación participativa *28*

5.2.3. Implicaciones para las startups *32*

5.3. *Business angels* 33

5.3.1. Concepto de business angels *33*

5.3.2. Dificultad de determinación del régimen jurídico aplicable *36*

5.3.3. Pactos parasociales *38*

5.3.4. Préstamos participativos *41*

5.4. Aceleradoras e incubadoras 43

6. Instrumentos novedosos de financiación 44

6.1. Notas convertibles 44

6.2. SAFE 45

6.3. Tokenización y financiación basada en criptoactivos 46

7. Medidas adicionales de fomento de startups 47

7.1. Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial 47

7.2. Ley de Startups 49

7.2.1. Consideración como startup *49*

7.2.2. Régimen societario *50*

7.2.3. Ventajas fiscales *50*

7.2.4. Atracción de talento e inversión extranjero *51*

8. Conclusiones 52

9. Referencias bibliográficas 55

9.1. Legislación 55

9.2. Jurisprudencia 56

9.3. Obras doctrinales y artículos académicos 57

9.4. Publicaciones institucionales y profesionales 59

10. Reconocimiento del uso de IA 61

Listado de abreviaturas

AIFM: Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

CC: Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

ECR: Entidad de capital-riesgo.

EICC: Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

ENISA: Empresa Nacional de Innovación.

LCR: Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Ley Crea y Crece: Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

Ley ECR: Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Ley de Startups: Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes.

LFFE: Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

LSC: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

PFP: Plataformas de Financiación Participativa.

PYMES: Pequeñas y medianas empresas.

Reglamento de crowdfunding: Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Reglamento MiCA: Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos.

SAFE: Simple Agreement for Future Equity.

UE: Unión Europea.

1. Introducción

1.1. Justificación del tema

En las últimas décadas, los canales tradicionales de financiación bancaria han visto aparecer múltiples rivales especializados, denominados **mecanismos de financiación alternativa**. Estos han dotado a miles de empresas emergentes de financiación que antes les era inaccesible, pues responden a situaciones más concretas y diversas, sean de alta intensidad tecnológica o de un riesgo excesivamente elevado para la banca tradicional. Algunos ejemplos a tratar de esta expansión de los mercados de capitales privados son el capital-riesgo, el *crowdfunding* o los *business angels*[1].

En paralelo, la aparición de estas vías alternativas de financiación ha jugado un crucial papel en la predominancia contemporánea de las empresas emergentes, también denominadas "**startups**", vectores fundamentales de innovación y pioneros de la economía digital. En las industrias caracterizadas por incertidumbre y en los mercados emergentes, son estas empresas las que logran la competitividad. Por tanto, es esencial que las startups puedan acceder a préstamos privados para poder crecer y consolidarse.

Más aún entraña este contexto retos regulatorios y jurídicos cuando se atiende a la implementación de **herramientas digitales** en los procesos de financiación. A través de la introducción de plataformas electrónicas de inversión, algoritmos de evaluación de proyectos y aplicaciones *fintech* de intermediación financiera, se ha revolucionado la industria. Por ende, estos introducen nuevos riesgos legales específicos en la realidad jurídica, sean de transparencia, responsabilidad, protección de datos o de supervisión de mercados digitales.

Pues bien, para poder garantizar un equilibrio adecuado entre novedad económica y estabilidad jurídica, el Derecho, como instrumento de canalización del riesgo y de la innovación, debe ofrecer a los operadores un marco normativo claro y reconocible que permita el desarrollo ordenado y seguro de estos nuevos mecanismos de financiación. Sin embargo, este sector está caracterizado por una dispersión normativa entre leyes especiales, reglamentos europeos y figuras contractuales atípicas.

[1] Carbó y Rodríguez, 2015, p. 2

Además, la financiación alternativa ha sido tradicionalmente abordada desde una perspectiva empresarial y financiera, centrada en la rentabilidad, la valoración o la estrategia de inversión, quedando su dimensión jurídica relegada a un segundo plano. Esta circunstancia resulta paradójica, pues la viabilidad práctica de cada uno de estos instrumentos depende, en última instancia, de las normas que los regulan.

Por consiguiente, es aparente que el marco jurídico de los mecanismos de financiación alternativa y su impacto en el acceso a la financiación de las startups **requiere atención académica**. Este trabajo examina esta materia mediante un análisis sistemático de la legislación, la doctrina y la realidad económica, identificando las principales fuentes de financiación alternativa, exponiendo su regulación y ordenando las normas que todo emprendedor o inversor debe considerar al recurrir a ellas.

1.2. Relevancia jurídica

La obligación del legislador de adaptar el ordenamiento jurídico a la realidad económica acarrea múltiples debates doctrinales sobre si estas figuras encajan con nitidez en las categorías tradicionales, si es mejor adaptar las normas preexistentes a modelos de financiación plenamente digitales y transfronterizos, o si se requiere promulgar normas de nueva creación tanto nacionales como europeas. Para **ponderar si el marco regulatorio vigente ofrece una respuesta adecuada a esta cuestión** en el contexto español, se requiere llevar a cabo un análisis histórico-jurídico que exponga cómo España está afrontando esta revolución en las finanzas, cuyo reto normativo enfrenta la flexibilidad que se pretende ofrecer para no frenar el crecimiento económico, en especial para las empresas emergentes, contra el principio de seguridad jurídica.

Esta dualidad explica la relevancia del presente tema dentro del debate jurídico y doctrinal. El estudio de cómo el ordenamiento acoge instrumentos surgidos de la práctica económica permite valorar la capacidad de adaptación de las instituciones clásicas del Derecho mercantil y delimitar el régimen efectivamente aplicable a cada mecanismo, cuestión de enorme trascendencia práctica cuando la norma guarda silencio. Por tanto, este discurso guarda una doble finalidad jurídica, al ofrecer una sistematización ordenada de un marco normativo disperso que facilita su comprensión y aplicación por los operadores y simultáneamente contribuir a la labor de calificación jurídica de las figuras atípicas, aportando criterios que refuercen la seguridad jurídica en un ámbito donde la innovación avanza, por definición, más deprisa que el legislador.

2. Objetivos del Trabajo de Fin de Grado

El **objetivo principal** del presente Trabajo de Fin de Grado consiste en analizar de forma sistemática, crítica y jurídicamente fundamentada el marco normativo aplicable a los nuevos mecanismos de financiación, ampliando el foco de atención en aquellos preceptos de la ley que sean de especial interés en el contexto de la búsqueda de capital para la creación y consolidación de empresas emergentes. El trabajo persigue determinar en qué medida el Derecho mercantil y financiero vigente ha sido capaz de adaptarse a la progresiva sustitución del modelo bancocéntrico tradicional por fórmulas de financiación alternativas. Para ello, se pretende identificar las tensiones existentes entre la necesaria promoción de la innovación empresarial y la preservación de principios jurídicos esenciales, cuestionando en cada caso si las soluciones normativas son suficientes para garantizar flexibilidad en el emprendimiento.

Por otro lado, uno de los objetivos del trabajo es sintetizar los elementos jurídicos esenciales que deben ser considerados por quienes pretendan articular la financiación de una startup a través de mecanismos alternativos. Es decir, que cualquier emprendedor que se lea el presente trabajo, aun sin formación en Derecho, pueda comprender los condicionantes normativos, societarios y de responsabilidad asociados a cada opción para poder adoptar una decisión informada desde un punto de vista legal.

Adicionalmente, debido a la **naturaleza académica y doctrinal** de este trabajo, otro de los objetivos principales es desarrollar el análisis integral del tema a través de una estructura lógica que permita abordar progresivamente su contexto normativo, sus fundamentos dogmáticos y sus principales manifestaciones prácticas. Se seguirá un orden sistemático que conecte las distintas áreas del ordenamiento jurídico implicadas, permitiendo ofrecer una visión tanto jurídica como económica y global del fenómeno.

Por ello, para asegurar el máximo rigor académico posible en la búsqueda de fuentes, el trabajo pretende hacer uso de cuerpos normativos, jurisprudencia relevante y doctrina científica para determinar todas las cuestiones jurídicas y sociales que deriven del tema. El propósito de esta heterogeneidad de medios de información es asegurar que las conclusiones que se alcancen estén sustentadas por fuentes jurídicas contrastadas y metodológicamente sólidas.

3. Metodología y plan de trabajo

Como se detalla en los objetivos recién mencionados, para poder realizar una investigación exhaustiva, objetiva y actualizada es deóntico combinar el rigor académico con el análisis normativo. El **enfoque** empleado puede calificarse como dogmático-jurídico de carácter cualitativo, incorporando de forma complementaria determinados elementos históricos y sociales[1]. En consecuencia, la investigación se ha desarrollado mediante una metodología rigurosa orientada al estudio de los nuevos mecanismos de financiación y su impacto en el acceso a la financiación de las startups.

En primer lugar, se ha llevado a cabo una búsqueda profunda de **fuentes académicas** con el fin de construir una base sólida para la investigación. Bajo esta premisa se han estudiado y citado artículos doctrinales académicos, monografías, informes emitidos por instituciones estatales y publicaciones de despachos de abogados.

A través de estos trabajos se ha identificado la legislación que constituye el marco jurídico de la cuestión, las resoluciones judiciales relevantes para su comprensión y las principales aportaciones doctrinales que han incidido en el desarrollo conceptual de la materia. A tal efecto se han empleado plataformas de investigación académica como *Aranzadi, Dialnet*, *Google Scholar* o *ResearchGate*.

Una vez identificadas las cuestiones críticas objeto de estudio, la investigación se **estructura** de forma progresiva, partiendo de la contextualización del fenómeno analizado y de su marco conceptual para profundizar posteriormente en el régimen jurídico de los distintos mecanismos de financiación. El eje central del trabajo lo constituye el estudio del Derecho positivo, entendido en sentido amplio, integrando tanto la legislación mercantil, en especial la societaria y financiera, como la normativa de origen comunitario que incide directamente en estos instrumentos. La fuente de dicha legislación ha sido el Boletín Oficial del Estado.

Dentro de este amplio cuerpo normativo se han identificado, desde una perspectiva crítica y atendiendo a su grado de adecuación a la realidad económica subyacente, aquellos preceptos que resultan imprescindibles para dar respuesta a los retos derivados de la innovación. El análisis se centra exclusivamente en estas disposiciones, evitando generalizaciones y priorizando la normativa directamente vinculada con el objeto de estudio.

[1] Tantaleán, 2016, p. 3

De manera complementaria, la investigación incorpora el examen de la **jurisprudencia** relevante y de la doctrina científica. El criterio de selección seguido ha consistido en estudiar aquellas resoluciones y trabajos doctrinales que contribuyen a concretar el alcance práctico de las normas analizadas, clarificar su aplicación en la economía real o valorar si las soluciones legales vigentes responden adecuadamente a las necesidades del mercado. Este análisis permite identificar tendencias interpretativas, resolver posibles conflictos normativos y valorar el grado de seguridad jurídica existente en la aplicación de los distintos regímenes legales. Para ello, los recursos digitales de la Universidad Pontificia de Comillas han permitido acceder a fuentes protegidas y a bases de datos de jurisprudencia, entre las que destaca *Editorial Aranzadi* y *La Ley Digital*. Otras páginas web que se han empleado recurrentemente para la obtención de jurisprudencia han sido el Centro de Documentación Judicial (CENDOJ) y *VLex*.

Finalmente, como instrumento suplementario de apoyo y agilización de la búsqueda de información, se han empleado modelos de lenguaje de **inteligencia artificial** generativa como *ChatGPT*, *Elicit* o *Claude*. Su función ha sido primordialmente la aportación de ideas y la estructuración conceptual de determinados contenidos, sin que hayan participado en la redacción del texto incorporado al trabajo, garantizándose así la autenticidad del análisis realizado y la originalidad de las conclusiones alcanzadas.

4. Contexto y evolución del marco jurídico de la financiación empresarial

La financiación alternativa y las startups constituyen dos realidades cuya evolución ha estado estrechamente vinculada. La transformación del sistema financiero tras la crisis de 2008 impulsó el desarrollo de nuevas vías de captación de capital al margen de la financiación bancaria tradicional, mientras que la consolidación de las empresas emergentes puso de manifiesto la necesidad de adaptar el ordenamiento jurídico a modelos de negocio caracterizados por una elevada innovación, un rápido potencial de crecimiento y unas necesidades de financiación particulares. Como consecuencia, ambos fenómenos han evolucionado de forma paralela, influyéndose mutuamente tanto desde una perspectiva económica como regulatoria.

Por ello, el presente apartado tiene por objeto contextualizar el marco en el que surgen los mecanismos de financiación que serán analizados posteriormente. Examinará primero la evolución de la financiación alternativa y su progresiva consolidación como categoría jurídica y económica relevante dentro del mercado español. Seguidamente, se estudiará la irrupción de las startups como nuevo sujeto económico-jurídico y las principales reformas normativas que han tratado de favorecer su creación, financiación y desarrollo.

4.1. Del modelo bancocéntrico tradicional a los mecanismos de financiación alternativa

4.1.1. Concepto y evolución de la financiación alternativa

A propósito de este trabajo, el término de "**financiación alternativa**" se refiere a la financiación de empresas y particulares más allá de los bancos y los mercados estándar de deuda y capital. Cuando esta financiación se emplea para eliminar a los bancos tradicionales como intermediarios se denomina también "desintermediación financiera", un proceso que conecta a ahorradores con inversores directamente para financiar proyectos a través de nuevos instrumentos tecnológicos y financieros[1].

Para contextualizar la situación económica y jurídica en torno a la financiación de Startups y de demás pequeñas y medianas empresas en España, es necesario divulgar el entorno actual y sus antecedentes. Contrariamente a la regulación de entidades bancarias del principio de los 1990 en Estados Unidos, en España se permitió que los bancos ofrecieran gamas más amplias de servicios en el marco de lo que se denomina "**modelo de banca universal**". Por lo tanto, en lugar de una desintermediación, los bancos españoles han disfrutado de lo que se podría

[1] Carbó y Rodríguez, 2015

calificar como una intermediación reorientada. Como consecuencia, el sector privado se encontraba en una situación de dependencia total respecto de esta financiación bancaria, lo cual ha persistido. No obstante, la **crisis económica del 2008** produjo una reestructuración en el sistema bancario español, aumentando el centro de atención en las vías de financiación alternativa[1].

A continuación, para combatir el desastroso colapso económico que propició esta crisis, **la normativa endureció enormemente los criterios** sobre los cuales las entidades bancarias concederían créditos, una situación exaltada por el entorno de reformas regulatorias y bajos tipos de interés. Por consiguiente, los bancos se aferraban únicamente a activos seguros dentro de sus cuentas, lo que incentivó al mercado financiero alternativo a crecer. Este fenómeno, en el cual la regulación estricta y los tipos de interés mínimos propicia al crecimiento del sector crediticio privado, es observable en aquellos países que han estado sujetos a estas características, donde el crédito privado tiene un mayor peso en la economía[2].

En paralelo, el **entorno internacional y comunitario** propició el desarrollo de los mecanismos de crédito supletorios. Por ejemplo, la Comisión Europea lanzó el Plan Juncker, un plan de inversiones para Europa enfocado en reactivar la economía a través del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas[3]. Adicionalmente, el informe del Fondo Monetario Internacional (en adelante "**FMI**") afirmó que "la financiación no bancaria debería desarrollarse más, incluyendo a través de mercados alternativos, capital de riesgo y titulización, mejorando la transparencia y la exactitud de la información financiera"[4].

Con posterioridad a estas reformas, **la normativa de la financiación alternativa se consolidó como una categoría jurídica autónoma**. El marco jurídico evolucionó para favorecer a aquellas empresas con dificultades de acceso a la banca tradicional, desplazando el foco exclusivo que se tenía en la reactivación del crédito. Por ejemplo, por primera vez se regulaba la figura del *crowdfunding*, con legislación referente a ciertas obligaciones y deberes de responder a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante la "**CNMV**"), la definición de sus distintos tipos de inversores, o labores de supervisión[5].

[1] *Ibid*, p. 2
[2] Cáceres et al., 2025, p. 3
[3] Comisión Europea, 2018, párrafo 2
[4] FMI, 2015, apartado de Ayudando a crecer
[5] Carbó y Rodriguez, 2015, p. 4

Enseguida, como consecuencia de la **crisis provocada de la pandemia de 2020** y la simultánea expansión de la digitalización financiera, los mecanismos de financiación alternativa dejaron de concebirse únicamente como sustitutivos del crédito bancario, pasando a configurarse como canales especialmente adecuados para entornos de alta incertidumbre y rápido crecimiento.

Sin embargo, el ordenamiento jurídico no ha concluido su regulación de las nuevas herramientas de subvenciones privadas, pues la aparición de instrumentos digitales novedosos y rompedores transforman y amplían las vías alternativas de canalizar la financiación, reconfigurando el concepto en sí mismo[1].

4.1.2. Consolidación y relevancia económica de los mecanismos alternativos de financiación

Por consiguiente, los mecanismos de financiación alternativa no solamente han despertado un **gran interés político y empresarial**, sino que a lo largo de la última década han alcanzado una posición consolidada en el mercado. Según el FMI, la financiación alternativa tiene su mayor concentración en Estados Unidos, seguido por Europa, donde en 2025 representó aproximadamente el 50% del crédito corporativo total[2]. Si bien en España actualmente sigue existiendo una dependencia en gran medida de la financiación bancaria, pues solamente el 20% del crédito que reciben las empresas proviene de mecanismos alternativos de financiación, el acelerado aumento de las cuantías de capital que se están ofreciendo refleja una aparente etapa de desarrollo estimulado en el sector[3]. Eso se debe a que se ha apreciado un crecimiento tanto en el volumen de operaciones como en la heterogeneidad de los perfiles las sociedades participantes[4]. Concretamente, el informe anual de 2025 de la CNMV sitúa el patrimonio conjunto de las entidades de capital-riesgo en los 56.147 millones de euros[5], y consta que muestra un comportamiento positivo y alcista.

Más aún ganan importancia estas vías de recaudación de capital cuando se trata de **pequeñas y medianas empresas** (en adelante "**PYMES**"), quienes sufren mayores presiones financieras durante temporadas de crisis crediticia, pues estas presiones quedan más aliviadas cuando se emplean técnicas de diversificación de fuentes de financiación. Según el Banco de España, muchas de estas empresas pueden experimentar dificultades para acceder a créditos bancarios,

[1] Adarraga et al., 2025, p. 6
[2] FMI, 2024
[3] Cáceres et al., 2025
[4] *Ibid.*, p. 3
[5] P. 28

mientras que las vías alternativas proporcionan mayor flexibilidad, pues cuentan con un nivel de especialización que ofrece un sistema más riguroso de análisis y seguimiento[1]. Las últimas regulaciones en España han tenido como objetivo diversificar aún más los tipos de financiación disponibles, así como incentivar a los bancos para que presten más atención a los préstamos a las PYMES. En ese sentido, algunos ejemplos de estas fuentes son la financiación de la deuda, el mercado bursátil alternativo y el capital-riesgo[2].

Al mismo tiempo, **otros canales más nuevos e innovadores** también han experimentado una gran evolución, como vienen siendo el *crowdfunding* o los préstamos empresariales entre particulares (P2P). Así pues, la financiación total procedente de estas fuentes fue de aproximadamente 62 millones de euros en 2014, mientras que en 2024 superaron volúmenes de 10.000 millones de euros, lo que supone que en la última década estos mecanismos han crecido un 160% dentro del sector privado[3]. Además, todos los pronósticos económicos indican que el alza de esta industria se mantendrá en los próximos años, aumentando su cuota de mercado en todos los sectores[4].

4.2. La irrupción de las startups como nuevo sujeto económico-jurídico

4.2.1. Reconocimiento jurídico de las startups como categoría diferenciada

La **startup, o empresa emergente**, ha marcado la evolución del derecho mercantil español y comunitario, además del marco jurídico de la financiación empresarial, gozando de un tratamiento legal específico. Su aparición obligó al legislador a cuestionar si las estructuras societarias tradicionales eran las más apropiadas para responder a sus necesidades y vicisitudes, pues su carácter innovador, potencial de crecimiento acelerado y necesidades de financiación las configuran como un sujeto del derecho con necesidades particulares[5].

La **definición legal de las startups** proviene de la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (en adelante la "**Ley de Startups**"). Conforme al artículo 3 de esta ley, una empresa emergente es aquella empresa de nueva creación, o con una antigüedad no superior a cinco años, o siete para determinados sectores, que no resulte de una fusión o transformación societaria y que mantenga presencia efectiva en España. Con esta

[1] *Ibid.*, p. 2
[2] Carbó y Rodríguez, 2015, p. 1
[3] *Id.*
[4] *Ibid.*
[5] Navarro y Soriano, 2024, p. 5

definición, y a través de esta norma, el ordenamiento jurídico reconoció por primera vez esta categoría jurídica.

La **particularidad esencial más relevante de estas empresas para el derecho societario** es que no se impone ninguna forma societaria específica. Si bien en la práctica se tiende a adoptar la estructura de una sociedad limitada, la flexibilidad formal responde a una voluntad del legislador por favorecer el emprendimiento innovador, evitando rigideces que puedan obstaculizar el crecimiento de las startups[1].

A propósito de esto, la **configuración jurídica de las startups** presenta elementos distintivos respecto del régimen general de las sociedades de capital; ventajas económicas, administrativas y fiscales que implementan un régimen favorable como consecuencia de su consideración como un nuevo sujeto económico-jurídico, explorado en mayor profundidad en el apartado 7.2 (Ley de Startups).

4.2.2. Marco normativo de financiación y apoyo al ecosistema emprendedor

Con respecto a la manera en la que **esta novedosa legislación repercute en las posibilidades de financiación de las empresas**, se pueden apreciar elementos regulatorios fragmentados en distintos cuerpos normativos que inciden en esta cuestión. Por ejemplo, además de la Ley de Startups, la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (en adelante la "**Ley Crea y Crece**") introduce modificaciones sustanciales en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante la "**LSC**") debido a las particularidades de las empresas emergentes. A destacar entre estas reformas es la reducción del capital social mínimo exigido para constituir sociedades de responsabilidad limitada, pues típicamente las startups carecen de recursos de financiación significativos en sus fases iniciales[2].

Adicionalmente, para **atraer inversores especializados**, la legislación sobre empresas emergentes refuerza la utilidad práctica de los pactos parasociales en las empresas emergentes al facilitar su articulación e integración en la estructura societaria, reconociendo el papel central que desempeñan en la regulación de las relaciones entre fundadores e inversores. El propósito de esto es facilitar que ciertas entidades, como los fondos de capital-riesgo o *business angels*, se puedan incorporar en las empresas con una fricción reducida, pues típicamente la

[1] Preámbulo Ley de Startups
[2] Navarro y Soriano, 2024, p. 9

participación de estos se articula a través de pactos engorrosos que regulan derechos como los de información, preferencia o veto.

Más aún, el **acceso de las startups a los mecanismos de financiación alternativa** tiene un marco legal que lo soporta de forma individualizada, pues el ordenamiento reconoce expresamente que instrumentos como el *equity crowdfunding* son idóneos para aportar capital a estas empresas. A través de normas específicas como la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en adelante "**LFFE**"), o el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas (en adelante el "**Reglamento de crowdfunding**"), se facilita que inversores privados puedan participar en estas empresas a través de plataformas digitales.

Por otro lado, **la CNMV juega un papel importante** en la acomodación de las realidades económicas para este nuevo sujeto jurídico. Como se explorará más adelante, esta institución ejercita funciones de supervisión, inspección y armonización legislativa en materia de capital-riesgo, *crowdfunding* y criptoactivos.

Por otro lado, es imprescindible mencionar el crucial papel que ha jugado el **Derecho de la Unión Europea** (en adelante "**UE**") en la integración de las startups en la normativa española, pues estas empresas emergentes se consideran un fenómeno comunitario cuyo impacto excede el espacio nacional. La Directiva (UE) 2019/1151 sobre digitalización de sociedades aboga por el empleo de herramientas digitales en la constitución y operación de empresas emergentes, considerando que para fomentar el éxito de las startups europeas deben de operar en un mercado único, reduciendo las trabas regulatorias para su extensión transfronteriza[1]. Otra normativa europea a destacar en este ámbito europeo es el anteriormente mencionado Reglamento de crowdfunding, fomentando la captación de financiación de inversores de otros Estados miembros.

[1] Preámbulo Directiva 2019/1151

5. Fuentes de financiación alternativa para startups

Como se ha expuesto en apartados anteriores, la financiación empresarial ha experimentado una profunda transformación durante las últimas décadas. La tradicional dependencia de las entidades de crédito ha dado paso a un ecosistema mucho más diversificado, en el que conviven distintos mecanismos de captación de capital especialmente relevantes para las startups, donde la búsqueda de proyectos con alto potencial de crecimiento ha favorecido la aparición y consolidación de nuevas formas de inversión al margen de los canales financieros tradicionales.

El presente capítulo analiza estas principales fuentes de financiación alternativa. En particular, se estudiarán el capital-riesgo, el *crowdfunding* y los *business angels*, incorporándose asimismo una breve referencia a las aceleradoras e incubadoras debido a su frecuente vinculación con los procesos de creación y crecimiento empresarial. El análisis seguirá una metodología común para cada una de estas figuras, comenzando por su delimitación conceptual para, posteriormente, examinar su régimen jurídico en España y aquellos elementos normativos que presentan una mayor trascendencia para emprendedores e inversores.

El objetivo es ofrecer una visión sistemática de las principales implicaciones jurídicas asociadas a cada mecanismo y facilitar la comprensión de los factores legales que deben valorarse al optar por una u otra vía de financiación.

5.1. Capital-riesgo

El capital-riesgo constituye uno de los principales mecanismos de financiación alternativa al crédito bancario y a los mercados de capitales para empresas que, por su perfil de riesgo o por su fase de desarrollo, no pueden acceder a las fuentes financieras tradicionales. Su importancia resulta especialmente acusada en el caso de las startups y de las pequeñas y medianas empresas en fase semilla o de crecimiento temprano, que dependen de inversores profesionales dispuestos a aportar no solo recursos financieros, sino también experiencia y redes de contacto.

Está compuesto por dos principales entidades crediticias; los **fondos de *venture capital***, que se destina a las primeras fases de arranque del desarrollo de las empresas mediante la aportación de capital semilla, y el ***private equity***, que está especializado en empresas en etapas de expansión, crecimiento o madurez con una rentabilidad ya asentada[1].

[1] Preámbulo I III Ley ECR

El presente apartado reconstruye el marco jurídico de estas figuras en orden cronológico y temático. Se partirá de las bases regulatorias establecidas por la legislación de capital-riesgo, incorporando seguidamente sus reformas más recientes, continuando con un análisis doctrinal y jurisprudencial en materia de importantes resoluciones interpretativas al respecto, y concluyendo con su impacto sobre el ecosistema emprendedor.

El análisis del marco jurídico de estas figuras exige distinguir dos planos. En el plano sustantivo, su régimen se articula en torno a la legislación reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, supervisada por la CNMV. En el plano dinámico, ese régimen ha experimentado una evolución sustancial. Se reguló por primera vez con la pionera Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (en adelante la "**LCR**"). Posteriormente, fue derogada por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (la "**Ley ECR**"). Finalmente, como consecuencia del cambio en el ecosistema de financiación propulsado por la Ley Crea y Crece, se han introducidos reformas estructurales adicionales.

5.1.1. LCR

En la exposición de motivos III de la LCR se cita a las sociedades de desarrollo industrial como precedentes de las sociedades de capital-riesgo. De forma simplificada, estas son sociedades de capital público o mixto orientadas a la promoción industrial y al desarrollo de tejido empresarial en su ámbito territorial, introducidas por la Ley 18/1982, de 26 de mayo, sobre régimen fiscal de agrupaciones y uniones temporales de Empresas y de las Sociedades de desarrollo industrial regional.

La LCR define el concepto de una entidad de capital-riesgo (en adelante "**ECR**") por primera vez en su art. 2.1. No obstante, esta definición no queda del todo clara, pues hace referencia a otra figura societaria que se explica en el artículo posterior, la de entidad financiera. Por ende, se ha construido la siguiente tabla explicativa de las clasificaciones de la LCR:

Concepto	Arts. LCR	Definición
Entidad de capital-riesgo	2.1	Categoría genérica que engloba a todas las entidades financieras cuyo objeto principal es la toma de participaciones **temporales** en el capital de empresas no financieras y no inmobiliarias que, al momento de la inversión, no coticen en un mercado regulado de la UE u OCDE. Puede tomar una de dos formas jurídicas (art. 4.1): las sociedades de capital-riesgo y los fondos de capital-riesgo. Ambas figuras requieren la autorización previa de la CNMV y su registro tanto en el Registro Mercantil como en los registros de la CNMV, conforme al artículo 7.
► De régimen simplificado	4.2	ECR sujeta a un régimen aligerado por dirigirse a inversores cualificados o restringidos, justificado por su sofisticación y limitado número de partícipes. Requiere reunir cumulativamente tres notas: 1. Oferta de acciones o participaciones estrictamente privada, sin actividad publicitaria 2. Compromiso mínimo de inversión de 500.000 € por inversor, dispensado cuando se trate de inversores institucionales o de administradores, directivos y empleados de la propia entidad o de su gestora. 3. Número de inversores igual o inferior a veinte, sin computar a esos mismos inversores institucionales ni internos.
►De régimen común	4.3	Establece una cláusula de cierre, y funciona como el estándar regulatorio por defecto, al rezar que es ECR de régimen común toda aquella que no reúna alguna de las tres características del régimen simplificado. Queda sometida al régimen de supervisión y garantías más exigente de la Ley.
Entidad financiera	3.3	Concepto definido por una enumeración *numerus clausus*, entre las que destacan las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, y las sociedades y los fondos de capital-riesgo.
Sociedad de capital-riesgo	4.1 y 28	Especie de ECR que adopta forma de sociedad anónima con personalidad jurídica propia, cuyo objeto social principal es aquel que se menciona en el art. 2 de la ley.

Concepto	Arts. LCR	Definición
		Puede gestionar sus inversiones por sí misma o encomendarlas a una sociedad gestora, lo que constituye su rasgo distintivo frente al fondo. Supletoriamente se rige por la LSC, prohibiéndose las ventajas de fundadores o promotores que esta admite.
Fondo de capital-riesgo	4.1 y 32	Especie de ECR configurada como patrimonio separado sin personalidad jurídica, perteneciente a una pluralidad de inversores. A diferencia de la sociedad de capital-riesgo, carece de órganos propios y no puede autogestionarse, por lo que su gestión y representación corresponden necesariamente a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo y asume la realización de las actividades de los arts. 2 y 3. La condición de partícipe se adquiere por la mera aportación al fondo común.
Sociedad gestora de entidades de capital-riesgo	40	Son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo. Como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas no financieras definidas en el artículo 2 de esta Ley.
Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva	41	Gestionan instituciones de inversión colectiva, figura regulada en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. También podrán gestionar fondos de capital-riesgo y activos de sociedades de capital-riesgo.

Por tanto, los rasgos que delimitan la figura de la ECR frente a un holding ordinario o una inmobiliaria son la temporalidad de la participación y el carácter no financiero ni inmobiliario de la participada.

5.1.2. Ley ECR

La evolución del marco normativo dio un giro relevante con la **Ley 22/2014**, que derogó la LCR y pasó a regular las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras. Esta norma transpuso al ordenamiento español la **Directiva 2011/61/UE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, buscando adaptar el régimen español a la nueva legislación de la Unión Europea, que a su vez buscaba propiciar la financiación no bancaria[1]. Aquí se puede apreciar con claridad el fenómeno explicado en el apartado 4 del presente trabajo sobre la alineación del derecho financiero español con las tendencias europeas de simplificación y flexibilización, respondiendo a lo que Navarro y Soriano denominan el "espíritu europeo"[2].

La Ley ECR estableció el marco previo sobre el que se asentarían las reformas posteriores, persiguiendo corregir el desequilibrio histórico del sector español, que estaba orientado hacia empresas consolidadas en lugar de pequeñas y medianas empresas[3].

Un aspecto importante a mencionar de esta ley se destaca en una publicación de Garrigues, donde Jesús Ibánez declara que:

> Esta ley supone un vuelco tanto a la regulación del capital-riesgo como de otras formas de inversión privada que ha sido conveniente meter en el mismo saco. Ese saco se denomina **entidades de inversión colectiva de tipo cerrado** (en adelante "**EICC**").
>
> … Las EICC se caracterizan por ser entidades a través de las cuales se canaliza la inversión de una pluralidad de inversores respetando una política de inversión que cumple con los siguientes requisitos: (i) las desinversiones se producen de forma simultánea para todos los inversores; y (ii) lo percibido por cada inversor lo es en función de los derechos que le correspondan a cada uno, según lo que se establezca en los estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones[4]."

La implementación de la categoría de las EICC es de suma importancia para las *startups*, pues se crea un tipo especial de ECR denominado **ECR-PYME**, que introduce un régimen más flexible que para las otras entidades y está destinada especialmente a este tipo de empresas con la intención de aumentar la presencia del *venture capital* en España, donde antes había una

[1] Amantegui et al., 2014 e Ibañez Benlloch, 2014
[2] 2014, p. 4
[3] Amantegui et al., 2014
[4] Ibañez Benlloch, 2014., párrafos 1 y 2

predominancia de fondos de *private equity*[1]. La flexibilización alcanza también al régimen financiero, al permitirse un abanico más amplio de instrumentos financieros que en la norma de 2005.

El **régimen societario de la sociedad de capital-riesgo** se actualiza igualmente: el capital social suscrito mínimo se mantiene en 1.200.000 euros, pero se reduce a 900.000 euros en las ECR-Pyme, con un desembolso inicial mínimo del 25% y el resto en un plazo de doce meses desde el registro en la CNMV, frente al desembolso del 50% en tres años de la LCR. Esto se modificará en 2022 con la entrada en vigor de la Ley Crea y Crece. En conjunto, la Ley ECR moderniza el marco mediante mayor libertad de constitución, ampliación de instrumentos y traslado del control hacia la gestora[2].

No obstante, el cambio de paradigma más relevante es el desplazamiento del eje supervisor desde la entidad hacia la gestora. La Ley ECR elimina casi por completo el régimen de intervención administrativa previa de la CNMV sobre las propias entidades de capital-riesgo. Como consecuencia, mientras la sociedad gestora queda sujeta a autorización, las ECR pasan a requerir únicamente constitución e inscripción registral, sin autorización previa. Coherentemente, la Ley sitúa el **foco en la regulación en las sociedades gestoras**, configurándolas como las entidades protagonistas del sector. Su *ratio* es que considera que la protección de los inversores y la estabilidad del mercado se garantizan de forma más eficaz mediante la supervisión de las entidades gestoras que mediante el control individualizado de cada vehículo de inversión, especialmente tras la incorporación al régimen legal de nuevas EICC con estructuras y estrategias de inversión heterogéneas[3].

Por otro lado, como indica su nombre, el riesgo es una característica inherente de estas actividades de financiación, y es determinante explorar el **alcance de este riesgo**. En la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 214/2019, de 29 de mayo, se planteó si el fracaso de una empresa participada y la consiguiente pérdida de valor de la inversión podían considerarse acontecimientos imprevisibles suficientes para eximir a una entidad de capital-riesgo del cumplimiento de determinadas obligaciones contractuales previamente asumidas.

En su fallo, la Audiencia rechazó dicha imprevisibilidad, al entender que precisamente la elevada incertidumbre asociada a este tipo de proyectos constituye uno de los riesgos

[1] *Ibid.*, párrafo 3
[2] Art. 26 Ley ECR
[3] *Ibid*., párrafos 5 y 6

característicos de esta modalidad de actividad inversora. Afirmó también que el mayor riesgo de la inversión se produce en la fase de capital semilla, lo que se traduce en que la propia ley considera más arriesgado la actividad de *venture capital* que de *private equity*.

En cuanto a ciertas **limitaciones de inversión de las ECR** españolas, hoy se hallan principalmente en los artículos 13 a 19 de la Ley 22/2014. El régimen exige a las ECR mantener al menos el 60% de su activo computable en activos aptos vinculados a su objeto principal, lo que constituye el **coeficiente obligatorio de inversión**[1]. Dentro de ese coeficiente se admiten los préstamos participativos, si bien los préstamos participativos cuya rentabilidad no esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa, que solo computan hasta el 30% del total del activo computable. Los límites de concentración prohíben invertir más del 25% del activo computable en una misma empresa, ni más del 35% en empresas pertenecientes al mismo grupo[2]. Estas reglas de diversificación están diseñadas para mitigar el riesgo de inversión. Conviene precisar que la ECR-Pyme dispone de un régimen más laxo, con un límite del 40% tanto por empresa individual como por grupo[3].

Existe flexibilidad temporal en el cumplimiento de estos umbrales. El coeficiente de diversificación puede incumplirse durante los primeros tres años desde la inscripción en el registro de la CNMV[4]. La Ley Crea y Crece de 2022 matizó este punto, aclarando que esos tres años se cuentan desde la fecha de inicio de operaciones que figure en el reglamento de la entidad y, en su defecto, desde la inscripción en el registro de la CNMV. En caso de ampliación de capital o nueva aportación de recursos, el coeficiente obligatorio puede incumplirse durante los tres años siguientes a la ampliación[5]. Asimismo, la CNMV puede, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de estos porcentajes o ampliar los plazos a solicitud de la entidad, atendiendo a la situación del mercado.

El **régimen sancionador** por incumplimiento de las obligaciones de las ECR se encuentra en los arts. 91 a 102 de la Ley ECR. Le corresponde a la CNMV velar por el cumplimiento permanente de dichas obligaciones, incluyendo las relativas a los coeficientes de inversión, diversificación y límites operativos. Para ello, la ley le atribuye amplias facultades de inspección, requerimiento de información, intervención supervisora y sanción.

[1] Art. 13 Ley ECR
[2] Art. 16 *Ibid.*
[3] Art. 23 *Ibid*.
[4] Art. 17 *Ibid.*
[5] *Id.*

La Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 185/2017, de 16 de marzo, destaca que las obligaciones impuestas a las entidades supervisadas por la normativa financiera no pueden entenderse como meras exigencias formales, sino como instrumentos destinados a garantizar la transparencia del mercado y la adecuada protección de los inversores. Desde esta perspectiva, los deberes de información, valoración y llevanza de la contabilidad adquieren una relevancia especial, pues permiten a la CNMV ejercer eficazmente sus funciones de supervisión y verificar el cumplimiento de las obligaciones legales impuestas a las entidades de capital-riesgo.

5.1.3. Ley Crea y Crece

Como se ha mencionado previamente, esta ley entró en vigor con el **objetivo de facilitar la creación empresarial** y el acceso a la financiación privada[1]. Introdujo medidas para agilizar los trámites de constitución de sociedades y renovó la regulación del *crowdfunding* y del capital riesgo, incluyendo la autorización de la CNMV para las plataformas de financiación participativa. Asimismo, incorporó nuevas figuras de inversión, como el fondo de inversión a largo plazo y el fondo de deuda.

La reforma más significativa introducida por la Ley Crea y Crece es la **reducción del capital social mínimo** para las sociedades de responsabilidad limitada a un euro, modificando el anterior requisito de 3.000 euros que había permanecido invariable[2].

Para las startups, las reformas configuran un régimen jurídico beneficioso que les facilita el acceso a financiación adecuada, con simplificación de los procedimientos de constitución y reducción de costes.

Sin embargo, volviendo a la **regulación del capital-riesgo**, la Ley Crea y Crece no constituye un texto tangencial respecto del capital-riesgo, sino una reforma efectiva de la Ley 22/2014 que amplía los vehículos disponibles, reduce las exigencias de desembolso de la sociedad de capital-riesgo y flexibiliza el coeficiente obligatorio de inversión. Su tratamiento resulta, por tanto, ineludible en el análisis del marco vigente.

En concreto, la reforma que realiza sobre la normativa del capital-riesgo se haya en su art. 17, denominado de la siguiente manera: “Modificación de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre,

[1] Navarro y Soriano, 2024
[2] Art. 2 Uno Ley Crea y Crece

por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado".

En primer lugar, se amplía el catálogo de vehículos de inversión. La Ley Crea y Crece incorpora un nuevo artículo 4 bis a la Ley 22/2014 que reconoce la figura de los fondos de deuda, estableciendo obligaciones y requisitos adicionales para que las sociedades gestoras puedan constituirlos, orientados a garantizar la adecuada gestión del riesgo de crédito[1]. En coherencia con esta finalidad, se crean asimismo las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado de préstamos, cuyo objeto principal es la inversión en facturas, préstamos, créditos y efectos comerciales propios del tráfico mercantil, con los consiguientes requisitos para sus gestoras[2].

Después se flexibiliza el régimen societario de la sociedad de capital-riesgo. Se reduce del 50% al 25% el porcentaje del capital social que debe hallarse desembolsado en el momento de su constitución, acortándose igualmente el plazo para el desembolso íntegro del resto[3].

En tercer lugar, se modifica el coeficiente obligatorio de inversión. Conforme a la nueva redacción del artículo 13, las entidades de capital-riesgo pueden invertir hasta el cien por cien de su activo computable, sin incumplir dicho coeficiente, en otras entidades de capital-riesgo constituidas con arreglo a la Ley, lo que les facilita las estructuras de fondos[4].

5.2. *Crowdfunding* o financiación participativa

La denominada **financiación participativa**, o ***crowdfunding***, es definida en su sentido amplio por Clavijo como una "actividad de financiación colaborativa y colectiva en la que promotores de proyectos, mediante convocatoria abierta y pública solicitan y reciben financiación de particulares" (2016, p.3). En otras palabras, es un mecanismo en el que diferentes sujetos ponen en común recursos de financiación relativamente pequeños individualmente, pero de gran importe colectivamente, con el propósito de aportar capital a terceros que requieren de este dinero para la creación o ejecución de proyectos. En general, se realizan a través de Internet.

En este sentido, el elemento que más destaca de este modelo de financiación es la voluntariedad de los particulares que deciden prestar su apoyo, pues las actividades que reciben de estos ingresos se caracterizan por ser buenas iniciativas, por mejorar la sociedad o por su espíritu

[1] Art. 17 Ley Crea y Crece
[2] Deloitte, 2022 y art. 17 Uno Ley Crea y Crece
[3] Art. 17 diez Ley Crea y Crece
[4] Art. 17 *Ibid.*

innovador. Es por este motivo por lo que también se ha denominado al *crowdfunding* como "micromecenazgo". Por consiguiente, las principales beneficiarias de esta herramienta son las empresas medianas y pequeñas. Las plataformas a través de las cuales se realizan estas inversiones actúan plenamente como intermediarios, pues no ostentan ningún interés económico en las actividades que promocionan, aunque ciertamente cobran comisiones sobre las sumas obtenidas que varían porcentualmente según la plataforma que se trate[1].

Por supuesto, esta figura constituye una manifestación paradigmática del **impacto estructural** que **Internet** ha proyectado sobre la economía contemporánea y, de manera particular, sobre los mecanismos de financiación empresarial. El informe anual de 2025 de la CNMV consta que al cierre del año 27 entidades de financiación participativa figuraban inscritas en el registro. La doctrina considera que estas redes digitales jugaron un papel imprescindible en la expansión del *crowdfunding* por el potencial que tiene para conectar de forma masiva a pequeños inversores dispersos geográficamente, elemento imprescindible para que se pueda aportar capital en esta índole.

5.2.1. Modalidades de crowdfunding

En concreto, esta tiene cuatro modalidades principales dentro de ella, **el *crowdfunding* de donación, *crowdfunding* de recompensa, *crowdfunding* de inversión y finalmente el *crowdfunding* de préstamo**. Las diferencias entre estas modalidades se deben a los distintos criterios de retribución hacia los inversores, conocidos como "*crowdfunders*". Según el servicio del cual se trate, la naturaleza jurídica de una operación u otra varía, pues la onerosidad o no del contrato determina si se trata de donaciones, compraventas, aportaciones de capital o préstamos.[2] Por consiguiente, la categorización del contrato en cuestión repercute en la aplicabilidad, o no, de ciertos preceptos legales, por lo que a continuación se expondrán las diferencias claves entre un tipo u otro.

***Crowdfunding* de donación:** es un modelo caracterizado por ser promovido por asociaciones u ONG, pues las aportaciones que se realizan no acarrean ninguna contraprestación, es decir, que no tienen ánimo de lucro. Ostentan la naturaleza jurídica de una donación modal, ya que la donación viene condicionada por el *animus donandi* del prestamista, que determina que esa cuantía se debe destinar únicamente para financiar el proyecto en

[1] Clavijo, 2016, 4
[2] *Ibid.*

cuestión. El cumplimiento de estas exigencias está protegido por el Código Civil (en adelante "**CC**"), que legitima el cumplimiento forzoso o la revocación de la atribución realizada[1].

***Crowdfunding* de recompensa:** se destina a la financiación de proyectos creativos, artísticos o culturales, y están íntegramente ligados al cumplimiento del objetivo de financiación que el promotor determina de antemano. Consecuentemente, los pagos únicamente se abonan cuando el proyecto acumula la cuantía suficiente, y por ende a esta modalidad de financiación se le referencia también como la "todo o nada". La naturaleza jurídica de esta situación ha generado mucha polémica entre la doctrina, pues se debate si el bien o servicio artístico realizado constituye una contraprestación a la aportación del *crowdfunder*, en cuyo caso se constituiría como una compraventa.[2]

Aquellos autores a favor de esta calificación argumentan que existe una firme correlación entre la recompensa que resulta del proyecto y la cifra que este recibió como aportación, y que cuando hay una discrepancia de valor entre estos son donaciones subyacentes a la compraventa principal, sea entre aportante y beneficiario o viceversa. Por el contrario, la doctrina científica que rehúsa esta teoría cuestiona si existe realmente un sinalagma funcional que forma una relación de reciprocidad en las entregas. Así es que afirman que se trata de una donación, puesto que no se puede apreciar ningún vínculo jurídico que formalice exigibilidad por parte de los *crowdfunders* a un cierto estándar de calidad, sino que las aportaciones son fruto de "un voluntario espíritu de liberalidad"[3].

***Crowdfunding* de inversión**: este mecanismo es una modalidad de financiación participativa en virtud de la cual una pluralidad de inversores realiza aportaciones dinerarias a un proyecto empresarial a través de una plataforma digital, obteniendo como contrapartida valores representativos del capital o instrumentos de naturaleza participativa de la entidad promotora. Como es de esperar, las participaciones en el capital social vienen acompañadas del derecho a participar en los beneficios de la sociedad según las condiciones estatutarias que se interpongan, aunque no se suelen distribuir derechos de voto. Se tratan por tanto de aportaciones de capital con dividendos preferentes[4].

***Crowdfunding* de préstamo o "*crowdlending*"**: como bien indica su nombre, se trata de un préstamo aportado por el *crowdfunder* que debe de ser reembolsado según los plazos

[1] Arts. 531 y 647.1 CC
[2] Clavijo, 2016, p. 8
[3] *Ibid.*, p. 10
[4] *Ibid.*, p. 12

fijados previamente, y a un tipo de interés acordado, por el promotor del proyecto. La inversión en sí que califica como una provisión de fondos. Esta modalidad acarrea obligaciones adicionales respecto del resto, especialmente deberes de registro. Junto con la financiación participativa de inversión, estas dos modalidades son las más rigurosamente reguladas por la LFFE, por lo que el presente documento se centrará principalmente en aquellas[1].

5.2.2. Marco jurídico de la financiación participativa

Debido a la novedosa naturaleza del *crowdfunding*, su tipicidad normativa se remota a poco más de diez años atrás con la publicación de la LFFE. Esta fue la primera norma nacional en regular la figura, y ha experimentado grandes cambios en su texto desde entonces tras la entrada en vigor del Reglamento de crowdfunding y la Ley Crea y Crece.

En su exposición de motivos III, la LFFE hace mención por primera vez al micromecenazgo bajo la denominación de "**plataformas de financiación participativa**" (en adelante "**PFP**"). Este apartado reza:

> El título V establece por primera vez un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas como "crowdfunding". Estas plataformas, que constituyen un novedoso mecanismo de desintermediación financiera desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías, han crecido de manera muy significativa en los últimos años.

La Audiencia Nacional se pronunció acerca de la importancia de que el poder legislativo concretase el régimen jurídico de las PFP al considerar que:

> La inversión en estos proyectos es intrínsecamente arriesgada. [La LFFE] pretende minimizar el riesgo al que se enfrentan los inversores y los promotores frente a la plataforma y se basa en asegurar la neutralidad de las plataformas de financiación participativa en su relación entre inversores y promotores, así como la prohibición de ofrecer servicios propios de otro tipo de entidades ya reguladas y supervisadas, prohibiéndoles tomar fondos destinados a realizar pagos en nombre propio por cuenta de clientes, sin contar con la preceptiva autorización de entidad de pago[2].

En lo que respecta el **régimen jurídico de las PFP**, este se encuentra tipificado simultáneamente en el título V de la LFFE (artículos 46 a 93), y en el Reglamento de Crowdfunding.

[1] Clavijo, 2016, p. 13
[2] Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 1679/2020, de 6 de diciembre, hecho nº. 4 párrafo 2

En su art. 2.1, el Reglamento establece una serie de **definiciones** relacionadas con las PFP al definir, entre otros, los conceptos de:

- Las **PFP** en sí.
- Los **servicios de financiación participativa**, considerados como "la conexión de los intereses de los inversores y de los promotores de proyectos en materia de financiación empresarial mediante el uso de [PFP]".
- Los **proveedores de financiación participativa**, siendo estos las personas jurídicas que presten servicios de esta índole.
- El **promotor del proyecto** es aquel interesado en obtener financiación a través de las PFP.

Estas definiciones cumplen una doble función sistemática, al delimitar el ámbito objetivo de aplicación y excluyendo expresamente las modalidades de *crowdfunding* no financieras mencionadas previamente.

Otro elemento a destacar de esta definición es el requisito de que sean empresas autorizadas, lo que supone una reserva de actividad sujeta a una **autorización previa de la CNMV** e inscripción en el correspondiente registro administrativo, salvo que dicha entidad hubiere sido "previamente autorizada para prestar servicios de financiación participativa en otro Estado miembro de la Unión Europea" en virtud del Reglamento de crowdfunding[1], lo que la doctrina denomina el "pasaporte europeo"[2]. Esto es complementado por el artículo 49 LFFE, que en sus apartados 3 y 4 establece una serie de facultades concretas de las que gozará la CNMV en materia de información, inspección, investigación, suspensión de servicios o transferencia de contratos.

Como se cita en la Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 1679/2020, de 6 de diciembre, la autorización de la CNMV no solamente se requiere para la puesta en acción de la plataforma, sino que también es preceptiva cuando se producen cambios en la relación de socios con participación de al menos un 10 por ciento del capital o derechos de voto.

La autorización se justifica para garantizar que la intermediación digital en la captación de capital quede sujeta a control público, una común técnica de intervención administrativa en mercados financieros.

[1] Art. 47 LFFE, art. 48 LFFE y art. 12 Reglamento de crowdfunding
[2] Palá Laguna, 2022, p. 2

Puesto que las PFP se configura como operadores profesionales sujetos a estándares prudenciales, aunque diferenciados de los exigidos a entidades de crédito, deben cumplir ciertos **requisitos**. El art. 29.1 LFFE regula los requisitos formales de estas, entre las que destacan la exigencia de revestir la forma de sociedad anónima por tiempo indefinido, domicilio en la UE, capital social mínimo o seguro de responsabilidad civil con cobertura suficiente, honorabilidad y experiencia de los administradores. El art. 11 Reglamento de crowdfunding, por su parte, regula una serie de requisitos prudenciales para establecer salvaguardias aseguradoras.

Los proveedores de estos servicios deberán facilitar a los potenciales inversores mediante una ficha de datos fundamentales de la inversión y ficha de datos fundamentales de la plataforma, cuyo contenido se regula en los artículos 23 y 24, respectivamente, del Reglamento de crowdfunding[1].

En cuanto a las **actividades que pueden realizar las PFP**, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, también conocida como ESMA, indicó en una consulta que, en virtud del art. 12.13 del Reglamento de crowdfunding, no está restringida la posibilidad de que una PFP realice otras actividades reguladas que requieran autorización, o actividades no reguladas que sean complementarias al *crowdfunding*, siempre que estén en conformidad con la normativa nacional[2]. No obstante, la distinción entre los servicios de financiación participativa y las demás prestaciones accesorias siempre deberá de constarse a los clientes de forma clara, incluyendo cualquier riesgo regulatorio que estas impliquen. Notablemente, si esas actividades se realizasen en la misma plataforma digital, la página web deberá esclarecer la separación entre una y otra.

Los **instrumentos admitidos** para la financiación participativa deben ser categorías de valores negociables en el mercado de capitales, con excepción de instrumentos de pago[3]. En el documento publicado en 2022 por la CNMV titulado "Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV", en su apartado 3.2, este órgano aclara que las formas de financiación participativa son obligaciones, acciones, participaciones de Sociedades de Responsabilidad Limitada, otros

[1] Arts. 51 y 52 LFFE
[2] Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), 2023
[3] Art. 2.1.n) Reglamento de Crowdfunding y art. 46 LFFE

valores representativos de capital o préstamos. No se aceptarán "cesiones de créditos, descuentos de facturas o pagarés o cuentas en participación".

La LFFE también prevé la posibilidad de que las plataformas de PFP agrupen colectivamente a los inversores bajo mecanismos como sociedades de responsabilidad limitada u "otras figuras que se utilicen habitualmente para estos fines en otros países de la Unión Europea"[1].

Tratando la **relación entre las partes** del *crowdfunding*, los promotores recibirán la financiación a nombre propio. La importancia de este concepto es que excluye la intermediación por cuenta ajena y refuerza la responsabilidad directa del solicitante frente a los inversores. Adicionalmente, se concreta que el destino de estas recaudaciones deberá ser empresarial, formativo o de consumo, pero jamás podrá emplearse esta financiación como una concesión de créditos o para la compraventa o especulación con acciones o participaciones en mercados regulados o de entidades de inversión o capital-riesgo.

Las PFP tienen un deber de diligencia en relación con los promotores ex art. 5.1 Reglamento de crowdfunding, pues deberán comprobar que esos sujetos cumplan con los requisitos normativos y consiguientemente identificarlos correctamente. No se admitirán tampoco promotores con los que los proveedores de financiación tengan conflictos de interés, como directivos, empleados o socios[2].

Un importante cambio introducido por el Reglamento de crowdfunding respecto de la anterior redacción de la LFFE es el régimen de las **plataformas armonizadas y no armonizadas**. El reglamento deja fuera de su alcance normativo dos grandes grupos: "los proveedores de servicios de financiación participativa prestados a promotores de proyectos que sean consumidores"[3] y las "ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5.000.000 EUR, calculado a lo largo de un período de 12 meses"[4]. La razón detrás es sencilla, y se debe a que la ley europea no contemplaba a estos proveedores, mientras que la española sí, por lo que su prestación de servicios queda consiguientemente circunscrita al territorio nacional por no contar con el citado pasaporte europeo[5]. La CNMV tiene un registro específico para estas plataformas no armonizadas.

[1] Art. 56 LFFE
[2] Art. 8 Reglamento de crowdfunding
[3] Palá Laguna, 2022, p. 3
[4] Art. 1.2.c) Reglamento de crowdfunding
[5] Palá Laguna, 2022

A pesar de regirse por la normativa nacional, las plataformas no armonizadas siguen estando sometidas al Reglamento respecto de los requisitos organizativos y operativos para los proveedores de servicios de *crowdfunding*[1], de los mecanismos de protección al inversor contemplados en el Capítulo IV y de las comunicaciones publicitarias (capítulo V). En cuanto a sus diferencias, la clasificación delimita el perímetro de actividad de cada plataforma y, con él, el alcance geográfico y material de los proyectos que pueden canalizarse a través de ellas.

5.2.3. Implicaciones para las startups

La decisión de financiar una startup mediante *crowdfunding* no es jurídicamente neutra, sino que condiciona de forma estructural su configuración societaria, su estrategia de crecimiento y su gobernanza futura. La regulación española obliga a concebir esta vía como un **instrumento delimitado y complementario dentro de la arquitectura financiera del proyecto**, no como un mecanismo abierto de captación ilimitada de capital.

En primer lugar, la dualidad de regímenes descrita convierte el dimensionamiento de la ronda en una decisión jurídico-estratégica para la startup. Permanecer dentro del perímetro armonizado permite acceder a una base inversora potencialmente paneuropea, lo que resulta especialmente valioso para proyectos con vocación de internacionalización temprana o cuyo mercado natural excede el ámbito nacional. En cambio, una captación que desborde ese perímetro confina la operación al canal no armonizado y, con ello, a un alcance exclusivamente doméstico. El emprendedor debe por tanto calibrar el importe objetivo no solo en función de sus necesidades de capital, sino del tipo de inversor al que aspira y de la proyección geográfica de la compañía, anticipando además la compatibilidad entre la ronda participativa y futuras entradas de inversores profesionales, de modo que la estructura elegida no dificulte posteriores ampliaciones ni procesos de due diligence.

En segundo término, el hecho de tener una base amplia de inversores minoristas tiene consecuencias directas sobre la estructura del capital. Aunque en la práctica las participaciones emitidas en el marco del *crowdfunding* de inversión no suelen incorporar derechos de voto, lo que atenúa el riesgo de bloqueo en la toma de decisiones sociales, sí generan una fragmentación económica del capital que puede incidir en operaciones futuras. La coexistencia de numerosos socios con derechos predominantemente económicos puede complicar procesos de ampliación, transmisión o reestructuración societaria, así como influir en la valoración de la compañía por

[1] Art. 55 LFFE

parte de inversores profesionales. Por tanto, desde una perspectiva estratégica puede ser aconsejable articular mecanismos que concentren la interlocución societaria y preserven la simplicidad estructural de la compañía.

Más aún, otro elemento que puede afectar negativamente a la atracción de inversores cuando se trata de este método de recaudación de capital viene de la prohibición de utilizar instrumentos financieros complejos y la limitación a determinadas técnicas de financiación, pues aquellos inversores con expectativas avanzadas en materia de protección frente a dilución se enfrentarían a un marco más rígido.

Finalmente, es relevante recalcar que, debido a la intensidad de las obligaciones de transparencia y en el régimen de advertencias sobre riesgos, aquellos emprendedores interesados en el *crowdfunding* deben asumir que para captar inversiones deberán de elaborar de forma detallada su plan de negocio, previsiones financieras y comunicación corporativa desde fases tempranas con la suficiencia de poder resistir escrutinios jurídicos potenciales, pues sino corren riesgos reputacionales y de eventual responsabilidad del promotor.

5.3. *Business angels*

5.3.1. Concepto de business angels

Definición y tipologías. Hay un cierto debate sobre el origen de la figura de los *business angels*. Colmer i Espinet afirmó en 2009 que la figura apareció por primera vez en Silicon Valley, California, con la figura de Frederick Ternan, decano de la universidad de Standford, que financió parcialmente la empresa de dos alumnos suyos. Contrariamente, Verona et. Al. argumentaron en 2017 que su figura se remonta al siglo XX con los *angels* que aportaban capital para los musicales de Broadway[1].

En cuanto a la definición del concepto en sí, esta se define como "empresarios, que, actuando de forma individual o colectiva, deciden invertir en empresas en etapas iniciales, aportando no sólo capital financiero, sino también red de contactos, experiencia y conocimiento; tratando de llenar de esta forma algunas (..,) carencias (…) durante la *seed* y *early stage* del proceso emprendedor[2]".

[1] Citado por García-Chamón Boronat, 2018
[2] García-Chamón Boronat, 2018, p. 30

De esta definición se puede extraer el aspecto clave que diferencia este tipo de inversor respecto de otros tipos según la literatura científico-empresarial, "ese valor diferencial que este inversor te aporta en concepto de contactos, know-how, habilidades comerciales y experiencia[1]".

La expresión "inversor de proximidad" se utiliza con cierta frecuencia en trabajos académicos, informes institucionales y documentos de apoyo al emprendimiento como traducción de *business angel*, pero tiene un carácter más descriptivo que técnico[2].

Existen cuatro tipos diferentes de *business angels* que, "según el rol que desempeñan en la empresa, se pueden distinguir entre"[3]:

1. Trabajadores: gestionan la empresa como directivos o gerentes más allá de su inversión de capital, integrándose dentro del equipo.
2. Empresariales: también participan en la gestión, pero se mantienen externos a la plantilla.
3. Financieros: intervienen mínimamente en el comercio de la empresa; su participación está consolidada mayoritariamente como inversor.
4. Consultores: tienen una menor aportación económica, pudiendo ser incluso gratuita, ofreciendo sin embargo conocimientos y contactos como ayuda.

Una nota a tener en cuenta respecto de los *business angels* trabajadores es que estos son simultáneamente inversores y empleados, lo que tiene un impacto fiscal en su tributación personal, pues podrán aplicar simultáneamente la deducción por inversión en empresas emergentes y la exención sobre acciones recibidas como retribución, siempre que documente con claridad qué participaciones corresponden a cada título.

Diferencias frente al capital-riesgo. Aunque los *business angels* y las entidades de capital-riesgo comparten la finalidad de aportar financiación y apoyo estratégico a empresas no cotizadas, presentan diferencias relevantes en cuanto a su estructura, objeto y funcionamiento. Según Déniz Mayor et al., "si se quisieran asimilar a esta fuente de financiación se tendría que llamar a los *Business Angels* 'capital riesgo informal', siendo conscientes además de que no sería realmente correcto considerarlos como tales[4]".

[1] *Ibid.*, p. 31
[2] Simó, 2013, p. 3
[3] Déniz Mayor et al., 2013, p. 9
[4] 2013, p. 10

Los *business angels* suelen invertir recursos propios en fases tempranas o incluso embrionarias del proyecto empresarial, cubriendo las necesidades de capital semilla que frecuentemente quedan fuera del interés de las entidades de capital riesgo debido al reducido volumen de inversión y al elevado riesgo asociado. Por el contrario, el capital-riesgo acostumbra a intervenir en etapas más avanzadas de crecimiento o expansión, canalizando fondos captados de terceros a través de vehículos de inversión gestionados profesionalmente y orientados a operaciones de mayor dimensión económica[1].

Por tanto, debe entenderse que ambas figuras actúan de forma complementaria en el proceso de financiación empresarial, pues los *business angels* desempeñan frecuentemente una función de preparación de la empresa para futuras rondas de inversión institucional, actuando como un puente entre la financiación inicial y la entrada de inversores profesionales[2].

Asimismo, las entidades de capital-riesgo operan bajo una lógica más institucionalizada y con un objetivo predominante de maximización de la rentabilidad mediante la posterior desinversión de sus participaciones, estando además sujetas a un marco regulatorio y de supervisión específico. Frente a ello, los *business angels* suelen mantener una relación más directa con el emprendedor, presentan horizontes de inversión generalmente más reducidos y, aunque persiguen igualmente una rentabilidad económica, su participación suele incorporar motivaciones adicionales vinculadas al apoyo del emprendimiento y al desarrollo del tejido empresarial. Por ello, la doctrina ha llegado a calificar esta figura como una forma de "capital-riesgo informal", caracterizada por una menor institucionalización y una mayor proximidad al proyecto financiado[3].

Desde un punto de vista jurídico, la Ley 22/2014, o Ley ECR, estudiada en el apartado 5.1, regula vehículos de inversión institucionalizados sometidos a autorización, supervisión y requisitos prudenciales específicos, mientras que los *business angels* suelen actuar como personas físicas que invierten directamente su propio patrimonio, sin captar fondos de terceros ni gestionar vehículos de inversión colectivos[4]. Por tanto, quedan fuera del ámbito subjetivo de la aplicación de dicha normativa.

Así pues, no existe actualmente en España una regulación específica y unitaria de los *business angels* comparable a la que existe para las entidades de capital riesgo en la Ley ECR. Desde un

[1] García-Chamón Boronat, 2018
[2] Martín Pascual, 2026
[3] *Ibid.*
[4] Déniz Mayor et al., 2013

punto de vista jurídico, el *business angel* no constituye una categoría legal autónoma definida por el legislador mercantil, sino una figura económica y financiera cuya actividad se articula a través de instituciones jurídicas ya existentes, como se explorará a continuación[1].

5.3.2. Dificultad de determinación del régimen jurídico aplicable

Los *business angels* suelen canalizar su inversión mediante la adquisición directa de participaciones en el capital de la startup o a través de **préstamos participativos**, una figura de financiación híbrida que combina elementos propios de la deuda y de los fondos propios. Esta modalidad permite al inversor vincular parte de la rentabilidad obtenida al desempeño económico de la empresa, alineando así sus intereses con los de los fundadores y favoreciendo una implicación más activa en el desarrollo del proyecto[2].

Precisamente porque la entrada de estos inversores conlleva la incorporación de nuevos intereses económicos y expectativas de control dentro de la sociedad, resulta habitual que la operación se complemente con la **suscripción de pactos parasociales**. Estos acuerdos permiten ordenar las relaciones entre fundadores e inversores, regulando aspectos como los derechos de información, la transmisión de participaciones, los mecanismos de salida o determinadas facultades de control, convirtiéndose en una herramienta esencial para dotar de seguridad jurídica y estabilidad a la inversión.

Por ello, cuando un *business angel* invierte en una startup, la operación suele regirse por normas generales del Derecho mercantil y societario, especialmente por la Ley de Sociedades de Capital, la normativa contractual aplicable a los pactos parasociales y préstamos participativos. Asimismo, determinadas normas tributarias reconocen expresamente la figura del inversor en empresas de nueva creación mediante incentivos fiscales orientados a fomentar este tipo de inversión.

Ahora bien, la ausencia de una regulación específica de los *business angels* plantea una **cuestión metodológica** que se ha ponderado en la redacción del presente trabajo. Puesto que el ordenamiento jurídico español no los reconoce como una categoría jurídica autónoma, cabría cuestionar la conveniencia de analizarlos de forma diferenciada respecto de cualquier otro inversor privado. Desde una perspectiva estrictamente positivista, esta objeción estaría fundamentada.

[1] Simó, 2013
[2] *Ibid.*

Sin embargo, una aproximación funcional conduce a una conclusión distinta. Aunque los *business angels* no constituyen una categoría legal autónoma, sí representan una realidad económica claramente diferenciada dentro del ecosistema de financiación empresarial. Su especialización en fases tempranas del ciclo de vida de las startups, la aportación simultánea de capital, conocimiento y contactos profesionales, así como su disposición a asumir riesgos que habitualmente no son asumidos por entidades de crédito o fondos de capital riesgo, les confieren una función singular en la financiación de empresas emergentes.

Esta circunstancia justifica su estudio autónomo desde una perspectiva jurídica, del mismo modo que la doctrina mercantil ha dedicado tradicionalmente una atención específica a las startups, cuyo análisis jurídico fue objeto de abundante desarrollo doctrinal mucho antes de que la Ley de Startups les otorgara un reconocimiento expreso en el ordenamiento español. En consecuencia, el interés jurídico de los *business angels* no deriva de la existencia de un régimen regulatorio específico, sino de la necesidad de examinar como las distintas instituciones del Derecho mercantil, societario y contractual se adaptan para canalizar una forma de financiación que desempeña un papel esencial en la creación y desarrollo de empresas innovadoras.

Aquí es cuando entra en juego la categorización explicada previamente de los cuatro tipos de *business angels*. La **heterogeneidad funcional de estas figuras** dificulta aún más la identificación de un régimen jurídico uniforme, pues la normativa les será aplicable de forma diversa a cada tipo dependiendo de la concreta posición jurídica que el inversor asuma dentro de la startup.

Por ejemplo, mientras que el *business angel* financiero suele limitar su participación a la adquisición de participaciones sociales o a la concesión de préstamos participativos, quedando principalmente sometido al Derecho societario y contractual, el *business angel* trabajador o empresarial puede asumir simultáneamente funciones de dirección, administración o asesoramiento que activan la aplicación de otros cuerpos normativos adicionales[1].

Desde un punto de vista tributario, en el cual no se va a profundizar, los *business angels* tienen ciertas ventajas y deducciones fiscales que fomentan su presencia en la economía española[2]. En el derecho autonómico, cuentan con ciertas deducciones por adquisición de acciones o participaciones en la constitución de sociedades o ampliación de capital. La Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, introdujo una

[1] Simó, 2013
[2] Checa Martínez, 2015

deducción por inversión en empresas de nueva creación y una "exención por reinversión de ganancias patrimoniales"[1].

5.3.3. Pactos parasociales

Las sentencias del Tribunal Supremo número 128/2009 y 138/2009, ambas de 6 de marzo, y la STS 103/2016, de 25 febrero, asientan la **definición** de este concepto de la siguiente forma: "aquellos pactos mediante los cuales los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos para ello en la ley y los estatutos". Confirman su validez "siempre que no superen los límites impuestos a la autonomía de la voluntad", esto es, la ley, moral y orden público[2].

El fundamento jurídico de estos pactos se encuentra en la separación entre la esfera individual del socio con respecto de la esfera corporativa, de tal modo que estos puedan subordinarse a obligaciones concretas al margen del régimen estrictamente societario[3].

Concretamente, los acuerdos parasociales adquieren una **relevancia singular en el ámbito de las empresas emergentes** debido a la especial naturaleza de este tipo de sociedades, caracterizadas por un elevado riesgo empresarial, una fuerte dependencia de los socios fundadores y la frecuente utilización de mecanismos de financiación alternativa[4]. En este contexto, los pactos parasociales se configuran como uno de los instrumentos jurídicos de mayor relevancia para las startups, pues facilitan la entrada de *business angels* en su capital social al adaptar el marco societario general a las necesidades específicas derivadas de este tipo de inversión.

Los pactos parasociales, por tanto, se producen en este caso entre socios e inversores (o socios-inversores en el caso de los *business angels* trabajadores), por lo que su **oponibilidad** frente a la propia sociedad, o frente a terceros, ha sido objeto de estudio doctrinal y jurisprudencial.

El art. 1257 CC establece el principio de relatividad contractual, al rezar que "los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos". El Tribunal Supremo se basa en este precepto para resolver acerca de la oponibilidad de los pactos parasociales en la STS 120/2020, de 20 de febrero, desestimación del motivo, apartado 3, donde se estipula que la eficacia vinculante de los pactos parasociales se produce "entre los firmantes del pacto", y

[1] *Ibid.*, p. 3
[2] Art. 1255 CC
[3] DGRN de 24 de marzo de 2010 y DGRN de 5 de junio de 2015
[4] Solans Chamorro, 2019

"no tiene efectos frente a la sociedad" salvo en casos de "infracciones a las exigencias de la buena fe, abuso del derecho". Se le concede, por extensión, el tratamiento jurídico de los pactos entre socios del art. 29 LSC, que los configura como inoponibles a la sociedad.

Puesto que los estatutos de la sociedad deben estar inscritos en el Registro Mercantil[1], inscripción que garantiza una oponibilidad *erga omnes*[2], la inclusión de los pactos parasociales en los citados estatutos, legitimado en virtud del art. 28 LSC, les garantizará este derecho.

Tanto la doctrina como la jurisprudencia admiten que dicha inclusión se puede lograr mediante diferentes remedios. La Resolución DGRN de 26 de junio de 2018 proclama al respecto que bastará con "la configuración de la obligación de cumplir el [pacto parasocial] como una prestación accesoria, de modo que su incumplimiento se sancione".

Con respecto a aquellas cláusulas de pactos parasociales que, por su incidencia en la financiación y gobernanza de las startups, revisten una especial relevancia para la inversión de *business angels*, es necesario hacer mención a la capacidad de **supervisión sobre la gestión** de la sociedad que se les puede dotar a los inversores. La LSC no reconoce con carácter general a los socios minoritarios el derecho a designar miembros del órgano de administración, ni les atribuye facultades de veto sobre las decisiones estratégicas de la compañía. Como consecuencia, los pactos parasociales suelen incorporar cláusulas que permiten a determinados inversores designar consejeros o condicionar la adopción de decisiones especialmente relevantes a la obtención de mayorías reforzadas[3]. Estas previsiones resultan particularmente relevantes para aquellos *angels* que, además de aportar capital, pretenden involucrarse activamente en el desarrollo de la empresa, aportando experiencia empresarial, conocimiento sectorial o asesoramiento estratégico. Por el contrario, los inversores cuya participación es puramente financiera suelen mostrar una mayor preocupación por aquellas decisiones capaces de afectar al valor económico de su inversión, tales como futuras ampliaciones de capital, modificaciones sustanciales del modelo de negocio o la aprobación de operaciones estratégicas[4].

En estrecha relación con lo anterior, los **derechos de información** constituyen otro de los pilares esenciales de los pactos parasociales en startups. La asimetría informativa existente entre fundadores e inversores se intensifica especialmente durante las fases iniciales del

[1] Arts. 20 y 22.1.d) LSC
[2] Art. 21 CCom
[3] *Ibid.*
[4] Déniz Mayor et al., 2013

proyecto, cuando la compañía todavía no dispone de estructuras de gobierno corporativo consolidadas. Por este motivo, resulta habitual que los pactos reconozcan a los inversores el acceso periódico a "información financiera o de negocio (p. ej., balances, evolución de ventas o ingresos, información sobre procedimientos legales, etc.)"[1], así como la posibilidad de exigir auditorías externas o participar en comisiones de seguimiento. Estas facultades adquieren una especial importancia para aquellos inversores que no participan directamente en la gestión diaria de la sociedad, permitiéndoles supervisar la evolución del proyecto sin asumir responsabilidades propias de los administradores sociales.

Junto a los mecanismos de control, los pactos parasociales suelen incorporar cláusulas destinadas a preservar el valor de la inversión realizada para proteger a los emprendedores. Entre ellas destacan los **pactos de permanencia** o *lock-up*, mediante los cuales se obliga a determinados socios fundadores a mantener su participación en la sociedad durante un plazo mínimo[2]. La justificación económica de estas cláusulas resulta evidente cuando se trata de los *business angels*, pues su salida prematura podría comprometer gravemente la viabilidad del proyecto financiado debido al valor que aportan mediante conocimiento técnico y contactos.

No obstante, estas cláusulas deben respetar los límites establecidos por el artículo 108.4 de la LSC, que impide restringir estatutariamente la libre transmisión de participaciones por un periodo superior a cinco años, sin perjuicio de la eficacia obligacional que puedan desplegar los compromisos asumidos entre las partes en el ámbito contractual.

Especial relevancia adquieren también las denominadas **cláusulas de salida**, cuya finalidad consiste en facilitar la desinversión futura del aportante de capital. Dado que estos inversores obtienen habitualmente su rentabilidad mediante la transmisión posterior de sus participaciones, resulta esencial prever mecanismos que permitan materializar dicha salida en condiciones razonables. Entre ellos destacan los **derechos de arrastre o *drag-along*** y los **derechos de acompañamiento o *tag-along***[3].

Los primeros permiten forzar la venta conjunta de la totalidad del capital social cuando se presenta una oportunidad de adquisición suficientemente atractiva, evitando que socios minoritarios bloqueen operaciones capaces de generar importantes plusvalías. La doctrina discute acerca de su naturaleza, pues se cuestiona si se trata de "un supuesto de imposición de

[1] Solans Chamorro, 2019, p. 6
[2] *Ibid.*
[3] *Ibid*

obligaciones a los socios a que se refiere el artículo 291 de la Ley de Sociedades de Capital, [o] una causa estatutaria de exclusión del socio (artículo 351 de la misma ley)"[1]. En todo caso, su tratamiento legal es el mismo.

Para legitimar la integración de esta cláusula dentro del pacto parasocial, la Resolución DGRN de 4 de diciembre de 2017 exige su inclusión en los estatutos, requiriendo para ello el consentimiento unánime de los socios. Se le concederá el derecho de separación a cualquier socio que no hubiere votado a favor.

Los derechos de acompañamiento garantizan que los inversores minoritarios puedan beneficiarse de las mismas condiciones económicas obtenidas por otros socios en caso de transmisión de sus participaciones a terceros. Adicionalmente, Solans Chamorro añade:

> En el ámbito de una startup, no obstante, este derecho también puede resultar de utilidad para proteger al socio inversor del supuesto en que un socio gestor, clave para la sociedad, decida abandonar el proyecto y vender su participación a un tercero, dejando al inversor confinado a permanecer en un proyecto con un equipo gestor en el que no confía[2].

Ambos mecanismos cumplen una función esencial en el ecosistema de financiación alternativa, pues reducen el riesgo de iliquidez inherente a las inversiones en startups y aumentan la seguridad jurídica de los potenciales financiadores.

En definitiva, los pactos parasociales se convierten así en el principal instrumento jurídico para equilibrar los intereses de fundadores e inversores y dotar de estabilidad a las relaciones surgidas en torno a la financiación de empresas emergentes.

5.3.4. Préstamos participativos

Como se ha introducido antes, los préstamos participativos son figuras contractuales dentro de la financiación cuya *ratio* proviene de la búsqueda de **alineación de los intereses entre inversores y fundadores**. Además de los inversores privados, es frecuente ver este mecanismo financiero en operaciones de financiación por organismos públicos o entidades vinculadas[3].

Su aparición en el ordenamiento jurídico se encuentra en el art. 20 Uno 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. Este precepto establece que los préstamos participativos se

[1] Resolución DGRN de 4 de diciembre de 2017, Fundamento de derecho 2, párrafo 5
[2] 2019, p.
[3] Gisbert Beguer, 2022

caracterizan por combinar **elementos propios de la financiación ajena y de los fondos propios**. Su régimen jurídico exige que la entidad prestamista perciba una remuneración vinculada a la evolución económica de la empresa prestataria, pudiendo calcularse en función de indicadores como el beneficio neto, el volumen de negocio o cualquier otro criterio acordado por las partes, sin perjuicio de que también pueda pactarse un interés fijo adicional. Asimismo, la amortización anticipada puede quedar sujeta a penalizaciones contractuales y, en todo caso, únicamente será posible cuando se compense mediante una ampliación de igual cuantía de los fondos propios de la sociedad.

De forma simplificada, se pueden definir como "una tipología de inversión en forma de préstamo vinculado a los resultados obtenidos por la empresa prestataria, pero sin intervenir directamente en la estructura societaria de esta"[1].

En el art. 20 Uno d) también se pueden apreciar notas distintivas de este préstamo con respecto a otros ordinarios, pues la legislación mercantil les atribuye un tratamiento singular al computarlos como patrimonio neto a efectos de determinadas operaciones societarias, especialmente en materia de reducción de capital y liquidación de sociedades.

Desde la perspectiva de la prelación de créditos, estos préstamos tienen carácter subordinado, situándose detrás de los acreedores comunes en caso de insolvencia[2]. Por tanto, tienen la **naturaleza de un crédito subordinado,** confirmado de forma definitiva en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona 2504/2020, de 24 de noviembre. Por consiguiente, a este tipo de préstamo le es de aplicación todas las implicaciones societarias y concursales relacionadas con esta figura.

En los apartados 12 y 13 de la citada sentencia se explica que esta calificación venía siendo aceptada unánimemente por la doctrina, y que también se había aplicado en sentencias anteriores. Se pone de ejemplo la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valladolid 221/2012, de 19 de junio, que justifica que la naturaleza subordinada del préstamo participativo puede atribuirse tanto a un pacto contractual como al momento en el que las partes deciden regular su préstamo por el artículo 20 del RDL 7/1996.

También se cita la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de San Sebastián, 10/2016, de 15 de enero, en la cual el Juzgado falla que la voluntad de subordinación del crédito se expresa de

[1] Gisbert Beguer, 2022, p. 28
[2] Art. 20 Uno c) RDL 7/1996

forma tácita desde el momento en el que las partes deciden pactar un préstamo participativo, aunque no se haya pactado tal orden de prelación expresamente.

La Sentencia de la AP de Barcelona de 2020, por tanto, marcó un precedente y asentó esta naturaleza subordinada, lo cual fue necesario porque anteriormente no había habido uniformidad en su interpretación. Por ejemplo, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Madrid 86/2011, de 23 de marzo, considera que por el hecho de derivar de préstamos participativos no cabe la graduación de los créditos como subordinados como consecuencia del carácter restrictivo de la subordinación crediticia en sede concursal[1].

5.4. Aceleradoras e incubadoras

Las incubadoras y aceleradoras constituyen figuras estrechamente vinculadas al ecosistema emprendedor, aunque cumplen funciones distintas dentro del proceso de creación y desarrollo de una startup.

Las **incubadoras** suelen intervenir en fases muy tempranas del proyecto, incluso antes del inicio efectivo de la actividad empresarial, proporcionando servicios de asesoramiento, formación, infraestructura y acompañamiento técnico destinados a facilitar la validación del producto o servicio y la puesta en marcha de la empresa[2].

Por el contrario, las **aceleradoras** acostumbran a actuar cuando la startup ya se encuentra operativa y presenta potencial de crecimiento, ofreciendo programas específicos orientados a impulsar su expansión. A diferencia de las incubadoras, las aceleradoras suelen aportar financiación mediante la inversión de capital semilla a cambio de una participación en el capital social, razón por la cual pueden ser consideradas, al menos parcialmente, una vía de financiación alternativa para empresas emergentes. Sin embargo, incluso en estos supuestos, su aportación se caracteriza por combinar recursos financieros con servicios de mentoría, asesoramiento estratégico y acceso a redes de contactos, de forma similar a los *business angels*[3].

Desde una perspectiva jurídica, ni las incubadoras ni las aceleradoras constituyen categorías normativas autónomas en el ordenamiento español ni pueden equipararse plenamente a ninguna de las otras fuentes recién explicadas. Las incubadoras, por regla general, ni invierten capital ni adquieren la condición de socias de la startup, limitándose a prestar servicios de apoyo

[1] García-Villarrubia, 2014
[2] López Chávez, 2020
[3] *Ibid.*

empresarial. Las aceleradoras, aunque frecuentemente realizan inversiones mediante la adquisición de participaciones sociales, desarrollan una actividad más amplia que trasciende la mera aportación de financiación. En consecuencia, resulta más adecuado considerarlas agentes de apoyo al emprendimiento que pueden facilitar el acceso a financiación y, en determinados casos, proporcionar capital semilla, pero sin constituir mecanismos de financiación alternativa autónomos equiparables al capital-riesgo, al *crowdfunding* o a la inversión de *business angels*[1].

6. Instrumentos novedosos de financiación

Los mecanismos de financiación analizados hasta este momento constituyen las principales vías alternativas de captación de recursos para startups en la actualidad. Sin embargo, la constante evolución de los mercados financieros y el desarrollo de nuevas tecnologías han propiciado la aparición de instrumentos innovadores que cada vez están acarreando mayor interés económico y jurídico.

En este contexto, el presente apartado examina brevemente algunas de las fórmulas más novedosas utilizadas para financiar empresas emergentes, Las notas convertibles y a los acuerdos SAFE, instrumentos de financiación empleados recurrentemente por entidades de capital-riesgo y *business angels* como mecanismos híbridos que combinan elementos propios de la financiación ajena y de la inversión en capital[2]. Por otro lado, la expansión de la tokenización y a la financiación basada en criptoactivos, ha planteado nuevos retos regulatorios tanto a nivel nacional como europeo. Este análisis se centrará en identificar las principales características de cada instrumento, su contexto regulatorio y algunas notas importantes de su marco jurídico.

6.1. Notas convertibles

Las notas convertibles pueden definirse como aquellos contratos en virtud de los cuales un inversor concede un **préstamo** a una startup, previéndose que, transcurrido un plazo o acaecido un hito determinado como una ronda de financiación, su importe adeudado no se amortiza, sino **que se convierte en participaciones** o acciones de la sociedad prestataria[3]. Su atractivo para las empresas emergentes reside en que permiten obtener liquidez inmediata sin necesidad de

[1] *Ibid.*
[2] Herrera Cabrera, 2025
[3] Herrera Cabrera, 2025

acordar una valoración de la compañía en el momento de la inversión, sino que esta se produce al momento de la conversión a *equity*[1].

Esta figura carece de regulación específica en el ordenamiento español, configurándose como un **contrato atípico**, amparado nuevamente por el art. 1255 CC[2]. Por su naturaleza, estas notas pueden revestir la forma de préstamo participativo, aunque ambas figuras no deben confundirse, pues el préstamo participativo persigue la devolución del principal más un interés variable, mientras que la nota convertible se orienta a la capitalización[3]. La conversión, por su parte, se articula mediante un aumento de capital por compensación de créditos[4].

En la práctica, su contenido gravita sobre **tres elementos** esenciales[5]:

1. El descuento sobre el precio por participación de la futura ronda.
2. La valoración máxima de conversión, denominado "*valuation cap*", que se interpone como límite al número de acciones que podrán ser suscritas.
3. La fecha de vencimiento a partir de la cual procede la conversión forzosa o la devolución.

En el plano fiscal, la Resolución del TEAC 6580/2019, de 1 de junio de 2020, y la Consulta Vinculante de la DGT V2281-20, de 6 de julio de 2020, han confirmado que los inversores que capitalicen su crédito pueden aplicar la deducción por inversión en empresas de nueva creación, reforzando el atractivo del instrumento.

6.2. SAFE

El *Simple Agreement for Future Equity* ("**SAFE**") es un modelo contractual estandarizado creado en 2013 por una aceleradora estadounidense, en virtud del cual el inversor entrega fondos a la sociedad a cambio del derecho a recibir participaciones en una futura ronda de financiación cualificada o evento de liquidez[6]. "De cumplirse las condiciones acordadas en el SAFE, el Inversionista podría suscribir más acciones que las que le hubieran correspondido si se hubieran emitido con base a su inversión inicial"[7].

[1] *Ibid.*
[2] Gutiérrez Ramírez y Ossa Gómez, 2024
[3] Herrera Cabrera, 2025
[4] Art. 301 LSC
[5] Gutiérrez Ramírez y Ossa Gómez, 2024
[6] Miranda, 2024
[7] Pérez, 2021, párrafo 3

A **diferencia de la nota convertible**, los SAFE no constituyen deuda pues no buscan la restitución del capital, sino la adquisición futura de una participación social, entonces devengan intereses ni incorporan fecha de vencimiento[1]. No obstante, también tienen *valuation caps* y son contratos atípicos, aproximándose a la figura de una compraventa de cosa futura.

Su **popularidad** entre startups en fases *pre-seed* y *seed* se debe a que son contratos estandarizados sencillos que acarrean costes de negociación y asesoramiento muy bajos[2]. Si bien pueden suponer retornos muy lucrativos para los inversores en casos exitosos, acarrean un riesgo enorme para ellos: no reciben intereses hasta el cumplimiento de la condición suspensiva, no gozan de derechos corporativos como los derechos de voto o de información, los contratos no son oponibles ante terceros y está subordinado a los acreedores ordinarios en caso de disolución de la startup[3].

6.3. Tokenización y financiación basada en criptoactivos

La tokenización consiste en la representación digital de derechos o activos mediante tokens inscritos en sistemas basados en tecnología de registros distribuidos, mejor conocido como "*blockchain*", lo que permite a las startups captar financiación emitiendo criptoactivos que incorporan derechos económicos, de utilidad o, en su caso, la condición de valor negociable[4].

La **regulación** de los criptoactivos depende de su naturaleza. Cuando se trata de criptoactivos no calificables como instrumentos financieros, se regula en el plano europeo mediante el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos (el "**Reglamento MiCA**")[5]. Este los clasifica en tokens referenciados a activos, tokens de dinero electrónico y otros criptoactivos, sometiendo su oferta pública a la publicación de un libro blanco y la prestación de servicios a autorización previa[6]. En España, su supervisión corresponde a la CNMV[7].

Tratando los tokens que sí tienen la consideración de instrumentos financieros, quedan sometidos a la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de

[1] Herrera Cabrera, 2025.
[2] Pérez, 2021
[3] *Ibid.*
[4] Sánchez Monjo, 2024
[5] *Ibid.*
[6] Arts. 2 y 4 Reglamento MiCA
[7] Sánchez Monjo, 2024

Inversión. Esta norma consagra el **principio de neutralidad tecnológica**, donde el hecho de que un instrumento se emita o transmita mediante *blockchain* no altera su calificación[1].

Si el token constituye un valor negociable, la Ley lo contempla como una modalidad alternativa de "anotaciones en cuenta, títulos o sistemas basados en tecnología de registros distribuidos"[2], exigiendo la designación de una entidad responsable de la inscripción y del registro conforme a su art. 8.4, bajo supervisión de la CNMV.

7. Medidas adicionales de fomento de startups

Tras haber sido mencionadas en los apartados anteriores, procede ahora analizar con mayor detenimiento las normas que han tenido una incidencia más directa en el apoyo legislativo a las startups, esto son, la LFFE y Ley de Startups. El estudio se centrará en aquellos preceptos que no incidan de forma directa en ninguno de los mecanismos de financiación alternativa ya estudiados, y que permitan, por su relevancia práctica, comprender como el ordenamiento español ha tratado de facilitar su creación, financiación y desarrollo inicial.

7.1. Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial

El **origen de esta norma** se debe a un contexto de excesiva dependencia del tejido empresarial español, especialmente las PYMES, en el canal bancario. Su promulgación fue relevante pues fue parte de la segunda ola de reformas que reforzaron ciertos mecanismos de estabilidad en la financiación bancaria, y paralelamente favoreció la aparición de fuentes alternativas de financiación directa (no bancaria) como el *crowdfunding*, cuya regulación más relevante ya se ha expuesto en el apartado 5.2.

El apoyo legal directo a las PYMES que esta norma propone se puede apreciar desde su primer título; "**mejoras de la financiación bancaria** a las pequeñas y medianas empresas". En este, la ley no impone una regulación excesiva del crédito, sino que introduce garantías mínimas que refuerzan la estabilidad y previsibilidad del entorno financiero. De entre estos artículos destacan dos medidas: el preaviso obligatorio de al menos tres meses ante reducciones sustanciales del flujo de financiación[3], y la obligación de facilitar la denominada "Información Financiera-PYME"[4]. Estas reducen el riesgo de interrupciones abruptas en la liquidez empresarial al imponer un deber de transparencia y anticipación, mitigando las asimetrías

[1] Castillo Iborra y Marti Miravalls, 2023
[2] Art. 6 Ley 6/2023
[3] Art. 1 LFFE
[4] Art. 2 *Ibid.*

informativas a las que se afrontaban las startups anteriormente ya que les permite acceder a su historial crediticio y calificación de riesgo de forma estructurada[1].

En el ámbito de las **garantías**, la Ley 5/2015 continúa la línea reformista previa y eleva los estándares de profesionalidad y solvencia exigibles a las Sociedades de Garantía Recíproca. De este modo se fortalece la confianza de las entidades financieras en las garantías aportadas, con el consiguiente impacto en el acceso al crédito y en su coste. Para proyectos emprendedores con limitada capacidad patrimonial, el perfeccionamiento del régimen jurídico de esas Sociedades de Garantía constituye un instrumento de apoyo relevante, que amplía el abanico de financiación sin introducir cargas regulatorias desproporcionadas[2].

Por otro lado, antes de que se publicase esta Ley, el **marco normativo de las titulaciones** estaba muy disperso y carecía de una categorización. Sin embargo, para aproximar el régimen español a los estándares europeos, el título III de la LFFE estableció un nuevo modelo integral que flexibilizó la adquisición de activos, modificó el régimen de pasivos y reforzó las obligaciones de transparencia, incluyendo la publicación de documentación relevante y la previsión de un régimen sancionador específico. Aunque la titulización no constituye una herramienta directa habitual para las startups, la revitalización de este mercado contribuyó a ampliar la capacidad de financiación del sistema en su conjunto[3].

En último término, el Título IV introduce reformas en la **emisión de obligaciones** y en los sistemas multilaterales de negociación. Se permite que las sociedades de responsabilidad limitada emitan obligaciones, aunque bajo límites vinculados a sus recursos propios, y elimina restricciones cuantitativas para las sociedades anónimas. Paralelamente, se adoptan medidas para facilitar el tránsito desde sistemas multilaterales de negociación hacia mercados secundarios oficiales, incluyendo exenciones temporales de determinadas obligaciones informativas.

En suma, con la LFFE el legislador no solo respondió a una coyuntura de restricción crediticia, sino que impulsó un cambio estructural orientado a diversificar las vías de acceso a capital para la creación y consolidación de startups, reduciendo el riesgo sistémico derivado de la concentración bancaria.

[1] Álvarez y Martínez, 2015, p. 2
[2] Título II LFFE
[3] Álvarez y Martínez, 2015, p. 5

7.2. Ley de Startups

Complementando a la Ley Crea y Crece publicada en su mismo año, la Ley 28/2022, de Startups, promueve la inversión en empresas emergentes para lograr el crecimiento de estas[1]. Las startups son difíciles de encajar en una categoría jurídica tradicional (fiscal, mercantil, civil y laboral), por lo que merecen un tratamiento diferenciado. Por ende, esta norma no se centra en un singular ámbito del ordenamiento jurídico, sino que introduce medidas variopintas; derecho societario, ventajas fiscales, reducción de barreras de inmigración para atraer talento extranjero, y más.

7.2.1. Consideración como startup

Es preceptivo hacer mención al ámbito de aplicación de la Ley de Startups, regulado en el art. 3. Este supedita el disfrute de su régimen privilegiado a un acto previo de reconocimiento; su **certificación formal como empresa emergente**. Para recibir dicha certificación, deben cumplirse los requisitos listados en el apartado 1, que se pueden resumir en desarrollar un proyecto de emprendimiento innovador con un modelo de negocio escalable y cumplir los demás requisitos de elegibilidad.

La certificación para considerarse como empresa emergente deberá solicitarse a la Empresa Nacional de Innovación (en adelante "**ENISA**"), que será la entidad competente para verificar si se cumplen los requisitos[2]. El procedimiento se concibe como ágil y gratuito. ENISA dispone de un plazo máximo de tres meses para resolver, y su transcurso sin resolución expresa habilita al solicitante a entender estimada su petición por silencio administrativo positivo. Obtenida la certificación, la condición de empresa emergente se acredita y se inscribe en el Registro Mercantil, donde resulta oponible frente a todas las Administraciones[3].

A esa agilidad en el reconocimiento la Ley añade agilidad en la constitución. La norma habilita la creación de la sociedad mediante un procedimiento de constitución simplificado "en un solo paso" a través del Documento Único Electrónico, regulado en la disposición adicional tercera LSC, y tramitado por el Centro de Información y Red de Creación de Empresas (CIRCE), una institución gubernamental creada con esta finalidad específica[4].

[1] Art. 2 Ley de Startups
[2] Art. 4 Ley de Startups
[3] Art. 5 *Ibid.*
[4] Preámbulo IV *Ibid.*

La ley prevé un plazo de inscripción registral ultrarreducido, de seis horas, cuando se emplean simultáneamente estos documentos con estatutos tipo, frente a los cinco días hábiles que exigiría una constitución ordinaria de startups[1]. Es importante mencionar la incompatibilidad de estos estatutos tipo con la financiación alternativa, pues la mayoría de estos inversores suelen exigir estructuras que los estatutos tipo no contemplan y que deben incluirse en los estatutos para ser oponibles *erga omnes*[2].

7.2.2. Régimen societario

La Ley de Startups reconoce que, en la práctica, la mayoría de empresas emergentes suelen tener **déficits económicos** en sus primeros ejercicios, e introduce medidas para reducir el impacto de estos. Así pues, durante los primeros tres años desde su constitución las startups no incurrirán en pérdidas que reduzcan el patrimonio neto por debajo de la mitad del capital social[3].

Adicionalmente, se introduce flexibilidad respecto del **régimen de autocartera**, permitiendo que una sociedad de responsabilidad limitada emergente adquiera participaciones propias hasta un límite del 20 % del capital social. Esta facultad no es libre, sino instrumental y condicionada: su finalidad exclusiva debe ser la ejecución de un plan de retribución dirigido a administradores, empleados o colaboradores, y exige tanto previsión estatutaria expresa como acuerdo aprobatorio de la junta general[4].

7.2.3. Ventajas fiscales

En el plano tributario, la Ley combina incentivos alojados en su propio articulado con modificaciones que opera, vía su Disposición Final Tercera, sobre la Ley del IRPF. El incentivo central es la **rebaja del Impuesto sobre Sociedades**: el tipo de gravamen desciende del 25% general al 15% en el primer período impositivo en que la base imponible resulte positiva y en los tres siguientes, con un máximo de cuatro ejercicios y siempre que se conserve la condición de emergente[5].

Otro beneficio fiscal que se le concede a las empresas emergentes es la posibilidad de aplazar la deuda tributaria del Impuesto sobre Sociedades en los dos primeros ejercicios con base

[1] Art. 11 *Ibid.*
[2] Art. 21 Código de Comercio
[3] Art. 13 Ley de Startups
[4] Art. 10 *Ibid.*
[5] Art. 7 *Ibid.*

positiva siempre que esté cumpliendo con sus obligaciones tributarias[1]. También se les concede una exención respecto de la obligación de efectuar pagos fraccionados en esos ejercicios[2].

Como se ha invocado antes, **la reforma del IRPF** pretende recompensar el talento emprendedor con una mejora en la entrega de acciones o participaciones a los empleados, que en el régimen anterior solo estaba exenta hasta 12.000€ anuales. El apartado Dos de la Disposición final tercera eleva esa exención hasta 50.000€ anuales, y la extiende expresamente al supuesto en que la entrega de acciones derive del ejercicio de opciones de compra concedidas con anterioridad.

Por otro lado, refuerza la **deducción por inversión en empresas de nueva creación**, elevando su porcentaje del 30% al 50%, y su base máxima de deducción de 60.000€ a 100.000€[3]. La reforma acompaña esta mejora con un alargamiento del plazo para suscribir las acciones o participaciones, que pasa de tres a cinco años desde la constitución de la entidad y hasta siete para determinadas categorías de empresa emergente, y exime a los socios fundadores del límite de participación máxima que con carácter general condiciona la deducción.

7.2.4. Atracción de talento e inversión extranjero

Finalmente, la Ley persigue la atracción de talento e inversión extranjeros mediante tres conjuntos de medidas; un régimen fiscal más beneficioso, trámites simplificados para inversores no residentes y una categoría nueva de visados.

El primero de estos facilita que quien retorne o se traslade a España pueda beneficiarse del **régimen de impatriados**, ampliando el ámbito subjetivo de éste a profesionales, emprendedores e inversores, y reduciendo de diez a cinco años el periodo de no residencia fiscal previa exigido para acogerse a él[4].

El segundo agiliza la **obtención del Número de Identificación Fiscal**, admitiendo la equivalencia de documentos otorgados en otros países[5].

[1] Art. 8.1 *Ibid.*
[2] Art. 8.2 *Ibid.*
[3] Disposición final tercera, apartado cuatro, *Ibid.*
[4] Disposición final tercera, apartado cinco, *Ibid.*
[5] Art. 9 Ley Startups

La última de estas medidas crea un visado y una autorización de residencia para nómadas digitales y teletrabajadores que prestan servicios a distancia para crear una nueva categoría migratoria destinada al teletrabajo internacional[1].

8. Conclusiones

Después de elaborar este TFG, se ha podido alcanzar un mejor entendimiento de cuáles son los distintos mecanismos de financiación alternativa que ocupan una importante presencia en la economía, y cómo su regulación se articula a través de un ecosistema plural de normas. Queda evidenciado que la legislación española y europea inciden directamente en la capacidad de las empresas emergentes para obtener financiación, tanto mediante normas que favorecen su acceso al capital como mediante incertidumbres regulatorias que pueden limitar su utilización práctica.

Del análisis realizado pueden extraerse varias **conclusiones** de carácter transversal sobre la configuración de este marco jurídico, que son las siguientes:

La primera de ellas se refiere a la técnica regulatoria empleada. El ordenamiento no ha respondido de manera uniforme a la aparición de estos mecanismos, sino que ha seguido dos vías claramente diferenciadas. Para determinadas figuras, el legislador ha optado por la creación de regímenes normativos específicos, como ha ocurrido con el capital-riesgo con la Ley ECR, el *crowdfunding* con la LFFE y el Reglamento de crowdfunding, o más recientemente, la tokenización y los criptoactivos con el Reglamento MiCA y la Ley 6/2023.

En cambio, otras figuras de enorme relevancia práctica carecen de régimen propio y se han reconducido a instituciones preexistentes. Los *business angels* operan a través del Derecho societario y contractual común, los pactos parasociales se sustentan en la autonomía de la voluntad del art. 1255 CC con los límites del art. 29 LSC, los préstamos participativos descansan en una norma de 1996 concebida para otro contexto, y las notas convertibles y los SAFE subsisten como contratos atípicos cuya calificación corresponde a la doctrina y a la jurisprudencia.

La segunda conclusión deriva directamente de la anterior, pues es aparente que el grado de seguridad jurídica que ofrece cada mecanismo es desigual. Allí donde existe régimen específico, inversores y emprendedores conocen con precisión los requisitos de acceso, los deberes de información y el régimen de supervisión aplicable. Por el contrario, en las figuras

[1] Disposición final tercera, apartado cinco, *Ibid.*

atípicas la certeza depende de construcciones doctrinales y de pronunciamientos judiciales todavía escasos, como evidencia la tardía consolidación jurisprudencial de la naturaleza subordinada del préstamo participativo, o los debates en torno a la oponibilidad de los pactos parasociales. Esta asimetría no es necesariamente un defecto, pues la atipicidad otorga la flexibilidad que las primeras fases de financiación demandan, pero traslada a las partes la carga de configurar contractualmente sus garantías.

La tercera conclusión atañe al origen de las normas analizadas. El estudio revela que la regulación de los mecanismos más novedosos ya no se decide a nivel nacional, sino comunitaria. Las recientes reformas societarias importantes citadas en el trabajo responden, en buena medida, a impulsos de Derecho europeo. Frente a ello, las figuras que descansan en la autonomía de la voluntad permanecen ancladas en el Derecho contractual interno, por lo que se infiere que el protagonismo del derecho interno se está perdiendo en esta materia, reducido a aquellos ámbitos aún lejos de la armonización europea.

Respecto de los **objetivos** planteados al inicio del trabajo, estos han quedado abordados al ejecutar el análisis de la normativa de forma sistemática, pues se ofrece una visión accesible y ordenada de aquellos elementos jurídicos que resultan especialmente relevantes para emprendedores e inversores. El estudio también cumple con su enfoque histórico, al reconstruir la evolución normativa que ha acompañado la transformación del sistema financiero español desde sus comienzos hasta el ecosistema actual de inversores privados y plataformas de inversión digitales.

Asimismo, la **metodología** empleada ha resultado adecuada para alcanzar dichos objetivos. La utilización conjunta de legislación, jurisprudencia, doctrina científica e informes institucionales ha permitido fundamentar las conclusiones alcanzadas sobre una base jurídica sólida y suficientemente contrastada.

En relación con las **limitaciones** del trabajo, estas son consecuencia de la amplitud del objeto de estudio. La financiación alternativa engloba una gran variedad de mecanismos, vehículos e instrumentos jurídicos, por lo que, para poder ofrecer una visión general y sistemática de la materia, ha sido necesario seleccionar solamente aquellos aspectos que resultaban más relevantes, dejando necesariamente fuera cuestiones que podrían justificar investigaciones independientes. En concreto, muchas de las disposiciones comunitarias a las que hace referencia el trabajo podrían ser objeto de estudios específicos debido a su complejidad técnica y a su creciente importancia dentro del sector financiero.

También debe señalarse la limitada existencia de jurisprudencia sobre algunas de las figuras estudiadas. A diferencia de otros ámbitos tradicionales del Derecho mercantil, varios de estos mecanismos presentan todavía un desarrollo relativamente reciente, lo que reduce el número de resoluciones judiciales disponibles para valorar su aplicación práctica.

Sin embargo, la escasez de jurisprudencia y la dispersión normativa hacen más valiosa esta labor de sistematización, que contribuye a que el operador jurídico disponga de una visión ordenada de un marco llamado a completarse con la futura consolidación jurisprudencial y normativa de la materia.

En suma, **se puede concluir que** el marco regulatorio vigente ha logrado, con carácter general, compatibilizar la promoción de la innovación empresarial con la protección de emprendedores e inversores. En términos generales, se ha respondido apropiadamente a la aparición de los mecanismos de financiación alternativa y a las necesidades específicas de las startups a través de una combinación híbrida de adaptación de instituciones jurídicas preexistentes y creación de nuevos regímenes normativos.

9. Referencias bibliográficas

9.1. Legislación

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

Directiva (UE) 2019/1151 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que respecta a la utilización de herramientas y procesos digitales en el ámbito del Derecho de sociedades.

Ley 18/1982, de 26 de mayo, sobre régimen fiscal de agrupaciones y uniones temporales de Empresas y de las Sociedades de desarrollo industrial regional.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes.

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos.

9.2. Jurisprudencia

Consulta Vinculante V2281-20, de 6 de julio de 2020, de la Dirección General de Tributos. https://petete.tributos.hacienda.gob.es/consultas/?num_consulta=V2281-20

Resolución de 24 de marzo de 2010, de la Dirección General de los Registros y del Notariado. https://vlex.es/vid/resolucion-dgrn-379492650

Resolución de 5 de junio de 2015, de la Dirección General de los Registros y del Notariado. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-7690

Resolución de 4 de diciembre de 2017, de la Dirección General de los Registros y del Notariado. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2017-15582

Resolución de 26 de junio de 2018, de la Dirección General de los Registros y del Notariado. https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-9615

Resolución de 1 de junio de 2020, del Tribunal Económico-Administrativo Central, Sala 1ª, núm. 00-06580-2019.

Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso, Sección 3ª, núm. 185/2017, de 16 de marzo de 2017 (ECLI:ES:AN:2017:648).

Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso, Sección 3ª, núm. 1679/2020, de 6 de diciembre de 2021 (ECLI:ES:AN:2021:3940).

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15ª, núm. 2504/2020, de 24 de noviembre de 2022 (ECLI:ES:APB:2020:11733).

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 11ª, núm. 214/2019, de 29 de mayo de 2019 (ECLI:ES:APM:2019:5316).

Sentencia de la Audiencia Provincial de Valladolid, Sección 3ª, núm. 221/2012, de 19 de junio de 2012 (ECLI:ES:APVA:2012:885).

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de San Sebastián, núm. 10/2016, de 15 de enero de 2016 (ECLI:ES:JMSS:2016:37).

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 8 de Madrid, núm recurso 86/2011, de 23 de marzo de 2011 (ECLI:ES:JMM:2011:163).

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala 1ª, núm. 128/2009, de 6 de marzo de 2009 (ECLI:ES:TS:2009:940).

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala 1ª, núm. 138/2009, de 6 de marzo de 2009 (ECLI:ES:TS:2009:941).

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala 1ª, núm. 103/2016, de 25 febrero de 2016 (ECLI:ES:TS:2016:659).

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala 1ª, núm. 120/2020, de 20 de febrero de 2020 (ECLI:ES:TS:2020:507).

9.3. Obras doctrinales y artículos académicos

Adarraga, R., Arau, J. H., y Miró, D. R. (2025). La evolución del ecosistema bursátil en los últimos 25 años. *Revista de Economía y Finanzas*, *3*(7). https://doi.org/10.32826/reyf.v3i7.386

Amantegui, J., Azzouzi, S. y García, T. (2014). Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español. *Anuario de Capital Riesgo*, (2014), 67-82. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6181918

Álvarez, A. J. B. y Martínez, J. A. (2015). Un breve estudio de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial. *Boletín Económico de ICE (Serie histórica),* (3067). https://www.revistasice.com/index.php/BICE/article/download/5503/5503

Cáceres, E., Farias, M., Ruzzier, G. y Xu, C. (2025). Análisis del mercado de crédito privado en España. *Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España, 49*, 5-25. https://doi.org/10.53479/41869

Carbó Valverde, S. y Rodríguez Fernández, F. (2015). The growth of non-bank and alternative financing sources in Spain. *SEFO - Spanish Economic and Financial Outlook, 4*(4).

https://www.funcas.es/articulos/the-growth-of-non-bank-and-alternative-financing-sources-in-spain/

Castillo Iborra, F. y Marti Miravalls, J. (2023). Comentario de las novedades más significativas de la nueva regulación de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión. *Crónicas de legislación mercantil, 11*. 179-183. https://revistas.usal.es/cuatro/index.php/ais/article/download/31851/29743/118940

Checa Martínez, C. (2015). La financiación empresarial a través de la figura de los business angels. *Repositorio Comillas*. http://hdl.handle.net/11531/4635

Clavijo, S. C. (2016). El Crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial. *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, (17), 85-115. http://www.revista.uclm.es/index.php/cesco

Déniz Mayor, J. J., García Cardona, M. y Verona Martel, M. C. (2013). ¿Son los business angels la solución a los problemas de financiación de las empresas en las primeras etapas de su vida? *Criterio Libre, 11*(18), 171-194. https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4334003.pdf

García-Chamón Boronat, E. (2018). Financiación alternativa: Business Angels. *Repositorio Comillas*. http://hdl.handle.net/11531/18861

García-Villarrubia, M. (2014). Tres supuestos dudosos de créditos subordinados. *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, (19). https://www.uria.com/es/publicaciones/4048-tres-supuestos-dudosos-de-creditos-subordinados

Gisbert Beguer, J. (2022). La financiación de startups en España: agentes, contratos y cláusulas en los pactos parasociales. *Repositorio UPF*. http://hdl.handle.net/10230/53936

Gutiérrez Ramírez, F. y Ossa Gómez, D. (2024). Startups: Cómo Deben Estructurarse Jurídicamente Para Lograr Un Crecimiento Desde Etapas Tempranas Con Miras A Un Exit. *Repositorio Universidad EAFIT*. https://hdl.handle.net/10784/35491

Herrera Cabrera, M. (2025). Financiación a través de inversores privados (Capital-riesgo y business angels). *Clínica Jurídica de Emprendimiento. Universidad Carlos III de Madrid.* https://www.uc3m.es/uc3m/media/uc3m/doc/archivo/doc_guia-financiacion-con-inversores-capital-riesgo-y-busines/guia---financiacion-con-inversores-capital-riesgo-y-business-angels.-1.pdf

Irazusta, P., Sánchez Monjo, M. y Posadas, C. (2020). Los fondos de fondos de capital riesgo: análisis regulatorio y fiscal. *Revista española de capital riesgo,* (1), 5-20. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7370728

López Chávez, C. B. (2020). El capital de riesgo corporativo como instrumento para el desarrollo de nuevas formas de emprender. *Repositorio UASB*. https://repositorio.uasb.edu.ec/items/4a3c4f90-7290-43de-86b5-1c01c004a49c

Martín Pascual, C. (2026). Financiación de pymes y capital riesgo en la estrategia europa 2020. Obstáculos fiscales y retos pendientes. *Quincena Fiscal, sección Estudios*, (9). https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3864131

Navarro Matamoros, L. y Soriano Corbalán, A. (2024). Tendencias del derecho societario actual con base en las nuevas reformas legislativas. *CEFLegal. Revista práctica de derecho*, 73-102. https://doi.org/10.51302/ceflegal.2024.19033

Simó, M. (2013). Incentivos fiscales para los Business Angels en España. *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*. https://doi.org/10.5209/rev_REVE.2013.v112.43065

Solans Chamorro, L. (2019). Contratos entre socios y startups. Aspectos prácticos. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, (52), 36-52. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7268569

Tantaleán Odar, R. (2016). Tipología de las investigaciones jurídicas. *Derecho y Cambio Social,* (43). https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5456267

9.4. Publicaciones institucionales y profesionales

Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) (2023). *Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation* (ESMA35-42-1088). https://www.esma.europa.eu/document/qa-european-crowdfunding-service-providers-business-regulation

Comisión Europea. (2018). *El Plan Juncker supera el objetivo de inversiones inicial de 315.000 millones EUR*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_18_4469

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2025). *Informe anual 2025*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2025_ES.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2022). *Preguntas y Respuestas dirigidas a empresas FinTech sobre actividades y servicios que pueden tener relación con la CNMV*. http://cnmv.es/docportal/legislacion/faq/qasfintech.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2025). *Preguntas y Respuestas Reglamento MiCA*. https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/FAQ_MICA.pdf

Deloitte. (2022). *Ley de Creación y Crecimiento de Empresas: Modificaciones en el ámbito de la inversión colectiva y del capital riesgo*. https://www.deloitte.com/es/es/services/legal/blogs/ley-creacion-crecimiento-empresas-modificaciones-inversion-colectiva-capital-riesgo.html

Fondo Monetario Internacional (FMI). (2015). *España: Declaración Final de la Misión De la Consulta del Artículo IV de 2015*. https://www.imf.org/es/news/articles/2015/09/28/04/52/mcs060815

Fondo Monetario Internacional. (2024). *Global Financial Stability Report. Abril*. https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024

Ibañez Benlloch, J. (2014). Cuando cambian las reglas del juego. *Publicaciones Garrigues*. https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/cuando-cambian-las-reglas-de-juego

Miranda, D. (2024). Especial YC: El uso de SAFEs en España. *Kfund Analysis.* https://www.kfund.vc/post/especial-yc-el-uso-de-safes-en-espana

Palá Laguna, R. (2022). Nuevo régimen para las plataformas de financiación participativas no armonizadas. *Gómez-Acebo & Pombo.* https://ga-p.com/wp-content/uploads/2022/10/Nuevo_r%C3%A9gimen_plataformas_financiaci%C3%B3n.pdf

Pérez, G. (2021). Los SAFE, una opción para inversionistas en 'startups' con ventajas… y también algunos riesgos. *Publicaciones Garrigues*. https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/safe-opcion-inversionistas-startups-ventajas-tambien-algunos-riesgos

Sánchez Monjo, M. (2024). Inminente aplicación del Reglamento MiCA sobre criptoactivos. *Recursos Cuatrecasas*. https://www.cuatrecasas.com/es/spain/financiero/art/reglamento-mica-criptoactivos-aplicacion

10. Reconocimiento del uso de IA

Por la presente, yo, Ignacio Martínez Latorre, estudiante del doble grado de Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Los mecanismos de financiación alternativa. Análisis crítico de su marco jurídico y de su impacto en el acceso a la financiación de las startups", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. Metodólogo: Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos.
4. Estudios multidisciplinares: Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
5. Constructor de plantillas: Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
6. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
7. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
8. Revisor: Para recibir sugerencias sobre como mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 8 de junio de 2026

Firma: Ignacio Martínez Latorre.