



FACULTAD CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES (ICAIDE)

FINANCIACIÓN ALTERNATIVA: BUSINESS ANGELS

Autor: Enrique García-Chamón Boronat

Director: Laura Fernández Méndez

Madrid

Junio 2018

Enrique
García-Chamón
Boronat

FINANCIACIÓN ALTERNATIVA: BUSINESS ANGELS



*A mis padres, los
business angels de mi
educación*

RESUMEN

Las primeras etapas de la vida de una empresa son especialmente complicadas. A la escasez de recursos financieros, hemos también de añadir los escasos conocimientos estratégicos con los que los emprendedores suelen contar en las etapas más tempranas. Las tradicionales fuentes de financiación no han servido para solventar estos problemas. Es por ello, que el emprendedor se ve en la obligación de explorar la vía de los *business angel*, un camino que le permitirá disponer de capital financiero y, a la vez, tener un socio al lado que le traslade confianza y conocimiento para tratar de crear un modelo exitoso de empresa.

Palabras clave: emprendimiento, redes de *business angels*, financiación *start-ups*, inversión informal, financiación PYME.

ABSTRACT

The first enterprise life cycle stages are specially rough. To the scarcity of financial resources, we have to add the little strategy knowledge entrepreneurs usually have on the early stages. The traditional finance resources has not been able to solve this problem. Consequently, the entrepreneur is obliged to explore the *business angel* way, which will let him manage finance capital and, at the same time, having a reliable and wise partner beside him to attempt to create a succesful business model.

Key words: entrepreneurship, *business angels* networks, raising *start-ups*, informal investing, raising SME.

ÍNDICE DE CONTENIDOS.

1. INTRODUCCIÓN.	1
1.1. PROPÓSITO Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA.	1
1.2. JUSTIFICACIÓN.	1
1.3. OBJETIVOS.	3
1.4. METODOLOGÍA.	4
1.5. ESTRUCTURA.	4
2. EL PROCESO EMPRENDEDOR.	6
2.1. EMPRENDER Y SUS INCONVENIENTES.	6
2.2. IMPORTANCIA DE LA PYME EN UNA ECONOMÍA.	8
2.3. LA FINANCIACIÓN DE LAS STARTUP: EL GAP FINANCIERO DURANTE LA SEED STAGE.	10
2.3.1. EL RECURSO A LAS 3 F'S: FAMILY, FRIENDS AND FOOLS.	13
2.3.2. LA DIFICULTAD DE ACCESO A LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS.	15
2.3.3. LA SUBVENCIÓN PÚBLICA. EL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO) Y LA EMPRESA NACIONAL DE INNOVACIÓN (ENISA).	18
2.3.4. INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN LAS ETAPAS INICIALES: CROWDFUNDING Y LOS MERCADOS DE CAPITALES.	19
2.4. EL GAP OPERACIONAL. INCUBADORAS Y ACELERADORAS.	21
3. LA FIGURA DE LOS <i>BUSINESS ANGELS</i> COMO SOLUCIÓN.	23
3.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS. CONCEPTO DE <i>BUSINESS ANGEL</i> .	23
3.2. CARACTERÍSTICAS DE LOS <i>BUSINESS ANGELS</i> .	26
3.3. TIPOLOGÍA DE <i>BUSINESS ANGELS</i> .	27
3.3.1. EN FUNCIÓN DE SU NIVEL DE ACTIVIDAD.	28
3.3.2. EN FUNCIÓN DEL PAPEL LLEVADO A CABO EN LA EMPRESA.	28
3.3.3. EN FUNCIÓN DEL NÚMERO DE <i>BUSINESS ANGELS</i> QUE INTERVIENEN.	29
3.4. DIFERENCIA CON EL CAPITAL RIESGO.	29
3.5. EL PROCESO DE INVERSIÓN.	31
3.5.1. FASE PREVIA. BÚSQUEDA DIRECTA Y REDES DE <i>BUSINESS ANGELS</i> .	31
3.5.2. ESTUDIO PREVIO. EL PLAN DE NEGOCIO Y LA PRIMERA ENTREVISTA.	33
3.5.3. NEGOCIACIÓN. ACUERDO DE CONFIDENCIALIDAD Y DUE DILLIGENCE.	33
3.5.4. CONTRATO Y SEGUIMIENTO DE LA INVERSIÓN. EL PROBLEMA DE AGENCIA.	34
3.5.5. SALIDA Y DESINVERSIÓN.	35
4. COMPARATIVA INTERNACIONAL DE LOS <i>BUSINESS ANGELS</i>.	36
4.1. BENEFICIOS DE LOS <i>BUSINESS ANGELS</i> EN UNA ECONOMÍA.	36
4.2. EUROPA.	37
4.3. REINO UNIDO.	38
4.4. ESTADOS UNIDOS.	39
4.5. ESPAÑA. ¿SON CONOCIDOS LOS <i>BUSINESS ANGELS</i> EN NUESTRO PAÍS?	40
5. CONCLUSIONES.	43
ANEXOS	45
ANEXO I: ENTREVISTA IGNACIO GUITARD, FUNDADOR DE KPIQUA BRAND.	45
ANEXO II: CUESTIONARIO REALIZADO A UN <i>BUSINESS ANGEL</i> A TRAVÉS DE GOOGLE FORMS.	46
ANEXO III. ENTREVISTA FERNANDO RODRÍGUEZ, FUNDADOR DE FLY & CLAIM.	47
BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES CONSULTADAS.	48
TEXTOS LEGALES CONSULTADOS.	52

ÍNDICE DE GRAFICOS, FIGURAS Y TABLAS.

Gráfico 1. Evolución de la población de empresas en España.....	9
Gráfico 2. Fuentes a la que han accedido o espera acceder para obtener capital semilla.	14
Gráfico 3. Evolución PIB, Deuda Pública y Deuda Privada España (2008-2011).....	16
Gráfico 4. Etapas de financiación.....	17
Gráfico 5. Porcentaje de personas 18-64 años que han invertido en negocios de terceros en España.	40
Figura 1. División de la inversión informal de una economía.....	25
Figura 2. Fases del proceso emprendedor.....	31
Tabla 1. Edad y porcentaje de potenciales emprendedores en España.....	7
Tabla 2. Las PYMES en España y en Europa, 2015.....	9
Tabla 3. Capital semilla para proyectos de negocio nacientes en España, 2016.....	12
Tabla 4. Capital Riesgo v. Inversión Ángel.....	30

1. Introducción.

1.1. Propósito y contextualización del tema.

Este trabajo tiene como propósito estudiar la viabilidad de los business angels (inversión ángel en español) como fuente de financiación alternativa para start-ups o proyectos empresariales de reciente creación, y el poder de decisión que muestran en las inversiones que realizan.

Casi la totalidad del conjunto empresarial español (99,88 %), está constituido por Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) (Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, 2017). Una de las grandes consecuencias de la crisis económica en nuestro país fue el difícil acceso al crédito empresarial, una de las fuentes financieras con las que la empresa española, y eminentemente las PYMES, guarda mayor dependencia (Herce y Hernández, 2014). Esto ha supuesto la puesta en el mapa de un número de fuentes alternativas a los préstamos bancarios, tales como el *crowdfunding*, los préstamos participativos, o los *business angels* (Narváez, 2015).

Los *business angels* se antojan como una opción a tener en cuenta para que los emprendedores y autónomos puedan sacar sus proyectos empresariales adelante, máxime en una de las etapas más sensibles de una empresa, como es el momento de su creación.

1.2. Justificación.

La base de cualquier sociedad se basa eminentemente en el tejido empresarial, el bienestar social y el impulso del espíritu emprendedor. Esto es, la creación y la facilidad de implantar nuevas empresas es el principal motor para generar riqueza en un país, y poder gozar de unos buenos indicadores económicos (García y Martínez, 2007).

Durante los primeros pasos para constituir un plan empresarial de futuro, se suele no recurrir de gran manera a la financiación ajena. Eminentemente, el empresario hace uso de los ahorros de los que dispone, o bien utiliza dinero de su círculo cercano, esto es, los generalmente conocidos como *Family Friends and Fools* (Manzanera, 2010), personas que guardan una relación más personal que financiera o lucrativa con el

emprendedor. De esta manera, durante los primeros compases adquiere una especial relevancia el segmento informal de las fuentes de financiación (Hoyos y Saiz, 2014).

No obstante, conforme va evolucionando la empresa se hacen totalmente necesarios otros instrumentos de financiación que puedan aportar un capital algo más elevado. Así pues, el proceso emprendedor toma forma como un camino lleno de riesgos en el que en muchas ocasiones el pequeño empresario pone en juego su propio patrimonio, condicionando de esta forma su propia vida personal al devenir del proyecto empresarial que pone en marcha. Se precisan, pues, de recursos de los que muchas veces ni siquiera se dispone para poner en marcha la idea que se tiene.

El crédito bancario se antoja como una de las fuentes tradicionales de financiación. No obstante, la exigencia de avales y de garantías por parte de los bancos, unido a la fuerte desconfianza y reducción de concesión de crédito durante los periodos de recesión económica, no la caracterizan como la vía ideal para PYMES y start-ups, pese a la gran dependencia que en ocasiones tienen las mismas respecto a esta vía de financiación.

Por su parte, los fondos de capital riesgo, instrumentos que podrían amoldarse a las necesidades de financiación de nuevas empresas, se antojan como poco apropiados para esta actividad (San Jose, 2001), ya que normalmente buscan unas rentabilidades mucho más elevadas, y no focalizan sus inversiones a proyectos empresariales de una dimensión reducida, de reciente creación y con un riesgo elevado.

Hay, como vemos, una gran dificultad en obtener lo que en la literatura empresarial generalmente se conoce como “capital semilla” (*seed capital*), esto es, la primera fuente de financiación que sirva para impulsar la empresa en sus pasos iniciales.

Pero nos equivocamos si ponemos el foco simplemente en el aspecto meramente financiero. Una empresa y una idea va mucho más allá de los recursos y la sostenibilidad financiera que se pueda tener. De esta manera, otra de las cosas de las que carece un emprendedor son de las ideas, conocimiento y contacto con el sector, esto es, el conocido generalmente como “*know-how*” o “capital inteligente” (Martínez y García, 2011).

Así pues, una solución a esto pueden ser los conocidos como *business angels*, esto es, una persona o individuo que realice una aportación financiera e intelectual en la compañía, para orientarla durante sus primeros pasos. De esta forma, el *business angel* invierte en un proyecto empresarial que puede tener elevado riesgo o no, y en el que él mismo mediante una labor de *mentoring* quiere tratar de ayudar a encauzar.

Muchos países en el mundo han sido los que han reconocido y regulado esta actividad, creando redes e instaurando incentivos fiscales que les favorezcan y, así, tratar de ayudar a la base de sus economías: la Pequeña y Mediana Empresa y la innovación y el desarrollo.

1.3. Objetivos.

El objetivo principal del trabajo ya se enunció al comienzo a modo de propósito, enunciándose a continuación los objetivos específicos:

- Analizar las causas de la profunda bajada de las fuentes tradicionales de financiación para PYMES y start-ups.
- Describir el marco conceptual de los business angels, realizando una comparación con otras fuentes de financiación similar, como puede ser el capital riesgo.
- Describir el itinerario que sigue el emprendedor al tomar a estos inversores como fuente de financiación.
- Analizar las fortalezas y oportunidades de esta forma de financiación en España y en otros países en los que la figura tenga repercusión.
- Extraer recomendaciones que puedan ser aplicadas para proyectos empresariales que estén interesadas en este modo de financiación, enumerando las condiciones que se han de reunir para que el camino del emprendimiento con este modelo tenga mayores probabilidades de ser exitoso.

1.4. Metodología.

Las fuentes secundarias empleadas en el trabajo están constituidas por publicaciones académicas, revistas y libros, que nos permiten construir la revisión de la literatura existente sobre el tema en cuestión. Para ello, se han utilizado plataformas como Google Scholar, Dialnet o EBSCO. También se ha podido contar con la utilización de informes de distintos órganos gubernamentales, así como con la utilización de datos de índole estadístico.

A la hora de utilizar la información, hemos establecido como límite temporal el año 2010. No obstante, se han usado algunos artículos que contenían contenido eminentemente teórico y de especial relevancia para la realización del trabajo, al no estar desfasados y contar con una aplicación general en el tiempo.

Por otro lado, las fuentes primarias son entrevistas realizadas a *Business angels* a través de la plataforma de formularios de Google, tratando de preservar así su anonimato, y a promotores y socios universitarios que han mantenido una experiencia cercana con el emprendimiento y los obstáculos que este presenta.

La principal dificultad que se ha podido encontrar es la falta de información y poca transparencia con la que cuenta el tema que investigamos. No obstante, esto ha supuesto una motivación adicional a la hora de realizar el trabajo, ya que abarcaremos un ámbito de investigación sobre el que apenas hay recorrido en España. Por otra parte, la disponibilidad y accesibilidad con la que cuenta un inversor de estas características es otro de los impedimentos que se ha podido observar en el proceso de investigación, sobre todo, a los efectos de recabar la información recopilada a través de entrevistas.

1.5. Estructura.

El estudio se encuentra fragmentado en cinco capítulos. El primero de estos es la “Introducción”, la cual contextualiza el proyecto de investigación, señalando qué propósito se siguió y justificando la importancia del estudio. La metodología también se expone, en la que se desarrollan los pasos más elementales que se llevaron a cabo para captar la información.

El segundo capítulo es “El proceso emprendedor”. En él trataremos de acercarnos a la figura del emprendedor tradicional que nos encontramos en nuestros tiempos, describiendo la importancia que guardan para la prosperidad de cualquier sistema económico y haciendo un especial hincapié en las principales carencias que ha de afrontar a la hora de sacar su proyecto adelante.

El tercer capítulo “La figura de los *business angels* como solución”, describirá el concepto de la figura, tratando de enunciar sus características y la diferente tipología existente. Por otro lado, se tratará de dar cierta independencia a esta forma de financiación, separándola de otras formas de financiación como bien puede ser el capital riesgo. Por último, se expondrá el proceso que el emprendedor ha de seguir hasta concertar el contrato de inversión.

El cuarto capítulo, titulado “Comparativa internacional de los *business angels*”, propone hacer una breve introducción, enunciando los principales beneficios que esta alternativa de financiación puede reportar a nivel macroeconómico para una economía. A continuación, se realizará una exposición detallada de la figura en las partes del mundo donde esta cuenta con una mayor evolución, como Reino Unido y Estados Unidos, para así comparar el desarrollo en dichos países con el que se tiene actualmente en España y cómo se podría potenciar el mismo.

Por último, en el sexto capítulo “Conclusiones”, se trata de, en función de lo expuesto a lo largo del trabajo lanzar una serie de recomendaciones al pequeño y mediano empresario que pueda considerar seriamente esta alternativa como la vía para impulsar su sueño empresarial.

En el último apartado “Bibliografía”, se señalarán las fuentes bibliográficas que han sido utilizadas a la hora de la elaboración del trabajo.

2. EL PROCESO EMPRENDEDOR.

2.1. Emprender y sus inconvenientes.

La Real Academia Española de la Lengua (RAE) define en su primera acepción el término emprender como aquella actividad destinada a *“acometer y comenzar una obra, un negocio, un empeño, especialmente si encierran dificultad o peligro.”*

Por otro lado, en el ámbito académico, encontramos definiciones como la de Terry (1995), quien describe al emprendedor como:

“un innovador el cual percibe la oportunidad de traer un nuevo producto, o implementar un nuevo método de producción para, de esta forma, organizar las necesidades de los factores de producción y la asunción de riesgos financieros”.

Por su parte, Formichella (2004) define el emprendimiento, en términos generales, como llevar a cabo un proyecto, el cual puede perseguir distintos fines, y que siempre tiene un componente de incertidumbre e innovación. Dicho fenómeno es llevado a cabo por un grupo de personas denominadas emprendedores (*entrepreneur*, en francés e inglés), normalmente capaces de crear algo innovador o cambiar la utilidad de algún producto o servicio ya existente, con el fin último de trasladar algo que genere un gran impacto en el entorno en el que vive. Se trata de un concepto que es normalmente asociado al ámbito de la empresa, pero que también puede ser aplicado de igual forma a cualquier área de la vida.

Lichtestein y Lyons (2010), nos ofrece una definición un poco más específica; la del emprendedor y promotor empresario¹, entendiéndolo como:

“cualquiera que cuente con la intención de innovar, mediante la creación de un nuevo producto o servicio, desarrollando un nuevo método de producción o encontrando un nuevo mercado, y que cuenta con un objetivo de crecimiento y desarrollo para ellos mismos y su negocio.”

¹ En este trabajo, para referirnos a este empresario con una idea innovadora y disruptiva, usaremos indistintamente el término promotor o emprendedor. Por otra parte, para hacer referencia a la empresa que está creando utilizaremos con frecuencia el término anglosajón *start-up* (empresa de reciente constitución).

Como bien vemos en la mayoría de definiciones expuestas con anterioridad, siempre se coincide en la idea de que el emprendedor trata de buscar oportunidades para innovar y así dotar de un valor añadido a la vida de sus clientes, tratando siempre de enfocar e introducir esa nueva idea desde un punto de vista estratégico (Kickul y Lyons, 2012).

Dicha innovación la podemos observar en el proyecto que encabeza Ignacio Guitard, alumno del grupo B de quinto de E3, y que recientemente, junto a otros compañeros de clase, ha fundado Kpiqua Brand, una marca de sudaderas con un diseño altamente innovador y diferente a lo que se encuentra en el mercado. Tuvimos la oportunidad de poder hacerle una entrevista (Anexo I), y en ella nos reflejó cómo es consciente de la adversidad a la que se enfrentan como emprendedores en el sector de la moda, pero, a la vez, como confían en tratar de triunfar en base a crear algo que verdaderamente aporte algo diferente al consumidor (Pregunta 1 – Anexo I).

Dichos proyectos o ideas innovadoras suelen materializarse o formalizarse mediante lo que en España y Europa se viene conociendo como Pequeña y Mediana Empresa (PYME) (Small Medium Enterprise – SME, en inglés) y microempresas, las cuales suelen representar la mayor parte del tejido económico y empresarial de un país. (Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, 2017).

Tabla 1. Edad y porcentaje de potenciales emprendedores en España.

Franja de Edad	Porcentaje
24 años o menos	16,6 %
25 a 34 años	22,8 %
35 a 44 años	25,7 %
45 a 54 años	24,7 %
55 años o más	10,2%

Fuente: Informe Global Entrepreneurship Monitor (2016).

Por otro lado, en lo que respecta al perfil del emprendedor, suele tratarse de gente con un perfil joven. En 2016, los emprendedores potenciales se distribuyeron en mayor medida por edades de 25 a 34 años (22,8 %), 35 a 44 años (25,7 %) y 45 a 54 años (24,7 %); siendo minoritario el peso de otras franjas de edad más jóvenes (24 años o menos – 16,6 %) o mucho más adultas (55 años o más – 10,2%) (GEM, 2016).

Así pues, muchas veces dichos proyectos, con un alto componente joven, innovador y disruptivo, suelen enfrentarse con la losa de caminar en un entorno altamente incierto, en el que la falta de conocimiento, recursos y experiencia pueden suponer un inconveniente para sacar adelante sus ideas. En esta línea, podemos agrupar en cinco los grandes inconvenientes y adversidades que suelen encontrarse los emprendedores empresarios a la hora de sacar con éxito sus proyectos (Colomer i Espinet, 2009):

- el miedo al fracaso y adaptarse personalmente al ecosistema emprendedor.
- la conversión de la idea en una empresa.
- los trámites burocráticos y administrativos a realizar.
- falta de formación y experiencia en la gestión empresarial.
- el acceso a los recursos necesarios para empezar la actividad.

Todos estos inconvenientes, de haberse evitado, podrían haber cambiado a mejor el destino de muchas ideas y empresas. Resulta indudable que, en la mayoría de ocasiones, estas circunstancias provocan que muchas start-ups fracasen en sus primeras etapas de vida, y menos de un tercio de ellas lleguen incluso a convertirse en verdaderos proyectos empresariales (Vesper, 1990). Por otra parte, sólo una parte considerable de estas empresas consiguen convertirse y crear una historia de verdadero éxito (Martinsons, 2002).

2.2. Importancia de la PYME en una economía.

Podemos definir a la Pequeña y Mediana Empresa en los términos que lo hace el Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión, en el que se trata de englobar a todas aquellas empresas que cuentan con un volumen de facturación inferior a 10 millones de euros, y tienen 10 o más trabajadores contratados.

Como bien enuncia el Preámbulo de la Ley de fomento de la financiación empresarial del año 2015, las PYMES constituyen el principal actor en el tejido financiero y empresarial de la economía española. Como indica la Tabla 1, el 99,88% de las empresas españolas se acogen a esta modalidad. (Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, 2017).

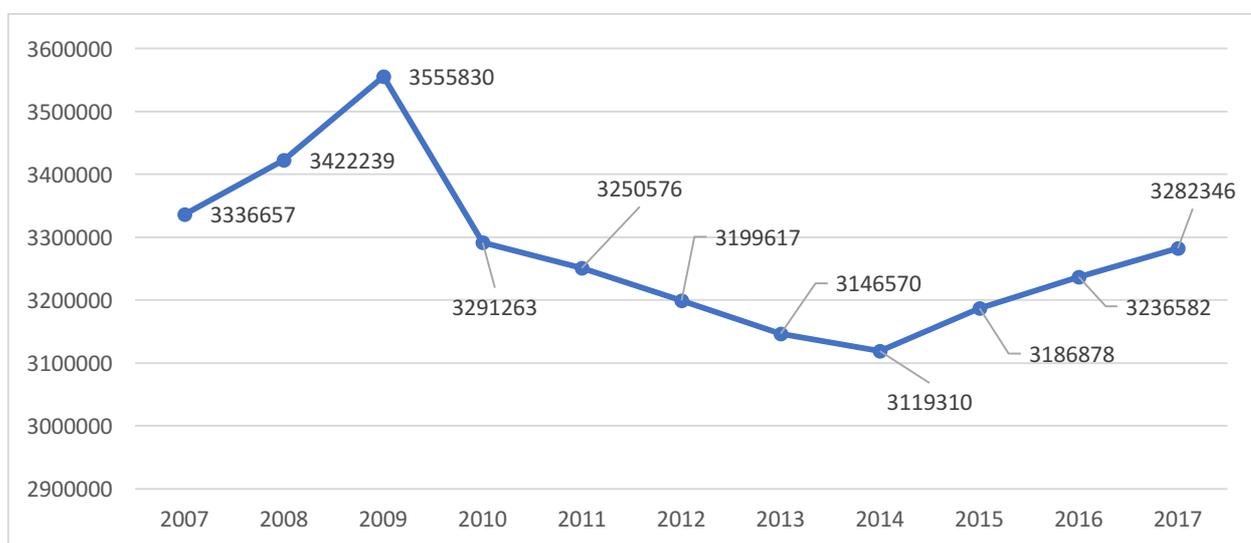
Tabla 2. Las PYMES en España y en Europa, 2015.

	Empresas (%)	Trabajadores (%)	Empleo medio en PYME
España	99,9	73,0	3,3
EU-28	99,8	66,8	4,0

Fuente: Estimaciones de la Comisión Europea: Eurostat y DIW Econ

El desarrollo y la competitividad de los países de la Unión “depende siempre en gran medida del desarrollo de su tejido empresarial, y en concreto en el estrato de la Pequeña y Mediana Empresa”. (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2017). Observamos, además, como dichas empresas contribuyen, tanto en España como en el entorno económico europeo, a la sostenibilidad del nivel de empleo. Es esta, pues, las razones que hacen que la PYME sea un objeto de estudio y preocupación para las Administraciones Públicas y los programas económicos de las mismas, ya que el sustento y desarrollo del sistema económico es dependiente de esta tipología empresarial.

Gráfico 1. Evolución de la población de empresas en España.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

No obstante, como nos señala el Preámbulo de la Ley de apoyo a los emprendedores de 2013, España ha sufrido de forma especialmente grave las consecuencias de la crisis económica y global de los últimos años. Una de sus principales secuelas, es lo que refleja el Gráfico 1, en el que podemos apreciar como la población empresarial se ha visto drásticamente mermada entre los años 2008 y 2014, volviendo a resurgir durante los últimos años.

Una de las principales causas de esto es la estrategia seguida por la Administración Pública, que tuvo una masiva obsesión por la inyección de liquidez y la aplicación de políticas keynesianas durante el inicio de la crisis en 2008, la mayoría realizada en inversiones no productivas, que nos ha llevado al desplazamiento de la empresa privada, las PYMES y los emprendedores (Muñoz, 2012).

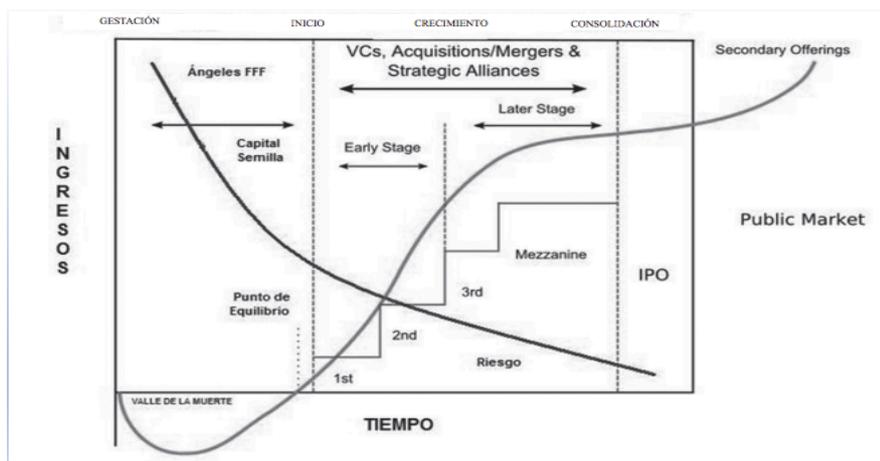
Es por ello que se ha de volver a poner el foco en lo que hemos visto que constituye el verdadero motor de nuestra economía: la PYME y los promotores de nuevos proyectos empresarial. Para ello, es importante que se construya un sistema poco complejo que incentive a los empresarios a lanzarse al mercado y beneficien mediante su incursión a la generación de empleo, bonanza e innovación a nivel macroeconómico; preocupaciones todas ellas que cualquier Administración Pública tiene a la hora de gestionar un país.

2.3. La financiación de las startup: el gap financiero durante la seed stage.

Los recursos económicos y financieros son la pieza clave de la existencia y crecimiento de cualquier empresa (George, 2005; Penrose, 1959). De esta forma, partimos de la base de que el emprendedor es una persona que dispone de pocos recursos financieros para poner en marcha su proyecto, teniendo, por lo general, que recurrir a una fuente de financiación externa para poner en marcha sus ideas (George, 2009). Así pues, la búsqueda de estos fondos no resultará una tarea sencilla durante los primeros compases del itinerario emprendedor (GEM, 2014).

La mayoría de emprendedores tienen que hacer frente a lo conocido como gap financiero, enfrentándose a una carencia general de recursos económicos para tratar de hacer frente los primeros gastos que conlleva el proyecto (constitución, desarrollo, etc.) (Hoyos y Saiz, 2014).

Gráfico 2. Ciclo financiero de una start-up.



Fuente: Cardullo, 1999.

El Gráfico 2 nos muestra las diversas etapas por las que pasa el proceso de financiación de una start-up hasta su consolidación en el mercado. Así pues, podemos encontrar el siguiente itinerario dentro del mismo, en el que las modalidades de financiación se vendrán a adaptar a las cualidades que presente la empresa en cada uno de los momentos en los que se encuentre (Fracica, et. al, 2011; NVCA, 2011):

1. *Seed Stage* (etapa semilla): se trata de la etapa de gestación, en la que el emprendedor se prepara para salir al mercado y trata de formalizar todos los preparativos necesarios para ello (formalidades jurídicas, plan de negocio, etc.). Se trata de la etapa a la que más atención vamos a prestar en este trabajo, puesto que en ella la start-up tiene como opción para financiarse el recurso los Business angels.
2. *Early Stage* (etapa de arranque o temprana): se trata de los primeros tres o cinco años de operatividad de la empresa en los que la principal preocupación del emprendedor va a estar relacionada con la supervivencia del proyecto empresarial. Es en dicha etapa donde acontece el conocido como “valle de la muerte”, esto es, aquella fase del ciclo de vida financiero en el que el 70 por ciento de las start-ups fracasan. Se trata de un momento especialmente difícil para estas, ya que podrá extenderse más o menos en el tiempo en función del proyecto, y los cash-flows negativos previstos (Hoyos y Saiz, 2014). En la medida en que se vayan obteniendo ingresos y flujos de caja positivos, podrá ir rentabilizándose el

proyecto y comenzar a generar beneficios. El emprendedor tratará de emplear un fuentes de financiación similares a las recurridas durante la etapa anterior.

3. *Expansion Stage*: se trata de aquella etapa en la que la empresa por fin se ha consolidado de forma definitiva en el mercado, empleando fuentes de financiación de mayor magnitud, tales como la entrada de un fondo de capital riesgo o una salida a bolsa mediante una oferta pública de venta (IPO).

Tabla 3. Capital semilla para proyectos de negocio nacientes en España, 2016.

Media	97.563 €
Mediana	15.000 €
Moda	30.000 €
Desv. Típica	809.018 €
Percentil 10	1.500 €
Percentil 20	3.000 €
Percentil 30	6.000 €
Percentil 40	10.000 €
Percentil 50	15.000 €
Percentil 60	25.000 €
Percentil 70	30.000 €
Percentil 80	50.000 €
Percentil 90	76.732 €

Fuente: GEM España, APS, 2016.

En lo que respecta a la cantidad de financiación que suelen requerir los nuevos proyectos, según los datos aportados por el Global Entrepreneurship Monitor², cuentan con una media de necesidades de capital de 97.563 euros. No obstante, las necesidades de financiación son muy dispersas, habiendo siempre una variación en función de lo que cada proyecto requiera.

De esta forma, centrándonos en las primeras etapas de vida de una empresa (seed o early stage) hemos de consultar las diferentes vías de obtención de capital y su viabilidad. La nueva empresa tendrá como objetivo encontrar el capital semilla o seed capital, esto es, el capital que permita a la empresa desarrollarse y poder dar sus primeros pasos. En este sentido, el emprendedor tiene a su disposición tres vías de financiación (Colomer i Espinet, 2009):

² El Global Entrepreneurship Monitor (GEM) “es un observatorio internacional que con carácter anual analiza el fenómeno emprendedor. Su actividad se inicia en el año 1999 de la mano de *London Business School* y *Babson College*.”. (GEM, 2016).

- el acceso al capital y a los recursos propios, esto es, atraer inversores a una empresa a cambio de que estos formen parte del accionariado de la misma.
- las subvenciones y las ayudas públicas que la Administración Pública pueda ofertar a favor de los emprendedores.
- la deuda o recursos ajenos, es decir, acordar con una entidad financiera o un tercero la disposición de fondos a cambio de su devolución con una serie de intereses en un periodo de tiempo acordado.

Convendrá, no obstante, habremos de preguntarnos si los emprendedores conocen de forma completa todas las opciones con las que cuentan para tratar de captar recursos, y ver si las necesidades de financiación con las que cuentan son cubiertas o no por la fuente de capital que elijan (Verona et. al., 2017).

2.3.1. El recurso a las 3 f's: Family, Friends and Fools.

Las tres f's hacen referencia al término anglosajón *Family, Friends and Fools*. Se trata de una fuente informal de financiación a la que acudir, ya que engloba el círculo íntimo y cercano del emprendedor, cuyas motivaciones para invertir en el proyecto que el emprendedor trata de impulsar suele ser de carácter más emocional que empresarial, no haciéndose apenas ninguna valoración de las condiciones financieras de la empresa, ni de una futura rentabilidad obtenida. (Hoyos y Saiz, 2014).

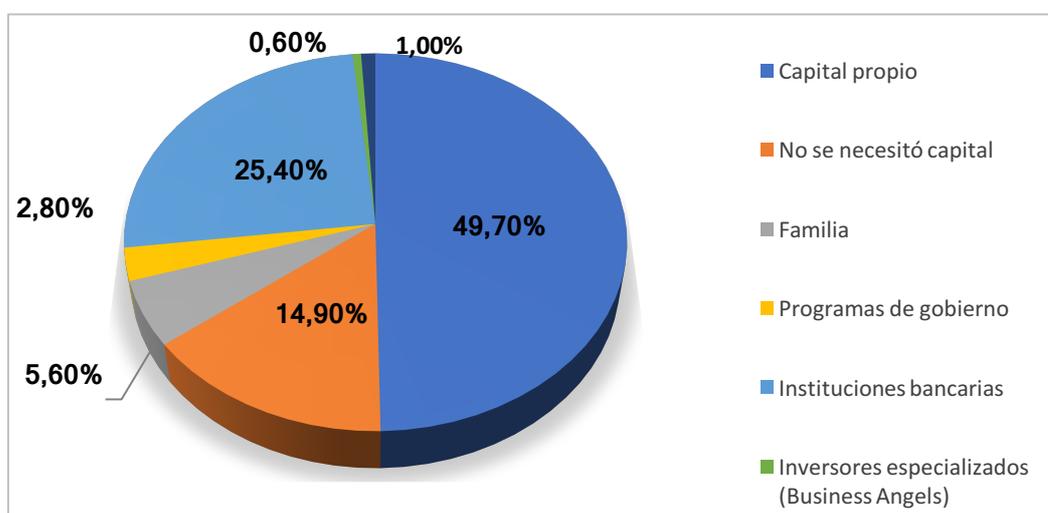
Se trata de una opción fácil para obtener ciertos recursos al comienzo de la vida de una start-up, ya que convencer al círculo personal y familiar más cercano es siempre mucho más fácil que a un inversor o a una entidad bancaria profesionalizada, los cuales puede que nos exijan la devolución de lo aportado con rentabilidad e intereses de por medio.

No obstante, hemos de tener muy claro en la forma y la cantidad en la que captamos financiación a través de esta vía, ya que puede acarrear un plus de presión para el emprendedor, al estar usando fondos de gente con la que mantiene un vínculo emocional alto. En este sentido, resultará elemental tratar de transmitir cierta seguridad y convencer a estos inversores informales de la fiabilidad y factibilidad de la idea de empresa que se tiene (Salamzadeh, 2015).

Por otro lado, las cifras que se pueden alcanzar a través de esta fuente son, por lo general, bajas, si bien pueden antojarse como una buena forma para captar ciertos recursos financieros en la etapa seed o de arranque de la start-up (BBVA, 2013).

Podemos decir que las 3 f's, pese a ser una fuente de financiación informal y poco recurrente, resulta imprescindible a la hora de emprender, ya que el segmento de inversión informal constituye una de las principales fuentes de financiación para las start-ups en sus etapas iniciales, no siendo tanto el foco de atención de inversión profesionalizada (Bygrave, 2004).

Gráfico 3. Fuentes a la que han accedido o espera acceder para obtener capital semilla.



Fuente: GEM España, APS 2016.

Vemos en el gráfico 2, elaborado por el Global Entrepreneurship Monitor (2016), refleja como en España se confirma la teoría de que, a la hora de recurrir al capital semilla o al primer capital para impulsar la empresa, hay una gran mayoría de personas (55,3%) que recurren a la familia y al capital propio³ para impulsar sus propios proyectos.

³ Este es el caso de Kpiqua Brand, startup del sector de la moda fundada por Ignacio Guitard (Anexo I), para financiar y lanzar su empresa, recurrieron a ahorros personales que él y sus socios habían ido ahorrando en la realización de prácticas universitarias y otros que sus familiares habían podido proporcionarles.

2.3.2. La dificultad de acceso a los préstamos bancarios.

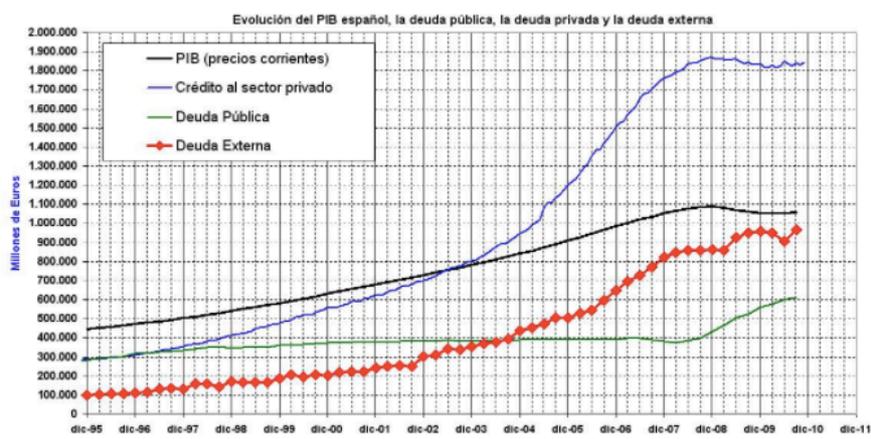
Los préstamos son una operación de carácter financiera en la que una parte, denominada prestamista (generalmente una entidad financiera o de crédito), entrega una cantidad de dinero o capital a otra, denominada prestatario, a cambio de su devolución en una serie de plazos o fechas y con un tipo de interés aplicado sobre la cantidad prestada, siendo este el coste que asume el prestatario al realizar la operación (Parra, et. al, 2011). Es el tipo de financiación más tradicional y que ha constituido el sustento básico del sistema financiero y del negocio bancario desde su constitución.

No obstante, hemos de preguntarnos, ¿resulta este el tipo de financiación ideal y más fácil de obtener por parte de emprendedores, autónomos y PYMES? En este apartado analizaremos algunos de los aspectos más a tener en cuenta por un emprendedor a la hora de tomar este tipo de financiación.

En primer lugar, tal y como enuncia el Preámbulo de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial del año 2015, en España siempre ha existido una dependencia de las empresas del crédito bancario. Esta dependencia puede también verse reflejada intensamente en los emprendedores y en la pequeña y mediana empresa; ya que su acceso al mercado de capitales es bastante limitado.

Como se puede desprender del Gráfico 2 del apartado anterior, casi un 26 % de los emprendedores en España ha accedido o espera acceder a financiación bancaria a la hora de obtener capital semilla para el lanzamiento de sus proyectos. Por otra parte, la mayoría de ellos (49,7%), espera obtener financiación a través de capital propio y sus propios ahorros. En un estudio efectuado a PYMES en la Unión Europea (CSES, 2012), un 60% de las empresas consultadas respondió que su fuente de financiación preferida es la financiación bancaria.

Gráfico 4. Evolución PIB, Deuda Pública y Deuda Privada España (2008-2011)



Fuente: Banco de España, 2011.

No obstante, esta fuerte dependencia del crédito entraña un gran problema coyuntural. Cuando nuestro sistema financiero ha atravesado algún tipo de recesión o crisis económica y se ha tenido que “desapalancar”, siempre ha habido una consecuencia en la búsqueda de financiación por parte de autónomos y la PYMEs, viéndose muchas de ellas privadas de financiación o sufriendo un recorte de las líneas financieras que disponían (Moroy, 2017).

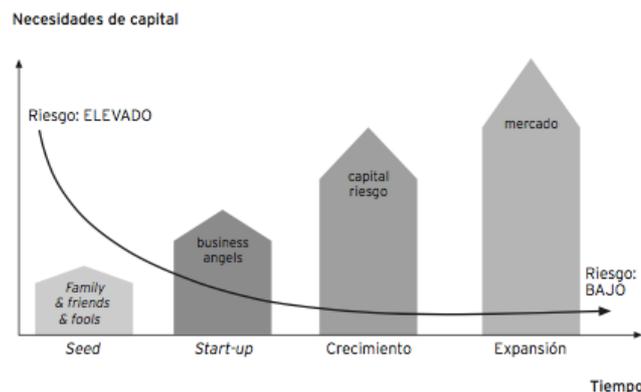
Esto mismo lo podemos ver en el gráfico 3, en el cual observamos como en los años precrisis, existió un gran desenfreno en la concesión del crédito al sector privado, superando, incluso, al Producto Interior Bruto (PIB), produciéndose un drástico cambio a esta situación a partir del año 2007 y el desencadenamiento de los primeros efectos de la crisis financiera y crediticia.

Esto provoca que los emprendedores, en épocas de crisis económica como la que venimos viviendo, tengan bastante difícil el acceso a los créditos bancarios (Alemany et al., 2011), habiendo de hacer uso del capital del que disponen, o el que le atribuye su círculo personal (Gráfico 2).

Por otro lado, encontramos el mayor hándicap a la concesión de préstamos bancarios a emprendedores y empresas de reciente constitución en la estructura económica con la que cuentan, ya que la mayoría de ellas cuentan con una serie de carencias que obstaculizan el acceso al crédito, estando la mayoría de ellas con las grandes asimetrías de información⁴ existentes entre prestamista y prestatario (Hoyos y Saiz, 2014; Stiglitz y Weiss, 1981):

- falta de un historial crediticio.
- garantías muy limitadas⁵ (Cosh et. al., 2009); ya que la mayoría de ellas apenas cuentan con activos en propiedad con los que garantizar el pago de las deudas que pudieran contraer.
- incertidumbre respecto a la viabilidad futura del proyecto.

Gráfico 5. Etapas de financiación.



Fuente: European Business Angel Network (EBAN)

La situación que exponemos la vemos recogida en el Gráfico 4, en el que se analiza el riesgo de la inversión en una start-up conforme va consolidándose y necesitando más capital a lo largo del tiempo.

⁴ La asimetría de información es aquella situación en la que se parte en los mercados financieros y derivada de la falta de información entre las partes. En los préstamos, vendrán caracterizadas por la falta de información y de seguridad que el prestatario pueda mostrar a una entidad de crédito, dando a entender que el prestamista cuenta con mayor información que el prestatario en la operación. (Dapena y Dapena, 2003; Vainrub 2005).

⁵ Esta carencia de garantías se incrementa incluso en las startup conocidas como Nuevas Empresas de Base Tecnológica (NEBT), ya que la inversión que realizan es principalmente intangible, no pudiendo ofrecer garantías materiales para el pago de deudas, habiendo también presente un gran riesgo tecnológico dentro de una startup (Hoyos y Saiz, 2014).

Observamos como en la etapa de seed y de start-up (lo que vendría a correlacionarse con la etapa de seed y early stage cuando analizábamos el ciclo financiero), la inversión que un banco puede llevar a cabo en la start-up entraña un gran riesgo, puesto que, como decíamos, la gran mayoría se encuentra en sus fases iniciales, sin un recorrido definido y expuestas a esa fase del valle de la muerte donde el 70 % de las compañías perecen.

Por otro lado, la empresa en sus compases iniciales contará con unas necesidades de financiación muy reducidas, principalmente cubiertas por las 3 f's. A medida que se vaya trayendo la confianza de otros inversores (como Business angels o Entidades de Capital Riesgo) más confianza se podrá reportar a una entidad de crédito de cara a la concesión de un préstamo a la compañía. Esto es, la edad y el tamaño de una empresa se antojan como un factor esencial a la hora de acceder al crédito, puesto que en la medida que mayor sea el tamaño y el recorrido de una compañía, se tiende a usar más crédito comercial, aumentando la calidad crediticia de la empresa. (Canto-Cuevas et. al, 2015).

2.3.3. La subvención pública. El Instituto de Crédito Oficial (ICO) y la Empresa Nacional de Innovación (ENISA).

Las subvenciones, en sentido estricto, se podrían definir como aquellas *“cuantías percibidas por la empresa como ayuda del Estado o de otra entidad. La finalidad de la misma puede ser: financiar gastos o la estructura fija, garantizar un rendimiento, compensar un déficit, etc”* (Expansión, 2018).

En el ámbito del emprendimiento, son aquellas aportaciones a fondo perdido, y que normalmente llevarán aparejados el cumplimiento de un objetivo determinado, normalmente relacionados con la creación de empleo o la innovación. Dichas subvenciones se encuentran muchas veces justificadas en la importancia económica que guarda la PYME en el tejido económico de los países, tratando la Administración Pública de impulsar el mismo.

Se trata de una buena forma de tratar de obtener ciertos ingresos por parte del nuevo empresario, más aun sabiendo que las mismas no entrañan ninguna clase de coste financiero. Si bien también hemos de decir que hay ciertos inconvenientes en la obtención de este tipo de recursos, ya que normalmente las mismas están condicionadas

a la existencia de disponibilidad presupuestaria y a la discrecionalidad que la Administración ofrece respecto a las mismas. Es por ello que han de guardar un papel secundario y residual en la prelación de fuentes de financiación del emprendedor. (Colomer i Espinet, 2009).

Afin a la figura de la subvención, se encuentra la actividad desempeñada por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad en España, a través de dos instituciones públicas: el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y la Empresa de Innovación SA (ENISA). Dichas entidades, si bien no se dedican a proporcionar subvenciones, se dedican a otorgar a los emprendedores, PYMES y autónomos crédito de carácter público en condiciones beneficiosas y específicamente pensadas para el emprendedor. Normalmente, las líneas de crédito las suelen formalizar a través de préstamos participativos⁶, favoreciendo de esta forma que estas entidades de crédito públicas guarden un interés en la correcta evolución de la empresa. (ENISA, 2016).

2.3.4. Instrumentos de financiación alternativa en las etapas iniciales: crowdfunding y los mercados de capitales.

Dadas las inconveniencias que presenta la financiación bancaria y que hemos expuesto en el apartado anterior, conviene analizar sumariamente algunas de las alternativas a esta fuente de financiación que las PYMES y los emprendedores tienen a su disposición. Resaltamos dos que son interesantes para las empresas en sus etapas iniciales: crowdfunding/crowdlending y las vías de acceso al mercado de capitales para la pequeña y mediana empresa en España.

El crowdfunding o crowdlending (micromecenazgo o financiación participativa, en español) se trata de una nueva forma de financiación que ha ido surgiendo en los últimos tiempos a raíz de la revolución tecnológica y el progreso en los medios de comunicación. Se trata de una forma de apoyo financiero colectivo en la que se pueden poner en marcha futuros proyectos a través de la pequeña aportación de capital de un gran número de inversores. El canal con el que se comunican los proyectos y los

⁶ Un préstamo participativo es un “instrumento de financiación intermedio entre el capital (participación en fondos propios) y el préstamo a largo plazo. Los préstamos participativos son préstamos en los que se estipula que el prestamista-financiador, además de la remuneración ordinaria a través de intereses, obtiene una remuneración dependiente de los beneficios obtenidos por el prestatario-financiado” (Expansión, 2018).

inversores suelen ser plataformas o portales de red, ofreciendo en las mismas los proyectos e indicando el mínimo de capital a aportar y el tiempo determinado para reunirlos (Hoyos y Saiz, 2014).

Entre los distintos tipos de crowdfunding el más interesante para las start-ups y emprendedores es el denominado *equity-crowdfunding*, en el que se abre la posibilidad a que pequeños inversores puedan entrar en el accionariado de la empresa, a cambio de un pequeño desembolso de capital. Esto implica que contarían con todos los derechos políticos y económicos con los que un accionista cuenta (dividendos y posibilidad de desinvertir y obtener plusvalía en el futuro) (Hoyos y Saiz, 2014). Se trata de una alternativa interesante desde el punto de vista financiero, si bien, ofrece como principal inconveniente la pérdida de control que puede suponer para el emprendedor la entrada de numerosos accionistas en la empresa.

No obstante, existen muchas otras clases de *crowdfunding*, que permite que esta forma de financiación se extienda al ámbito artístico, privado, musical, político⁷, educativo o social (El Confidencial, 2014). Normalmente, en lugar de ofrecer en contraprestación una participación en el accionariado de una sociedad, se suele recurrir a ofrecer ciertas recompensas o premios en función de la inversión que se haya efectuado, o bien simplemente realizar una recaudación a modo de donativo, modalidad esta última más enfocada a proyectos benéficos.

Se trata de una alternativa interesante al clásico sistema de financiación bancaria, que ha venido captando la atención de las administraciones públicas en aras de proporcionar mucha más seguridad y agilidad a las inversiones. En España, se ha recogido la regulación en la ya citada Ley 5/2015, de 7 de abril, de fomento de la financiación empresarial, si bien aún no se cuenta con el nivel de flexibilidad de otras regulaciones, como la británica⁸.

Por otro lado, en el ecosistema español otra alternativa al crédito bancario para PYMES y empresas de reducida capitalización es el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). El objetivo de este mercado secundario es la captación de fondos y de liquidez para

⁷ Conocido es el caso de cómo Podemos, tercera fuerza política en España, hizo uso de esta fuente de financiación en sus campañas electorales.

⁸ Esto se ha materializado en una gran diferencia en el volumen de inversión entre Reino Unido (4.300 millones de euros) y España (50 millones de euros) (Wardro, Raghavendra y Gray, 2015).

pequeñas empresas, con el objetivo de tratar de apoyar su fase de expansión e internacionalización, diseñando un sistema de costes específicamente pensado para ellas (Calderón y González, 2012).

No obstante, hemos de señalar que este instrumento no se adecúa a las necesidades de los emprendedores que ponen en marcha sus proyectos empresariales, puesto que la gran mayoría no están dispuestas a recorrer el proceso necesario ni a afrontar los costes que este mercado de capitales requiere (Moroy, 2017). Serán, pues, una herramienta más adecuada para el momento en el que la empresa se encuentre en la fase de expansión que ya comentamos a la hora de analizar el ciclo financiero de las compañías.

Ninguna de estas dos fuentes de financiación alternativa será objeto de estudio en el presente trabajo, si bien es interesante traerlas a colación como instrumentos que el emprendedor y la PYME han de tener en consideración como alternativa a la tradicional financiación bancaria.

2.4. El gap operacional. Incubadoras y aceleradoras.

Al gap financiero, y todas sus pormenorizadas características que hemos comentado en el apartado anterior, hemos de añadir, con la terminología empleada por Hoyos y Saiz (2014), otra de las carencias del emprendedor: el gap operacional.

Muchos de los emprendedores tienen ideas brillantes que, si bien, no saben cómo llevarlas a cabo desde un punto de vista estratégico, ya que muchos de ellos se enfrentan al mercado y a la realidad empresarial por primera vez. Se da, así pues, una carencia de destrezas y conocimiento, esto es, lo habitualmente conocido como *know-how* empresarial o capital inteligente (Hoyos y Saiz, 2014).

Muchas veces este problema es consecuencia de la juventud con la que suelen contar la mayoría de emprendedores y de la que hablábamos en el apartado 2.1. La experiencia, la edad y los conocimientos adquiridos resultan un factor clave en el proceso emprendedor para la detección y aprovechamiento de oportunidades de negocio (GEM, 2016).

Por otro lado, cabe hacer especial hincapié en la especial carencia que tienen las conocidas como “Nuevas Empresas de Base Tecnológica” (NEBT), puesto que han de materializar en ocasiones una serie de ideas intangibles en proyectos empresariales, dándose el caso de que:

- o bien sean expertos técnicos con una escasa formación en gestión empresarial, no sabiendo como materializar las conclusiones de sus investigaciones en productos o servicios que puedan ser distribuidos. (Mosey y Wright, 2007; Hoyos y Saiz, 2014).
- o que se dé el caso de tratarse de gente con formación en empresa que tenga la ambición de llevar a cabo un proyecto innovador pero que requiere alto componente tecnológico que muchas veces no conoce, o no sabe cómo desarrollar⁹.

Es por ello que Hoyos y Saiz (2014) habla de un *gap de transferencia tecnológica* para referirse a este problema concreto al que se enfrentan estas empresas de reciente constitución con unas ideas intangibles y científicas con dificultad de ser trasladadas al plano empresarial.

Es por ello que la PYME y el emprendedor, además del soporte financiero, muchas veces precisa de un soporte estratégico, logístico y operativo que le sirva durante sus inicios. Muchas veces una labor de mentorización y asesoramiento a estos emprendedores puede servir como complemento para tratar de solventar este tipo de inconvenientes.

En este sentido, la labor que desempeñan las incubadoras¹⁰ y aceleradoras se antoja como fundamental. Estas entidades suelen proveer a las start-ups de capital inteligente y medios materiales para que puedan desempeñar su actividad con una mayor facilidad

⁹ Este es el caso de Fernando Rodríguez Hervías, emprendedor y alumno de quinto curso de Derecho y Empresariales en ICADE, que lanzó una start-up de reclamación de cancelación de vuelos (FlyandClaim). Disponía de los conocimientos empresariales y estratégicos, pero desconocía todo lo relacionado con el desarrollo tecnológico de la aplicación, programación web, software, etc., suponiendo esto una barrera al lanzamiento de su empresa (Anexo III).

¹⁰ La diferencia entre incubadoras y aceleradoras es, como se puede inferir de su propio nombre, que las primeras van dirigidas a proyectos de reciente constitución, mientras que las segundas sirven para dar un impulso suplementario a proyectos ya consolidados (El Referente, 2017; Expansión, 2016). Cabe destacar un proyecto llevado a cabo por varios estudiantes de ICADE llamado Tetuán Valley, donde se entrena y forma a emprendedores a través de la experiencia de otros empresarios.

durante sus etapas iniciales (El Referente, 2017; Expansión, 2016). Se tratan de verdaderas escuelas empresariales donde los jóvenes emprendedores pueden adquirir conocimientos de antiguos emprendedores o de profesionales consolidados en sectores determinados.

3. LA FIGURA DE LOS *BUSINESS ANGELS* COMO SOLUCIÓN.

Durante el apartado anterior hemos analizado pormenorizadamente los principales problemas y obstáculos a los que ha de hacer frente un emprendedor, englobándolos en dos grandes categorías: el problema financiero y la carencia operativa o de *know-how*. Durante el presente apartado vamos a evaluar y analizar a los Business angels como alternativa para que el emprendedor trate de evadir dichos obstáculos, así como su idoneidad como alternativa a las fuentes de financiación tradicionales.

3.1. Antecedentes históricos. Concepto de *business angel*.

Se suele considerar que los precedentes históricos de los *business angels* se remontan a los inicios de Silicon Valley en California. Conocido es el caso de Frederick Terman, antiguo decano de la Stanford University School of Engineering durante los años treinta, y que animaba siempre a sus estudiantes a emprender y montar su propia empresa. Dos licenciados de la escuela, William Hewlett y David Packard, al graduarse, recibieron 500 dólares por parte de Terman para que pusieran en marcha su proyecto empresarial, ofreciéndoles una mentorización personalizada durante sus primeros años como empresarios. Solo bastaría unos años para que Hewlett Packard fuera considerada una de las principales firmas tecnológicas a nivel mundial. (Colomer i Espinet, 2009).

También es usual encontrar el origen de esta figura en los entonces conocidos como *angels*, los cuales eran empresarios que actuaban como mecenas a principios del siglo XX, dedicándose a apoyar en el plano financiero y operativo a los musicales de Broadway en Nueva York (Verona et. al., 2017).

La literatura académica ha definido en múltiples ocasiones esta figura. Así, según Verona et. al. (2009) los Business angels se pueden definir como:

“inversores particulares que aportan su propio dinero, suministrando además sus conocimientos, red de contactos y tiempo en las primeras fases del ciclo de vida de una empresa con el fin de impulsar el desarrollo de la misma.”

Colomer i Espinet (2009) también se ha referido a estos como:

“un particular (ya sea empresario, directivo de empresa, ahorrador o emprendedor con éxito) solvente, desde el punto de vista financiero, que a título privado aporta «capital inteligente», es decir, su capital, sus conocimientos técnicos y su red de contactos personales.”

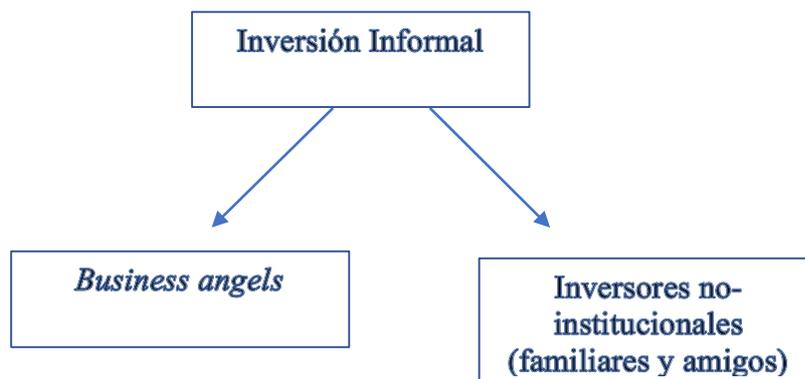
Por su parte, Hoyos y Saiz (2014) los conciben como:

“personas que a título individual invierten su dinero en una iniciativa de negocio, generalmente en fase de lanzamiento o arranque, y que además aportan lo que se conoce como capital inteligente, esto es, su conocimiento, experiencia y red de contactos.”

Por consiguiente, podemos definir a los Business angels 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 de las carencias que hemos ido viendo durante la seed y early stage del proceso emprendedor (Gráfico 2).

Para referirnos a los mismos haremos uso del término anglosajón Business Angel, si bien cabe decir que también son empleados algunos términos traducidos al español, como inversores ángel, inversores particulares o inversores de proximidad (Verona et. al., 2017).

Figura 1. División de la inversión informal de una economía.



Fuente: Elaboración propia a partir de Avdeitchikova, et. al. (2008)

Los *business angel* forman, junto a las 3 f's (Family, Friends and Fools), parte del estrato informal de inversión (capital riesgo informal) que compone una economía. No obstante, hemos de puntualizar, como es obvio, que no toda la inversión informal será calificada como *Business Angel*.

Resulta complicado establecer un criterio claro por el que empezar a calificar a un inversor informal como Business Angel. Lo que se ha podido establecer por la mayor parte de la literatura científico-empresarial es que precisamente ese valor diferencial que este inversor te aporta en concepto de contactos, know-how, habilidades comerciales y experiencia es lo que hace que un inversor informal pueda finalmente caracterizarse como Business Angel (Mason y Harrison, 1995; Hoyos y Saiz, 2014).

Por último, destacar que estos inversores tratan de cubrir el gap financiero mediante una entrada directa en el *equity* o accionariado de la start-up, o bien, mediante la concesión de préstamos participativos, una figura híbrida entre la deuda y los fondos propios, que le permite prestar dinero teniendo que alinear los intereses financieros con los resultados que obtenga la compañía, al depender la rentabilidad de la inversión realizada también de los resultados que obtenga la empresa (Verona et. al., 2017). Esta última figura, como veíamos, también está siendo utilizada por algunas instituciones públicas, como la ENISA, para incentivar el emprendimiento.

3.2. Características de los *business angels*.

Pese a contar con un perfil bastante diverso y amplio (Sörheim y Ländstrom, 2015), podemos extraer algunas características y rasgos comunes que la mayoría de los inversores comparten entre sí. Algunas de ellas son las siguientes (Colomer i Espinet, 2009):

- invierten dinero de su propio patrimonio, teniendo capacidad para destinar inversiones de entre 10.000 y 300.000 euros.
- son autónomos a la hora de llevar a cabo sus propias decisiones de inversión, sin tener que realizar en la mayoría de casos extensos estudios de solvencia y sostenibilidad de los proyectos que impulsan.

Un factor clave, en este aspecto, será el plan de empresa que le entregue el emprendedor al inversor, ya que en este aparecerá la información básica con la que se tratará de atraer y convencer a los inversores acerca de la viabilidad y sostenibilidad de un proyecto. Lo que suelen buscar la mayoría de ellos son sociedades con una perspectiva de crecimiento rápida, que les permita una salida en el medio plazo.

- no suelen estar restringidos legalmente a la hora de invertir, sin tener obligación legal de rendir cuentas a ningún organismo oficial.
- la gran mayoría son empresarios o grupos de empresarios con una consolidada trayectoria y con ganas de querer transferir conocimientos a gente dispuesta a emprender y sacar nuevos proyectos empresariales.
- se trata principalmente de hombres¹¹ que cuentan con una edad comprendida en un rango entre 45 y 65 años.
- prefieren mantener el anonimato, yendo esto acorde a la poca transparencia y visibilidad que muestra la inversión ángel, especialmente en España.
- no suelen adquirir más del 50 por ciento del accionariado de una compañía, situándose el porcentaje medio de participación entre el 10 y el 20 por ciento.

¹¹ Destacar que la cuestión del género y de los *Business Angels* ha sido también objeto de estudio, resaltando que ésta “*aún no refleja la diversidad de la sociedad*” habiendo una infrarrepresentación, tanto de las mujeres como de las minorías étnicas (Verona, 2017; Colomer i Espinet, 2009).

- no suelen mantener lazos de amistad o parentesco con los promotores de las empresas en las que invierten.
- suelen invertir en empresas durante sus etapas iniciales (*seed capital*), tal y como pudimos observar en el ciclo financiero de las start-ups (Gráfico 2), si bien también pueden tener cierta incidencia en etapas en las que la empresa cuenta con un nivel de desarrollo un poco más elevado (*early stage*).
- tienen una finalidad lucrativa y económica, pese a no ser la principal. No son altruistas, si bien algunos de ellos están dispuestos a aceptar rentabilidades mucho menores que las que son exigidas por otros tipos de fuente de financiación.

Resaltar que la mayoría de *business angels* operan en aquellos sectores en los que previamente contaron con una actividad previa, pese a no ser esto imprescindible (AEBAN, 2018). Así nos lo confirma un *business angel* con el que logramos ponernos en contacto, diciéndonos que suele “*contar con una mejor opinión sobre cómo gestionar la empresa. No obstante, no resulta imprescindible a la hora de invertir.*”

De esta forma, la principal característica que diferencia a un inversor ángel de uno normal es ese valor añadido o *know-how* en forma de capital, conocimiento, habilidades y contactos dentro del sector, que trata de cubrir esta fuente de financiación (Hoyos y Saiz, 2014). El hecho de que se pueda solventar el gap operacional y el financiero al mismo tiempo, hace que esta fuente de financiación sea realmente atractiva para empresas en sus etapas iniciales.

3.3. Tipología de *business angels*.

La heterogeneidad y el anonimato (Verona et. al., 2017) son dos de los principales inconvenientes que dificultan el reconocimiento de la actividad y la organización de los distintos *business angels*. Lo interesante y constructivo de esta diversidad tipológica es que el emprendedor trate siempre de buscar qué *business angel* se adapta de una mejor forma a las características del proyecto que trata de impulsar.

No obstante, con el fin de dar cierta forma a dicha diversidad, vamos a realizar una agrupación de los criterios que sirven para diferenciar la forma en la que los *business*

angels suelen actuar, basándose en las tres categorías expuestas por Colomer i Espinet (2009).

3.3.1. En función de su nivel de actividad.

Dentro de esta clasificación diferenciamos los *business angels operativos*, esto es, aquellos que han realizado operaciones de inversión de forma reiterativa en un mismo año, con el objetivo de tratar de agrupar un volumen determinado de inversiones.

Por otra parte, vemos los conocidos como *business angels pasivos*, que son aquellos que dedican un tiempo amplio al estudio de oportunidades de inversión en capital semilla, pero que aún no han llevado a cabo operación financiera alguna.

3.3.2. En función del papel llevado a cabo en la empresa.

Dentro de este criterio encontramos cuatro tipos:

- a) *business angels empresariales*: cuentan con una implicación en la actividad y en la gestión del proyecto que financian. Se trata, en su mayoría de ejecutivos de empresa y jubilados que cuentan con una inversión en el proyecto de una cantidad media-alta, de entre 50.000 y 150.000 euros.
- b) *business angels trabajadores*: se trata de personas que se han decidido a dar un vuelco a su vida profesional o jubilados que están dispuestos a aportar valor y conocimiento a través de la inversión ángel. El nivel de inversión oscila entre los 50.000 y 90.000 euros.
- c) *business angels consultores*: se trata de profesionales que, pese a seguir desempeñando su vida empresarial con normalidad, tienen el ánimo de transmitir conocimientos y ayudar a personas que estén iniciando su travesía empresarial. No suelen aportar capital, ya que lo que principalmente aportan es *know-how*, red de contactos y habilidades comerciales.
- d) *business angels financieros*: son aquellos que no muestran interés en la gestión de la actividad de la empresa, guardando únicamente un interés puramente económico o lucrativo en las inversiones que efectúan. Se trata de la tipología más lejana al concepto de *business angel* tradicional, ya que no cubre de forma plena el gap operacional del emprendedor. No obstante, el gap financiero es

cubierto con inversiones altas que suelen estar entre los 150.000 y los 300.000 euros.

3.3.3. En función del número de business angels que intervienen.

Por un lado, encontramos los *business angels individuales*, los cuales actúan con su propio patrimonio, no requiriendo, por el volumen de inversión en el negocio, la entrada de más socios.

Por otro lado, se encuentran los conocidos como *business angels sindicados* que son personas que se agrupan con la finalidad de invertir en *start-ups* o empresas innovadoras al modo *business angel*. En ellos suele destacar un inversor principal que aporta más capital que el resto de coinversores. Suele ser una forma atractiva si lo que se busca es disminuir y diversificar el riesgo personal en el que se incurre.

3.4. Diferencia con el capital riesgo.

Los *business angels* y el capital riesgo (*venture capital*, en inglés) suelen ser confundidos habitualmente, ya que la actividad que realizan es parecida, si bien ambas disciplinas tienen elementos que hacen que ambas sean diferenciables.

El Diccionario Económico del Diario Expansión (2018) define Capital Riesgo como:

“Actividad financiera cuyo objeto principal es la toma de participaciones temporales, a medio o largo plazo, en el capital de empresas no cotizadas, para favorecer su nacimiento, crecimiento o expansión. El capital riesgo aporta a la empresa, además de recursos propios, apoyo y participación en la gestión empresarial. El objetivo final es obtener una rentabilidad para el inversor vía plusvalía, cuando se venda dicha participación empresarial.”

La aportación en términos estratégicos y financieros se trata de uno de los grandes valores añadidos del capital riesgo, hecho que hace que sea muy apropiado para aquellas PYMES que deseen incrementar su tamaño y busquen un impulso para ello (etapa financiera de expansión – Gráfico 2). Por otra parte, en el capital riesgo siempre suele haber una gran incidencia de fondos y sociedades gestionados por entidades profesionalizadas (Verona et. al., 2017).

Tabla 4. Capital Riesgo v. Inversión Ángel.

	Capital Riesgo	Inversión Ángel
Fase de inversión	Expansión	<i>Seed</i> o fase de arranque
Cantidades invertidas	Elevadas	Más reducidas
Proveniencia de fondos	Propios y de terceros	Propios
Horizonte de inversión	Largo plazo	Medio plazo
Beneficio	Prioridad	Prioridad, pero en menor medida
Supervisión legal	Elevada	Reducida

Una vez descrita en líneas generales en qué consiste el capital riesgo, conviene señalar, siguiendo la línea de Verona et. al. (2017), las diferencias entre la inversión ángel y el capital riesgo:

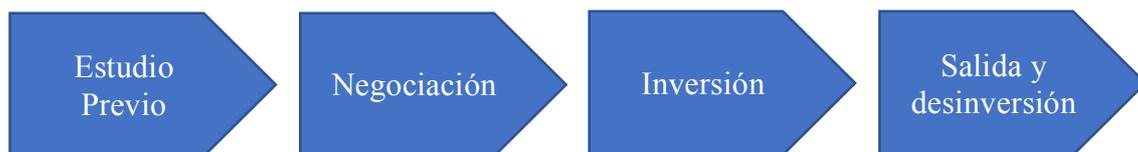
- el capital riesgo no está dispuesto a invertir en fases tempranas o embrionarias de un proyecto empresarial, no dedicándose a proveer capital semilla a las empresas en las que invierte. Los *business angels* en cambio sí que están dispuestos a cubrir este gap financiero que acontece en los primeros compases del ciclo de vida de una empresa.
- las cantidades que suelen ser necesarias para poner en marcha los proyectos que los emprendedores presentan suelen resultar menores y, por ende, menos atractivos para una sociedad de capital riesgo. La dinámica, la magnitud y el funcionamiento de su negocio les obliga a invertir en cantidades mucho más altas que les permita obtener unas rentabilidades mayores.
- las entidades de capital riesgo suelen invertir fondos captados de terceros, como instituciones bancarias (deuda *mezzanine*), a la hora de llevar a cabo la estructura de sus operaciones. Por su parte, los *business angels*, como hemos indicado antes, no acuden a fondos de terceros, ya que invierten con su propio patrimonio.
- el capital riesgo tiene un horizonte de inversión a largo plazo. La inversión ángel, por el contrario, tiene un horizonte temporal mucho más corto, a medio plazo, desinvirtiendo mucho antes.
- el beneficio es una prioridad para el capital riesgo. Para el *business angel* también lo es, aunque en menor medida, ya que suele estar mezclado también con la necesidad de ayudar económicamente a la sociedad y a la comunidad.

- la actividad de capital riesgo se encuentra regulada en la mayoría de países, habiéndose de rendir cuentas y contar con una publicidad rendición de cuentas ante organismos públicos oficiales. Por el contrario, la inversión ángel no cuenta con este mismo nivel de supervisión.

De esta forma, como podemos observar se trata de dos actividades que comparten muchos rasgos, si bien los *business angels* podrían ser más bien entendidos como una suerte de “capital riesgo informal”. Existiría, así pues, mayor preocupación y cercanía con el emprendedor, reduciéndose la institucionalización de la figura y la preocupación de la misma por la rentabilidad que se pueda obtener con la venta a futuro del capital.

3.5. El proceso de inversión.

Figura 2. Fases del proceso emprendedor.



Fuente: Adaptado de Verona et. al. (2017)

Las fases del proceso de inversión son estudio previo, negociación, inversión y, finalmente, la salida y la desinversión. En este apartado abarcaremos los aspectos más relevantes que se dan en cada una de las fases del proceso.

3.5.1. Fase previa. Búsqueda directa y redes de business angels.

La forma que tienen los emprendedores para tratar de encontrar el capital financiero e inteligente que otorgan los *business angels* son dos: una búsqueda directa o una toma de contacto a través de una red de *business angels* (Verona et. al., 2017).

La búsqueda directa engloba todos aquellos movimientos llevados a cabo por el emprendedor con el objetivo de captar financiación de algún inversor. Se trata de moverse a través de asociaciones de empresarios, amigos o acudir a algún inversor conocido (Mason y Harrison, 1995). También en este sentido, ocupan un especial papel los portales de internet y los eventos que principalmente organizan las universidades y

escuelas de negocios (Anexo II) con el ánimo de poner en contacto a jóvenes emprendedores y *business angels*¹² (Verona et. al., 2017).

Las redes de *business angels* son definidas por Sánchez Solé y Casanueva (2009) como:

“organizaciones que agrupan a inversores privados (normalmente empresarios, directivos de empresa, ahorradores o emprendedores con éxito) interesados en aportar recursos financieros a nuevos proyectos empresariales de esperado éxito con el objetivo de obtener un beneficio a medio plazo, reencontrar el potencial de los comienzos, disfrutar del espíritu que caracteriza el desarrollo de nuevas empresas y transferir sus conocimientos a los nuevos emprendedores.”

Las redes de *business angels* vendrían, pues, a cubrir algunas ineficiencias que se producen en la toma de contacto, como pueden ser la falta de conocimiento sobre la existencia de los *business angels* o la percepción del emprendedor de que captar financiación de este tipo es más apropiado para proyectos de mayor envergadura.

Aparte de suponer una suerte de intermediarios entre emprendedores e inversores (Aernoudt, 2004), estos realizan una serie de tareas complementarias que incrementan el valor de la inversión ángel, tanto desde el punto de vista del emprendedor como del inversor (Verona et. al., 2017; Sánchez Solé y Casanueva, 2009):

- a) pueden realizar una criba previa para tratar de ofrecer los mejores proyectos a los inversores.
- b) mantienen el anonimato de las partes; algo importante para la mayoría de *business angels*.
- c) pueden tratar de apuntalar el plan de negocio del emprendedor con el fin de que resulte útil y atractivo para el inversor ángel.
- d) asesorar sobre la gestión económica y estratégica que el *business angel* ha de otorgar al promotor.

¹² La Universidad Pontificia Comillas, en este sentido, durante el curso académico 2017-18, organizó las Jornadas del Emprendimiento en las que, entre otras actividades, se organizó un foro en el que se trató de poner en contacto los proyectos empresariales de algunos estudiantes con potenciales inversores *business angels*.

- e) pueden llegar a asesorarles también en el horizonte temporal de la desinversión y sobre las implicaciones fiscales de las inversiones.

Las redes pueden constituirse en distintos ámbitos territoriales (estatales, regionales, locales), adoptando para ello la forma jurídica que estimen como oportuna (asociación, fundación, etc.).

3.5.2. Estudio previo. El plan de negocio y la primera entrevista.

La primera entrevista que se realice con el *business angel* resulta fundamental para tratar de atraer el capital que ofrece. Dicha primera reunión resultará para tratar de tener una primera toma de contacto con el *business angel* y ver como resulta el grado de sintonía que existe entre las partes. Se habrán de explicar las ideas generales del plan de negocio, sin entrar en detalles pormenorizados. (Verona et. al., 2017).

Dicho plan de negocio resultará un aspecto fundamental para todo aquel emprendedor que opte por financiación, ya sea de un *business angel* o de cualquier fuente de financiación (Verona et. al., 2017). Tendrá que resultar atractivo para el inversor, tratando de guardar una coherencia y mostrar lo que va a ser la empresa en su día a día. Además, se debe de tratar de atraer al inversor mediante la propuesta de una idea de negocio convincente que esté sustentada en sus distintas áreas (comercial, recursos humanos, financiero, etc.) (Colomer i Espinet, 2009).

3.5.3. Negociación. Acuerdo de confidencialidad y due dilligence.

Una vez concluida la fase previa, el inversor y el emprendedor concretarán un acuerdo de confidencialidad y una carta de intenciones. El acuerdo de confidencialidad tratará de certificar que el *business angel* utiliza la información de forma restringida, con el fin de preservar el modelo de negocio ante terceras personas. Por otro lado, la carta de intenciones compromete al *business angel* a realizar una inversión en el proyecto elegido (Colomer i Espinet, 2009).

Posteriormente también será necesaria la conocida como *due dilligence*, que tendrá la finalidad de realizar una evaluación detallada y corroborar que la información proporcionada por el emprendedor es verdadera. No se trata de una mera revisión de los riesgos inherentes al plan de negocio, sino que la comprobación afecta a aspectos

laborales, medioambientales o fiscales. No obstante, dicha *due dilligence* no puede ser comparable a la que realiza una entidad de capital riesgo o un inversor en una compraventa normal de empresa. (Hoyos y Saiz, 2014).

No obstante, la *due dilligence* puede tener una finalidad mayor a la de detectar problemas en la potencial inversión, ya que esta puede suponer una herramienta de creación de valor con la que se trate de modificar aquellos aspectos que el inversor detecte que no funcionan y son ineficientes, suponiendo una primera anticipación a los problemas del negocio (Colomer i Espinet, 2009).

3.5.4. Contrato y seguimiento de la inversión. El problema de agencia.

Es con posterioridad a la realización de una *due dilligence* cuando se procede a la realización del acuerdo o contrato de inversión. En el mismo se van a trazar las condiciones por las que el inversor entrará en el capital de la empresa. Un acuerdo de socios o de inversión es elemental para tratar de evitar futuros problemas. Se trata, en definitiva, de tratar de recoger la relación y las condiciones de la operación con el inversor ángel (valoración de la empresa, porcentaje de adquisición, momento de desinversión, etc.) (Hoyos y Saiz, 2014).

Por otro lado, destacar que los instrumentos elegidos para entrar es normalmente la adquisición de acciones ordinarias, si bien también se recurre a otra serie de instrumentos financieros como acciones privilegiadas, préstamos participativos y deuda convertible en acciones (Verona et. al., 2017).

Una vez firmado el contrato se habrá de dar seguimiento por parte del *business angel* a la inversión realizada. Esto puede ser una tarea ardua, ya que normalmente resulta especialmente difícil invertir dinero con un tercero al que apenas conocemos o compartir el sueño empresarial con un extraño. Es por ello que la complicidad, la cooperación, competencia, compromiso y un control preestablecido (Verona, et. al., 2017), han de ser factores que han de imperar si se quiere que la relación entre el *business angel* y el emprendedor llegue a buen puerto.

La implicación del *business angels* en el proyecto ha de ser una de las notas distintivas respecto a otras fuentes de financiación. Dicha implicación puede venir de aportar las 3 c's: capital, conocimiento y contactos (Hoyos y Saiz, 2014), aportar experiencia en

dirección estratégica empresarial o participar como miembro en el equipo directivo o en la toma de decisiones del consejo de administración (Verona et. al., 2017).

En este sentido, hemos de traer a colación la famosa teoría de la agencia de Jensen (1994), en la que se pone de manifiesto que en la relación entre accionistas y gerentes o directivos de una empresa puede darse el conocido como *problema de agencia*, el cual viene justificado por los distintos intereses que existen entre ambos grupos de personas.

Dicha teoría también ha de ser, en cierta medida, tenida en cuenta en la relación emprendedor-*business angel*. No olvidemos que el inversor, como miembro del capital de la empresa, persigue un fin económico o lucrativo. Esto puede dar lugar a discrepancias entre el equipo promotor del proyecto y el propio inversor ángel acerca de la visión y políticas a aplicar en la empresa (costes de agencia). La correlación de intereses se antoja, pues, fundamental para que el camino entre ambas partes sea exitoso.

No hemos, pues, tampoco de olvidar que el *business angel* realiza su inversión sin ningún tipo de garantía legal (a diferencia de un banco) y que, de esta forma, la única posibilidad de asegurarse de que su inversión resulta exitosa es estando encima del día a día del proyecto. Muchos conocen la naturaleza paciente e informal de los *business angels*, lo que no quita para que también estos tengan cierta preocupación sobre el rendimiento que pueda tener el capital que ha invertido (Verona, et. al., 2017).

3.5.5. Salida y desinversión.

Se trata de uno de los momentos clave del proceso, en el que el inversor ángel finalizará el proceso de inversión mediante la transmisión de su participación en la empresa. En muchas ocasiones, y como resaltamos en el apartado dedicado al pacto de socios, se suele incluir una cláusula en el contrato de inversión en el que se prevea el momento y la forma de salida del *business angel* (Hoyos y Saiz, 2014). El inversor como venimos reiterando “*no es un filántropo y deseará recuperar la inversión realizada y obtener una ganancia con ello*” (Verona et. al., 2017).

Una de las soluciones más comunes es la venta de la participación al titular originario (emprendedor), tratando de realizar las menores variaciones posibles en el capital. No obstante, esta salida tan pacífica no siempre será posible, ya que puede haber ofertas de

otros inversores, fondos y entidades de capital riesgo. Es por ello que siempre resultará conveniente la inclusión de algunas cláusulas que prevean este tipo de situaciones en el contrato de inversión con el fin de que la desinversión no suponga un quebradero de cabeza para el equipo promotor de la compañía (Hoyos y Saiz, 2014).

4. COMPARATIVA INTERNACIONAL DE LOS *BUSINESS ANGELS*.

4.1. Beneficios de los *business angels* en una economía.

Como ya comentamos en los primeros apartados, resulta imprescindible para la sostenibilidad de un país y su economía que la constitución de empresas, especialmente PYMEs, sea dinámica de cara a la buena salud económica de un país. Los *business angels*, en este sentido, resultan esenciales al poder aportar financiación durante los comienzos de estas empresas, financiándoles con el capital semilla necesario. (Verona et. al., 2017; Aernoudt, 1999).

Además, hemos de señalar, como se impulsa el tejido económico de las regiones próximas a los *business angel*, ya que estos suelen contar con una cierta predilección hacia las inversiones que no les supongan un gran desplazamiento¹³.

Por otro lado, también hemos de destacar que mediante el favorecimiento de esta fuente de financiación se promueve que la empresa se pueda financiar en uno de los momentos más difíciles como su constitución, evitando la insolvencia de las empresas (incursión en el valle de la muerte) y otorgándoles credibilidad de cara a otros inversores (Aernoudt y San José, 2003).

También no hemos de olvidar como esta fuente de financiación, al estar constituida por inversores privados con un ánimo lucrativo, favorece a los proyectos más innovadores y con más futuro. De esta manera, se mejoran los indicadores de Innovación y Desarrollo, uno de los principales signos de progreso y evolución de cualquier economía.

Es por ello que las administraciones públicas y los legisladores han de poner el foco en favorecer un sistema fiscal que premie el ejercicio de este tipo de inversiones ya que,

¹³ En España, en este sentido, tenemos el claro ejemplo de Juan Roig, propietario de Mercadona e inversor ángel. Roig ha desarrollado la mayor parte de su actividad como *business angel* en la región de Valencia, favoreciendo al desarrollo económico y empresarial de esta zona.

como hemos comprobado, mediante estas se favorece el buen desarrollo del sistema económico de un país (Hoyos y Saiz, 2014). Para ello se habrá de crear un sistema legal y económico que premie la constitución y expansión de redes de *business angels* con la mayor libertad posible.

4.2. Europa.

Los *business angels* y los diversos beneficios que reportan al sustento de la actividad económica, financiando a la pequeña y mediana empresa, no han pasado desapercibidos en las políticas económicas de la Unión Europea. Durante los años 2011 y 2012, en plena crisis financiera y con una limitación al acceso de financiación para las PYMES, se encargó un estudio por parte de la Comisión Europea de las consecuencias de políticas favorables a los *business angels* (CEES, 2012).

Dicho estudio puso especial hincapié en la disparidad existente respecto a las medidas tomadas en los distintos países de la Unión. Cada país toma una serie de medidas respecto al reconocimiento legal de la figura del inversor ángel, siendo de la misma forma la actividad y el volumen de inversión entre países heterogéneo.

Uno de los países que ha aplicado una política legal muy positiva es Francia. Han llevado a cabo la creación de un status específico para la figura de los *business angels*, como personas que trasladan e invierten sus recursos personales en *start-ups*. Se les facilita asimismo la creación de una sociedad limitada simplificada (Sociedad Unipersonal de Inversión de Riesgo, SUIR). En términos de beneficios fiscales, se les permite la deducción fiscal de un 25 por ciento de la cantidad invertida, deducción que será de la misma forma controlada por las redes de *business angels* a las que en su caso estén adscritos (Hoyos y Saiz, 2014).

Asimismo, el informe de la Comisión hace constantes referencias a la existencia de un mercado visible e invisible de inversión ángel. Muchos de los datos que se recogen sobre el volumen de inversión ángel en los distintos países de la Unión se quedan cortos. Esto es debido a la existencia de un estrato de *business angels* que quedan amparados en el anonimato y no hacen pública, como ya hemos comentado, su actividad e identidad (CEES, 2012).

En Europa predomina el trabajo llevado a cabo por la conocida como European Business Angels Network (EBAN). Establecida en 1999 y apoyada por la Comisión Europea, esta red europea de *business angels* trata de fomentar la financiación de pequeñas y medianas empresas en el ámbito europeo, no reduciéndose solo al ámbito de la Unión, sino teniendo cobertura a más de cincuenta países. Funciona como una red de redes nacionales que trata de impulsar la creación de riqueza y empleo mediante el favorecimiento y la colaboración entre *business angels* de distintos países. (EBAN, 2018)

Se cree que la inversión total realizada en Europa en 2016, y tenida en cuenta por la EBAN (2017), ascendió a 6,1 mil millones de euros, contabilizando para ello tanto el mercado visible como el invisible de inversión ángel. El número total de inversores ascendió en 2016 a 312.500.

4.3. Reino Unido.

Dentro del mercado europeo, Reino Unido es la referencia. Con una inversión total en el año 2016 de 98 millones de euros en el mercado visible (EBAN, 2017), el mercado británico¹⁴ es el más activo del entorno europeo.

Dicho liderazgo viene explicado por la existencia de uno de los planes fiscales más ambiciosos en materia de inversión ángel existentes en Europa: el programa EIS (*Enterprise Investment Scheme*). En dicho plan se fijan deducciones de hasta el 30 por ciento en el impuesto sobre la renta y en el impuesto sobre sociedades para todos aquellos inversores que aporten fondos en compañías no cotizadas. Obviamente, para el disfrute de dichas deducciones se ha de cumplir con ciertos requisitos, como la no vinculación previa entre el inversor y la empresa invertida (Hoyos y Saiz, 2014).

Por otra parte, en 2012 también se pasó a desarrollar el conocido como SEIS (*Seed Enterprise Investment Scheme*) en el que se otorgan deducciones y exenciones más amplias, de hasta el 50 por ciento, en el caso de invertir en *start-ups* de tamaño muy reducido (CEES, 2012).

¹⁴ A la hora de la elaboración de las estadísticas por la EBAN han sido tenidos en cuenta los datos del mercado visible, esto es, aquel del que se tiene información oficial sobre la actividad de la inversión ángel.

Las valoraciones del sistema han sido muy positivas¹⁵ desde el punto de vista del fomento a la inversión por la existencia del programa y la elevada correlación entre los positivos resultados de las nuevas empresas en las que se invierten y la generación de empleo que provocan. (Arís et. al., 2009).

4.4. Estados Unidos.

Estados Unidos, siendo el lugar de origen de la inversión ángel, es uno de los mercados más maduros y activos. Constituye en este país la principal vía para obtener financiación de las empresas en sus primeras etapas de vida, fruto también del gran espíritu emprendedor que hay en la cultura americana. (Sohl, 2014). Numerosos ejemplos como Apple y Amazon son mencionados habitualmente como casos de éxito en América (Colomer i Espinet, 2009).

Las cifras de inversores ángel en Estados Unidos son muy elevadas. Durante el año 2015 se realizaron inversiones de 24,6 mil millones a 71.110 proyectos empresariales. Asimismo, se conoce la existencia de 304.930 inversores que actuaron en condición de *business angels*.

La existencia de distintas competencias fiscales entre los estados, así como una distinta idoneidad estratégica en los mismos, provocan que los *business angels* estén repartidos de forma irregular a lo largo del país. La mayor parte se encuentran en los estados de California¹⁶ (28 %) y New England (21,3 %).

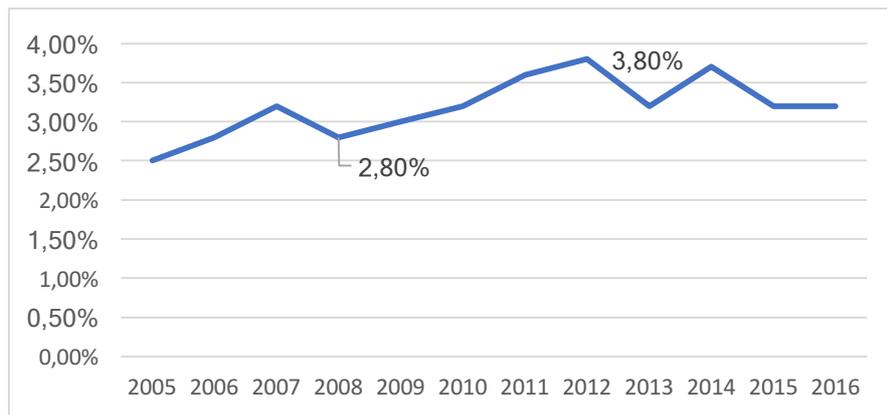
¹⁵ Tanto es así que numerosos bancos han optado en Reino Unido por patrocinar redes de *business angels*. De esta manera, se intenta fomentar por parte del sector bancario la financiación de las *start-ups* con intención de poder aportarles capital una vez consolidadas (Colomer i Espinet, 2009).

¹⁶ La existencia de Silicon Valley, donde se impulsa a los emprendedores sobre todo del ámbito tecnológico, explica que en California se encuentre la mayor parte de los *business angels* americanos.

4.5. España¹⁷. ¿Son conocidos los *business angels* en nuestro país?

Gráfico 5. Porcentaje de personas 18-64 años que han invertido en negocios de terceros.

Gráfico 6. Porcentaje de personas 18-64 años que han invertido en negocios de terceros en España.



Fuente: GEM España, 2016.

Resulta interesante, en primer lugar, cuestionarse a qué nivel existe la inversión ángel en nuestro país. Si atendemos al porcentaje existente de inversión informal en *start-ups*, un estudio realizado por GEM España (2016) refleja el porcentaje de personas que responden al perfil de *business angel* entre los 18 y 64 años en nuestro país.

Apreciamos como el gráfico refleja una tendencia contracíclica de la inversión ángel¹⁸, puesto que en los años de crisis económica y en los que hubo un acceso al crédito bancario los inversores crecieron en un 1% (Hoyos y Saiz, 2014). Esto puede ser consecuencia de la gran dependencia al crédito bancario con la que nuestro país cuenta, viéndose las empresas abocadas a contar en estas circunstancias con otras fuentes de financiación

No obstante, hemos de plantearnos si, pese a dicho aumento, qué posición ocupa los *business angels* con respecto a la financiación bancaria entre las preferencias de los

¹⁷ España presenta dificultades a la hora de analizar su mercado de *business angels*, dado el gran peso que muestra el mercado invisible. Esto viene también acentuado por el gran peso que la economía sumergida viene adquiriendo en España. (CEES, 2012).

¹⁸ A esta misma conclusión llega Hoyos y Saiz (2014) al analizar la relación entre porcentaje de inversores informales y el PIB per cápita en varios países del mundo.

emprendedores. Así pues, y tal y como refleja el Gráfico 2, un 25,40 % de los emprendedores en 2016 esperan obtener capital semilla mediante financiación bancaria frente a apenas un 1 % que espera hacerlo a través de *business angels* o inversores especializados.

Cabe cuestionarse la causa de tal abrumadora diferencia entre ambas fuentes de financiación. En un estudio realizado por Verona et. al. (2017) durante el año 2014 en la provincia de la Las Palmas se corroboró que, de una muestra de 97 sociedades, el 85,57 % del total de la muestra¹⁹ declaraba desconocer lo que eran los *business angels*.

De esta forma, se llega a la conclusión que, el no recurrir a la vía de los *business angels*, no se debe a que esta vía sea poco adecuada, sino a una falta de conocimiento por parte del emprendedor de las fuentes de financiación que tiene a su alcance durante las primeras etapas de vida de su empresa.

Una de las principales señales de este gran desconocimiento es que el 39,76 % de los que afirman no conocer los *business angels*, una vez habiéndoles sido explicado brevemente qué eran, estarían dispuestos a utilizarlos. De entre ellos, el 72,73 % estaría incluso más predispuesto a utilizar esta fuente de financiación que la bancaria, buscando el valor añadido y el relleno del gap operacional en forma de capital, contactos y conocimiento que aporta un *business angel*.

Dicha falta de conocimiento puede ser debidas a lo conocido como ineficiencias del mercado de *business angels*. Dichas ineficiencias consisten en la invisibilización y a la dificultad de encontrarse en el mercado ambas partes, emprendedor e inversor. Por parte de los emprendedores, les resulta difícil o desconocen la posibilidad de poder acceder a este tipo de financiación. Para los inversores, les resulta difícil encontrar propuestas que satisfagan sus requerimientos. Hay, pues, una clara dificultad para que oferta y demanda puedan juntarse. (Hoyos y Saiz, 2014; Colomer i Espinet, 2009).

En España y en otros países dicha ineficiencia intenta ser paliada mediante la constitución de redes de *business angels*, cuyo principal objetivo, como ya hemos dicho, es la difusión y expansión del concepto de *business angel* en un territorio. En nuestro

¹⁹ Se trató de obtener una muestra lo más homogénea posible, con unos niveles similares de ingresos de explotación, pertenencia a un mismo sector, etc.

país, contamos con la Asociación Española de *Business Angels* (AEBAN) que trata de unir a las principales redes de nuestro país, favoreciendo el emprendimiento y la innovación en nuestra economía mediante la colaboración de más de 2.000 inversores (AEBAN, 2018; Hoyos y Saiz, 2014).

Por otra parte, también resulta interesante que hay un alto porcentaje (62,50 % de los casos) que dice que no utilizaría los *business angels* por falta de confianza (Verona et. al., 2017). En esta misma línea se pronuncia uno de los emprendedores a los que tuvimos la oportunidad de entrevistar, el cual se mostraba receloso a la entrada de un tercero en el capital de su *start-up* (Anexo III – Pregunta 6). Esto revela una gran falta de confianza en España a la hora de recibir este tipo de financiación colaborativa y alternativa.

Respecto a las estadísticas de inversión en España, pese al carácter minoritario de esta fuente de financiación, evolucionan positivamente. El 90 % de los *business angel* en España realizaron, al menos, una inversión durante el año 2017. El 16 % de ellos, por otro lado, realizaron aportaciones superiores a 100.000 euros. Por otro lado, se ha constatado que el 60 % de las desinversiones llevadas a cabo en 2017 fueron positivas (AEBAN, 2018).

Por otra parte, el 65 % de los *business angels* en nuestro país es CEO/fundador de una *start-up* o directivo de una empresa, confirmando que los inversores ángel en España cumplen con el perfil tradicional descrito durante el presente trabajo (AEBAN, 2017).

Resulta también relevante la construcción de un clima en España que favorezca el espíritu emprendedor. Resulta curioso ver como dos jóvenes a los que hemos entrevistado (Anexos I y III) realizan prácticamente las mismas quejas acerca de los pagos de cuotas y trámites burocráticos. Resulta esencial liquidar dichos impedimentos, que suponen un verdadero lastre para que los más jóvenes puedan moverse de una forma mucho más fácil y sin tener restricciones económicas sin apenas haber comenzado a operar con sus empresas.

Es importante, por último, comentar cómo la Administración Pública ha dotado de incentivos fiscales a esta figura en nuestro país. En la ya mencionada Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y a su internacionalización se recogen una serie de incentivos fiscales²⁰ para inversores en empresas de reciente creación.

Por un lado, se recogen una serie de deducciones en el IRPF de hasta el 20 por ciento de las aportaciones realizadas en *start-ups*, con un límite máximo de 50.000 euros y habiendo de permanecer el inversor en la empresa entre 3 y 12 años (Hoyos y Saiz, 2014). Por otra parte, las plusvalías que se obtengan a través de la desinversión se encontrarán exentas de tributación, siempre que se reinviertan en otras *start-ups* (Hoyos y Saiz, 2014).

No obstante, a nuestros ojos, dichos incentivos fiscales se quedan cortos. A ojos de la Comisión Europea, España tiene una regulación que incentiva poco el desarrollo de la inversión ángel (CEES, 2012). De esta manera, hemos de mostrarnos más ambiciosos y favorecer esta forma de financiación mediante la concesión de incentivos como los existentes en los países anglosajones. Solo así conseguiremos potenciar la innovación, el desarrollo y la riqueza económica que indirectamente se generan a través de estas inversiones.

5. CONCLUSIONES.

La Pequeña y Mediana Empresa, los autónomos y emprendedores, principales creadores de riqueza en cualquier economía, tienen enormes dificultades a la hora de tratar de conseguir financiación bancaria para los proyectos que tratan de impulsar. Dicha falta de financiación supone un lastre para la economía de cualquier país que pretenda mantener unos ritmos de crecimiento constantes.

La financiación bancaria, pese a contar con una gran dependencia la mayoría de empresas a ella, no es adecuada cuando un proyecto se encuentra en desarrollo. El sector bancario se muestra más preocupado por invertir en proyectos solventes y con niveles de riesgo bajos, en los que tenga seguridad de recuperar la cantidad prestada. La

²⁰ Algunas Comunidades Autónomas han creado su propia regulación y sus propios incentivos.

innovación, *start-ups* y empresas con ideas disruptivas de reciente constitución no son, desde luego, su *target*.

La evolución de la economía y la sociedad, caminando hacia modelos más colaborativos y basados en la confianza, hace necesario también un cambio drástico en este sentido en el modelo de financiación de los emprendedores y pequeños empresarios. Parte de dicho cambio puede venir por la dinámica que fijan los *business angels*: una aportación de fondos en la que haya una implicación mucho más directa y cercana con el emprendedor. Los créditos bancarios y la financiación tradicional no generan ningún valor añadido durante los primeros momentos de vida de la empresa. En cambio, la implicación y, a su vez, la aportación de fondos de un inversor ángel experimentado en un sector en el que vas a emprender puede ser lo que marque la diferencia entre un proyecto de éxito y otro que fracasa.

Es responsabilidad, pues, también de la Administración Pública generar un entorno favorable en el que la inversión informal y los *business angels* puedan llevar a cabo una creación de riqueza consistente en nuestro entorno. Generar un clima fiscal favorable, y hacer que estos se puedan desarrollar sin apenas obstáculos son obligaciones para todos aquellos que nos gobiernan.

Supone, pues, un deber de todos tratar de vencer a lo tradicional e impuesto por el mero hecho de venirse instaurando generación tras generación. Muchos sectores de la economía se están llenando de una confianza entre sus actores (esto es, economía colaborativa) que favorece de forma positiva a su dinamismo. No veo óbice alguno para que esto suceda en la cultura de la financiera de las *start-ups*, dejando y confiando en que profesionales nos financien y asesoren para tratar de hacer de los embrionarios proyectos que se les presentan verdaderas historias de éxito.

ANEXOS

Anexo I: Entrevista Ignacio Guitard, fundador de Kpiqua Brand.

Ignacio Guitard, alumno de quinto curso de E3, es fundador de una start-up de moda que se dedica a la venta de sudaderas con un diseño altamente innovador y disruptivo. Su experiencia como emprendedor resulta interesante de cara a iluminar el análisis del presente trabajo.

Pregunta 1: ¿En qué considerasteis que innovaba vuestra startup respecto a lo ya existente en el mercado de la moda?

“Considero que kpiqua ofrece a nuestros clientes un modelo diferente de sudadera. Sabíamos que nos metemos en un mercado altamente competitivo donde unos márgenes elevados para poder hacer políticas de descuentos son claves. Queremos que el cliente se sienta identificado con lo que lleva y acepte la marca como suya.”

Pregunta 2: ¿Recurristeis a las 3 f's (family, Friends and Fools) como capital semilla para vuestra startup?

“Nuestra start-up está compuesta por cuatro socios y cada uno obtuvimos fondos, o bien por parte de nuestra familia, o bien por ahorros que hayamos podido obtener por parte de prácticas, pequeños trabajos remunerados, etc. El capital semilla de nuestra start-up es

Pregunta 3: ¿Cómo valoras el ecosistema emprendedor en España?

“Complicado. La verdad es que no es nada sencillo poder emprender en este país. Las trabas son muchas y para estudiantes como nosotros no se nos dan facilidades. Creo que España es un gran país, pero a veces hace demasiado complicado cosas que en principio no tendrían por qué serlas.”

Pregunta 4: ¿Contasteis con algún tipo de carencia de operativo en vuestros comienzos?

“¡Con muchas! Como he dicho, la sudadera es personalizada, y eso hace que sea un proceso productivo diferente. Había problemas de transporte, tiempos, errores.... Seguimos teniendo algunos de ellos hoy. Por otra parte, al comienzo tuvimos algún inconveniente con el tema de la página web, hecho que pudimos solucionar apuntándonos a algún curso de programación.”

Pregunta 5: ¿Conoces la figura de los Business Angels? ¿Intentasteis contactar con alguno a la hora de captar financiación?

“Desconocemos su existencia, sinceramente.”

Pregunta 6: En caso de no conocer los Business Angels, ¿recurrirías a ellos ahora para constituir vuestra startup?

“Este modelo de negocio no; otras ideas más revolucionarias y necesitadas de financiación, sí”.

Anexo II: Cuestionario realizado a un *business angel* a través de Google Forms.

Puesto que uno de los principales inconvenientes con los que conté a la hora de realizar la investigación fue la falta de transparencia, me decidí a ponerme en contacto con un *business angel* con el fin de obtener información de una forma mucho más directa.

Mi profesor de Planificación y Gestión del Marketing, Javier Morales Mediano, remitió a un *business angel* que conocía a través de la escuela de negocios IESE un cuestionario vía Google Forms. El *business angel* prefirió no desvelar sus datos personales.

Pregunta 1: ¿Cómo valora la industria de los Business Angels en España? ¿Cómo considera los incentivos fiscales que existen?

“Desde el punto de vista personal son bastante buenos, ya que incluyen importantes deducciones en el IRPF. No obstante, siempre podría hacerse más.”

Pregunta 2: ¿Qué canales utiliza para contactar con emprendedores potenciales receptores de capital?

“Principalmente utilizo universidades y eventos especializados para ello (foros, etc.).”

Pregunta 3: ¿Suele invertir en sectores en los que tiene un conocimiento previo? ¿Por qué?

“Lo prefiero, ya que suelo contar con una mejor opinión sobre cómo gestionar la empresa. No obstante, no resulta imprescindible a la hora de invertir.”

Pregunta 4: ¿Intenta aportar un valor añadido al emprendedor más allá de lo financiero? ¿Encuentra que habitualmente existan conflictos de interés entre el emprendedor y los inversores sobre decisiones que atañen al plan de negocio?

“Suelo estar siempre a su disposición para prestarles ayuda. No suelen surgir conflictos.”

Anexo III. Entrevista Fernando Rodríguez, fundador de Fly & Claim.

Fernando Rodríguez, estudiante de 5º E3 D, es fundador de Fly & Claim, una *start-up* que tramita reclamaciones de vuelos a través de un portal web. Pese a haber una tremenda saturación en su modelo de negocio, pretende obtener valor añadido mediante la agilización y aportación mínima de datos del reclamante, algo que nadie en dicho mercado se ha dispuesto a hacer.

Pregunta 1: ¿Crees que tu start-up aporta algún valor añadido o innova a lo ya ofrecido?

“Sí crea un valor añadido. No obstante, considero que no innova demasiado respecto a lo ya ofrecido, puesto que mi negocio no deja de consistir en la realización de un trámite legal en el que hay poco pie a la innovación. No obstante, con más capital y conocimiento tecnológico sí que creo que podré aportar algo más respecto a lo ofrecido.”

Pregunta 2: ¿Recurriste a las 3 f’s (family, Friends and fools), es decir, a tu entorno cercano, para captar financiación para tu startup?

“No he necesitado un esfuerzo especial para constituir mi compañía, desde el punto de vista financiero. Aporté 300 euros en efectivo y un ordenador.”

Pregunta 3: ¿Cómo valoras el ecosistema emprendedor en España?

“Considero que hay demasiados trámites administrativos y burocráticos en España, como la cuota de SS que has de pagar para ser administrador de una empresa. En mi empresa, por ejemplo, he de pagar 3.300 euros al año sólo por ser administrador. No sé si ese lujo se lo puede permitir un buen ecosistema emprendedor.”

Pregunta 4: ¿Has contado con alguna carencia operativa a la hora de comenzar a emprender?

“La mayor carencia de este tipo que me he encontrado ha sido a la hora de programar y diseñar la web de la compañía.”

Pregunta 5: ¿Conoces la figura de los *business angels*? ¿Intentasteis contactar con alguno a la hora de captar financiación?

“Sí que los conozco, ya que mi TFG de Derecho va sobre incentivos fiscales a los emprendedores.”

Pregunta 6: En caso de no conocer los *business angels*, ¿recurrirías a ellos ahora para constituir vuestra startup?

“No recurriría a ellos, ya que me sería realmente incómoda la entrada de un socio al accionariado de mi compañía. Prefiero tener un préstamo bancario.”

BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES CONSULTADAS.

Aernoudt, R. (1999) Business angels. Should they fly on their own wings? *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1 (2), 187-195

Aernoudt, R. y San José, A. (2003) Business Angels. ¿Sólo una moda pasajera? *Iniciativa emprendedora y familiar*, (38), 6-17.

Alemanya, L., Álvarez, C., Planellas, M. y Urbano, D. (2011). “Libro blanco de la iniciativa emprendedora en España”. Fundación Príncipe de Girona, Barcelona.

Arís, G.; Clos, J.; Colomer, A.; Rodríguez, J.; Munk, C. y White, M. (2009) Análisis de tributación comparada de la figura de los *business angels* en Europa. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid.

Arrieta, E. (2016, 2 de septiembre). Ponga una aceleradora de 'start up' en su empresa. *Expansión*. (Obtenido el 23/04/2018 de: <http://www.expansion.com/economia-digital/companias/2016/09/02/57c9c560268e3ef4568b4572.html>)

Avdeitchikova, S., Landström, H. y Manson, N. (2008). What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10 (4), 371-394

BBVA (2013): “¿Qué es Family, Friends and Fools?”. BBVA Empresas. Última consulta 31-3-18. Recuperado de: <http://www.bbvacontuempresa.es/a/que-es-friends-family-and-fools>.

Bygrave, W.D. (2004): “Founders, Family, Friends and Fools”. *Bloomberg: BusinessWeek Online*. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2004-09-02/founders-family-friends-and-fools>.

Calderón, C.; González, A. (2012). Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos.*, 109, 81-109.

Canto-Cuevas, F.J, Palacín-Sánchez; M.J, Di Pietro; Filipo. (2016) Efectos del ciclo económico en el crédito comercial: el caso de la pyme española. *European Research on Business Economics and Business*, 22, 55-62.

CEES (2012) Evaluation of EU Member States’ business angels markets and policies final report. Comisión Europea.

Colomer i Espinet, A. (2009) (dir.). *Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*. Dirección General de Política de Pequeña y Mediana Empresa. Madrid.

Cosh, A., Cumming, D. y Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *The Economic Journal*, 119, 1494-1533.

Dapena, J.P. y Dapena, J.L. (2003). Sistemas de información en PYMES y acceso al crédito en contextos de asimetría de información. *Serie Documentos de Trabajo, Universidad del CEMA: Área: negocios finanzas*, 252.

Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2017). Informe sobre la Pyme 2016. Recuperado de: <http://www.ipyme.org/publicaciones/informe-pyme2016.pdf>

EBAN (2017) European Early Stage Market Statistics 2016. EBAN.

EBAN (2018) “Who we are”. Obtenida el 1/06/2018 de: <http://www.eban.org/about/who-we-are>)

ENISA (2017). Informe ENISA 2016. Obtenida el 04/04/2018 de: http://www.enisa.es/documentos_web/documentos/Informe%20Anual%20Enisa%202016.pdf

Expansión (2018). Diccionario Económico. Obtenida el 04/04/2018 de: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/>

Formichella, M.M (2004): El concepto de emprendimiento y su relación con la educación, el empleo y el desarrollo local. *Beca de Iniciación del INTA: Gestión del emprendimiento y la innovación*.

Fracica, G., Matíz, F.J., Hernández, G., Mogollón, Y. (2011). Capital semilla para la financiación de start ups con alto potencial de crecimiento en Colombia. *Revista EAN*, 71, 126-147.

García, C. y Martínez A. (2007). Características del emprendedor influyentes en el proceso de creación empresarial y en el éxito esperado. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19 (2), 31-48.

GEM España (2016). Informe GEM España 2016. Obtenida el 20/05/2018 de: <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/InformeGEM2016.pdf>

George, G. (2005) Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48(4) 661-676.

Herce, J.A y Hernández, P. (2014). Morosidad y financiación empresarial: el papel de la financiación no bancaria en España. *Cuadernos de información económica*. Funcas. Noviembre-diciembre, 243, 43-47.

Hoyos, J. y Saiz, M. (2014). *Business Angels: Los mecenas del ecosistema emprendedor*. Madrid: ESIC.

InnoBAN (2018). *Business Angels en USA: agente clave en el ecosistema emprendedor*. Obtenida el 1/06/2018 de: <https://www.businessangelsinnoban.es/blog-innoban/business-angels-en-usa-agente-clave-en-el-ecosistema-emprendedor>.

- Jensen, M.J. (1994) Self-interest, altruism, incentives and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Kickul, J. y Lyons, T.S (2012). *Understanding Social Entrepreneurship: The relentless pursuit of mission in an ever changing world*. Londres: Routledge.
- Kotha, R. y George, G. (2009). Friends, family, or fools: Entrepreneur Experience and its Implications for Equity Distribution and Resource Mobilization. *Journal of Business Venturing*, 27, 525-543.
- Manzanera, A. (2010): *Finanzas para Emprendedores*. Madrid: Deusto.
- Martínez, P. y García, J.G. (2010). *Business Angels. Capital inteligente para empresas innovadoras*. La Coruña: Editorial Netbiblio.
- Martínez, P. y García, J.G. (2011): *Business Angels: Capital inteligente para empresas innovadoras*. Netbiblio.
- Martinsons, M. G. (2002). Electronic commerce in China: emerging success stories. *Information & Management*, 39, 571-579.
- Mason, C.M. y Harrison, R.T. (1995). Closing the regional equity gap: the role of informal venture, *Small Business Economics*, 7, 153-172.
- Mason, C.M. y Harrison, R.T. (2002b) Is it worth it? There rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17 (3), 211-236
- Mason, C.M. y Harrison, R.T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10 (4), 309-330.
- Ministerio de Economía Industria y Competitividad (2017). Cifras Pyme Febrero 2017. Obtenida el 4/02/2018 de: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/Cifras-PYME-febrero-2017.pdf>
- Moroy, F. (2017). Fuentes de financiación alternativas. *El Exportador. Revista para la Internacionalización*.
- Mosey, S. y Wright, M. (2007). “From human capital to social capital: a longitudinal study of Technology-Based Academic Entrepreneurs”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31 (6) 909-935.
- Muñoz, L.A. (2012). *La financiación*. En “El nuevo emprendedor socialmente responsable” (83-85). Barañáin: EUNSA.
- Narváez, D. (2015). Instrumentos para la financiación empresarial. *eXtoikos. Instituto Econospérides para la Gestión del Conocimiento Económico*, 17, 33-34.

NVCA. National Venture Capital Association (2010). The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy. Obtenida el 30/05/2018: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=255&Itemid=103.

Otto, C. (2015, 6 de junio). Los 10 proyectos de 'crowdfunding' que más dinero han recaudado en España. *El Confidencial*. (Obtenido el 20/04/2018 de: https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2014-06-06/los-diez-proyectos-de-crowdfunding-que-mas-dinero-han-recaudado-en-espana_142023/)

Parra, C., Carmona, M., Wandosell, G. (Coords.) (2011). *Guía para la Correcta Elaboración de un Plan de Empresa*. Cátedra CAM Emprendedores. Murcia: Universidad Católica de Murcia.

Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*, New York: Wile.

Revello de Toro; J.M. (Coord.) (2013). *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Madrid: Instituto de Estudios Bursátiles.

Roure, J. y San Jose, A. (2017): Informe Business Angels 2017. Asociación Española de Business Angels. Recuperado de: http://www.aeban.es/sites/aeban.es/files/Informe_AEBAN_2017.PDF

Roure, J. y San Jose, A. (2018): Informe Business Angels 2018. Asociación Española de Business Angels. Recuperado de: https://media.timtul.com/media/web_aeban/Informe_AEBAN_2018_20180502102920.pdf

Salamzadeh, A. y Kesim, H., (2015). *Startup Companies: Life Cycle and Challenges. Proceedings of the 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE)*, Belgrado.

San José A. (2001): Los Business Angels como instrumento para la financiación de empresas en etapas iniciales. *Iniciativa emprendedora y empresa familiar*.

Sánchez Solé, S. y Casanueva, F. (2009) Propuesta de medidas fiscales de fomento de la figura de los Business Angels en España. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Madrid.

Sohl, J. (2014). The Angel Investor Market in 2013: A Return to Seed Investing. Center for Venture Research.

Sörheim, R. y Ländstrom, H. (2001). Informal investors. A categorization with policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development*, 13 (4).

Torrego, J.M. (2017, 15 de mayo). Diferencias entre aceleradora, incubadora y venture builder. *El Referente*. (Obtenido el 23/04/2018 de: <http://www.elreferente.es/tecnologicos/diferencia-aceleradora-incubadora-venture-builder-31150>)

Vainrub, R. (2005). Se busca inversionista ángel. *Debates IESA*, 56-60.

Verona, M.C.; Déniz, J.J y García, M. (2017). *Business Angels: Una alternativa de financiación para emprendedores*. Madrid: Delta.

Vesper, K. H. (1990): *New Venture Strategies*. Nueva Jersey: Prentice Hall.

Wardro, R.; Zhang, B.; Raghavendra, R.; Gray, M. (2015) Moving Mainstream The European Alternative Finance Benchmarking Report. Obtenida el 17/04/2018: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf

TEXTOS LEGALES CONSULTADOS.

Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial.

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

Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión, de 17 de junio de 2014, por el que se declaran determinadas categorías de ayudas compatibles con el mercado interior en aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado.