



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL A TRAVÉS DE LA FIGURA DE LOS BUSINESS ANGELS

Autor: Clemente Checa Martínez
Director: Antonio Javier Ramos LLanos

Madrid
Marzo, 2015

Clemente
Checa
Martínez

LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL A TRAVÉS DE LA FIGURA DE LOS BUSINESS ANGELS



Índice de contenidos

1. Introducción. La dificultad de acceso de los proyectos empresariales a la financiación tradicional vía entidades bancarias.

2. Los *business angels*. Tipología de esta figura y análisis de sus principales características.

3. Las redes de *business angels*. Eficacia y operatividad de las mismas.

4. La actual aproximación de la figura de los *business angels* a la de las entidades de capital riesgo.

5. Tratamiento fiscal de los *business angels*.

5.1. Derecho autonómico. Las deducciones por adquisición de acciones o participaciones en la constitución de sociedades o ampliación de capital.

5.2. Los incentivos fiscales introducidos por la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

5.2.1. La deducción sobre la cuota estatal del IRPF

5.2.2. La exención por reinversión de ganancias patrimoniales.

5.3. Fiscalidad de las entidades de capital riesgo

5.3.1. Tributación en el Impuesto sobre Sociedades de las ECR

5.3.2. Fiscalidad de los socios de las ECR

5.3.3. Otras especialidades tributarias de estas entidades

6. Conclusiones

Índice de gráficos

1. Gráfico I: *“Solicitud rechazada por la entidad bancaria (% de Pymes)”*.
2. Gráfico II: *“Sectores preferidos para invertir”*.
3. Gráfico III: *“Evolución de las empresas en cuanto a las necesidades de capital”*.
4. Gráfico IV: *“Proceso de conexión business angels y emprendedores”*.
5. Gráfico V: *“Redes de business angels por Comunidades Autónomas”*.

Índice de tablas

1. Tabla I: *“Motivos que subyacen a las deficiencias en la financiación”*.
2. Tabla II: *“Porcentaje de empresas que ha utilizado instrumentos alternativos a la financiación bancaria”*.
3. Tabla III: *“Inversión en capital riesgo en fases tempranas (% sobre el PIB) Año 2012”*.
4. Tabla IV: *“Comparativa business angels vs Capital Riesgo”*.
5. Tabla V: *“Comparativa de las deducciones autonómicas por adquisición de acciones y participaciones: requisitos de la empresa objeto de inversión”*.
6. Tabla VI: *“Comparativa de las deducciones autonómicas por adquisición de acciones y participaciones: porcentaje de deducción y requisitos”*.

Resumen

Las pymes son el más importante motor de la economía europea, por lo que hay que potenciarlas, promoviendo su eficaz financiación, muy restringida en estos últimos años por parte de las entidades financieras.

Por ello es necesario disponer de otras fórmulas que permitan contar con el imprescindible apoyo de capital para los proyectos de los emprendedores.

Y aquí es donde aparece la figura de los *business angels*, que desempeñan un importante papel en la creación de empresas al apoyarlas en las fases iniciales de su ciclo vital.

De igual manera, invierten su dinero, y aportan sus conocimientos, contactos y tiempo en estas primeras etapas empresariales; y están llamados a convertirse en una figura clave para cubrir el hueco de financiación que aparece cuando las empresas agotan sus fondos de proximidad, pero aún están en una fase demasiado temprana para recurrir a financiación bancaria en condiciones competitivas.

Por estos motivos, es necesario el establecimiento de adecuadas medidas fiscales para las inversiones realizadas por los *business angels*, ayudando así, a su proliferación.

Palabras clave

***Business angels*; entidades de capital riesgo; pequeñas y medianas empresas (pymes); incentivación a la creación de empresas**

Abstract

Small and medium-sized enterprises (SMEs) are the main driver of the European's economy nowadays.

For this reason, it is necessary to promote other sources of financing which are essential for the entrepreneur's business projects.

It is here where business angels arise. This figure, plays an important role in the creation of enterprises by encouraging them in the early stages of his operation's life cycle.

Not only they invest their money, but also share resources, know-how, time and contacts. Likewise, they are destined to become a key figure so as to cover the lack of opportunities company's experienced when nearest resources are unavailable and financial institutions do not grant loans with competitive conditions.

For these reasons, it is crucial to implement suitable tax measures for business angel's investments in order to benefit its development.

Key words

Business angels; venture capital entities; small and medium-sized enterprises (SMEs); incentivize and support enterprises creation

Abreviaturas

ABAN: *Arab Business Angels Network*

ACA: *Angel Capital Association*

AEBAN: Asociación Española de *Business Angels*

Art.: Artículo

AUA: *Australian Business Angels*

BAE: *Business Angels Europe*

BAND: *Business Angels Netzwerk Deutschland*

CCAA: Comunidades Autónomas

CE: Comisión Europea

EBAN: *European Business Angels Network*

ECR: Entidades de capital-riesgo

ECR-Pyme: Entidades de capital-riesgo-pyme

EICC: Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

FCR-Pyme: Fondos de capital-riesgo pyme

HAP: Hacienda y Administraciones Públicas

IBAN: *Italian Business Angels Network*

IRNR: Impuesto sobre la Renta de no Residentes

IRPF: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

IS: Impuesto sobre Sociedades

IVA: Impuesto sobre el Valor Añadido

LBO: *Leveraged (o leverage) buy-out*

LIS: Ley del Impuesto sobre Sociedades

MoU: *Memorandum of Understanding*

NBAN: *National Business Angels Network*

NIF: Número de Identificación Fiscal

OCDE: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico

PACR: Plan de acción para el capital riesgo

PIB: Producto Interior Bruto

Pymes: Pequeñas y medianas empresas

SCR-Pyme: Sociedades de capital-riesgo pyme

UE: Unión Europea

WBAA: *World Business Angels Association*

1. Introducción. La dificultad de acceso de los proyectos empresariales a la financiación tradicional vía entidades bancarias.

Es indudable, y así ha sido reconocido de manera unánime, que las pequeñas y medianas empresas (pymes), constituyen el más importante motor de la economía europea, por el gran volumen existente de ellas en la UE, que cuenta con más de veintitrés millones de estas empresas, que representan el 99% del total, que dan trabajo a más de 100 millones de personas y producen el 60% del PIB europeo.

Es evidente, por ello, que las mismas merecen que se les dedique una especial e intensa atención por parte de las instituciones comunitarias, para que así las mismas puedan desarrollar todo su potencial, que es esencial para promover el espíritu emprendedor, la competencia y la innovación.

Y así lo han entendido dichas instituciones desde hace ya tiempo, contemplándose este reconocimiento expreso al importante papel que desempeñan estas empresas en el documento Comunicación de la Comisión. Europa 2020. Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador, COM (2010), conocido como nueva Estrategia Europa 2020 (EU-2020), para el empleo y el crecimiento inteligente, sostenible e integrador, basada en una mayor coordinación de las políticas económicas, que ha reconocido el importante papel que desempeñan las pymes para conseguir dichos objetivos y la necesidad de impulsar medidas de apoyo a estas empresas, incluidas su financiación y su régimen fiscal.

Este documento es continuación de otros anteriores, siendo, probablemente, el más importante de ellos la denominada *Small Business Act*, aprobada por la Comisión en junio de 2008 --que recoge el principio “pensar primero a pequeña escala”, que debe ser el que rijan las políticas europeas y nacionales (Llorente, 2013:2)-- en la que se estableció por primera vez un marco general para los Estados miembros de la UE, con el objetivo básico de mejorar el enfoque global aplicable al fomento del espíritu empresarial, para lo que se diseñaron políticas específicas para promover el crecimiento de las pymes y afrontar los problemas que obstaculizan su desarrollo.

Se ha afirmado que esta Estrategia EU-2020, que ha sustituido a la Estrategia de Lisboa, pretende aprovechar los principales logros de esta, renovándola para hacer frente a los nuevos desafíos derivados de la crisis económica y para actuar con mayor intensidad en ámbitos en los que, incluso antes de tal crisis, tampoco se había avanzado con la suficiente rapidez, debido a determinadas debilidades estructurales, pretendiéndose así afrontar la situación existente en Europa y en España, en donde ha primado más la inversión en empresas en fase de expansión que la dirigida a las fases iniciales de las mismas, frente a lo que ocurre en Estados Unidos, que presenta tasas similares de rentabilidad en inversiones en fases de comienzo y en fases de expansión de las empresas (Martín, 2011: 61).

Por ello, para que esta nueva estrategia alcance el éxito es absolutamente necesario potenciar y fomentar una base empresarial fuerte, sostenible y competitiva, y con este fin se considera imprescindible introducir medidas de apoyo a la creación, crecimiento e internacionalización de las pymes (Mas, 2013: 3), en especial para las de nueva creación y/o innovadoras, estimándose prioritario este objetivo en el actual contexto de crisis económica y financiera, para de esta forma intentar terminar cuanto antes, y de la manera más rápida posible, con esta situación, que lastra sobremanera el crecimiento económico y es muy perjudicial para el empleo.

Se entiende, en suma, que la innovación es básica y fundamental para alcanzar un eficaz desarrollo, y por esta razón se estima que es imprescindible promover la financiación de pymes innovadoras, que siguen enfrentándose, pese a su importancia para la competitividad y para la creación de empleo, con grandes obstáculos para acceder a una financiación eficaz, que es absolutamente necesaria para arrancar, crecer y competir en unos mercados cada vez más globales (Hoyos y Saiz, 2014: 14).

Este grave problema de acceso a la financiación es especialmente trascendente en España, en el que uno de los rasgos más sobresalientes de su economía es el reducido tamaño medio de sus empresas (Del Olmo, 2013: 11), habiéndose señalado de forma muy gráfica que “somos un país pyme, donde una pyme es poco, pero muchas lo son casi todo” (Andrade y Gómez, 2014: 122).

Y así lo han puesto de relieve otros muchos autores, que han escrito que la financiación bancaria a las empresas en España en estos últimos años se ha reducido notablemente y, en especial, la dirigida a las pymes, siendo ello debido a unas menores disponibilidades de recursos por parte de las entidades financieras y a un análisis riguroso del riesgo de crédito por parte de las mismas, lo que ha provocado una fuerte contracción de los préstamos y créditos concedidos, así como un encarecimiento de los mismos, que se ha manifestado con un incremento de los márgenes en los préstamos y créditos «a tipo variable» y en aumentos notables de los tipos de interés en los «a tipo fijo» (Casanovas, 2011: 98); o que en relación con las empresas españolas se ha observado un descenso en la disponibilidad de préstamos bancarios percibida y un porcentaje de rechazo de las solicitudes que es coherente con un endurecimiento de las condiciones de oferta y con el deterioro de la calidad crediticia, mayor para las pymes que para las grandes empresas (Ayuso, 2013: 89).

Así se han pronunciado también otros autores, que han señalado que durante la crisis financiera los bancos han aplicado criterios mucho más exigentes de selección en la concesión de crédito, ya que, ante la necesidad de reestructurar sus balances y dotar provisiones por impago, han elevado los requerimientos para la concesión de nuevo crédito, y también lo han hecho para el descuento comercial, basándose, entre otros indicadores, en los de morosidad, que, a la postre, son una *proxy* del riesgo de crédito de las empresas (Giménez, 2013: 186; Hecce y Hernández, 2014: 43; Mas, 2013: 4; Maudos, 2012: 67).

Lo mencionado en el párrafo anterior, se ilustra mediante el siguiente gráfico en el que se ve la evolución en el tiempo de las solicitudes de préstamos de Pymes que han sido rechazadas por las entidades bancarias.

Gráfico I: “Solicitud rechazada por la entidad bancaria (% de Pymes)”.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de España y Cámaras de Comercio.

En relación con esta cuestión de los efectos coordinados de la crisis económica y de la financiación de las pymes se ha indicado que la importancia de las pymes en países como España y su elevada dependencia de la financiación bancaria las hacen aún más vulnerables cuando existen factores, no sólo de demanda, sino también de oferta que endurecen las condiciones de acceso al crédito bancario, agravándose este problema no solo por el excesivo nivel de deuda acumulada, sino por el impacto que la crisis ha tenido en los márgenes empresariales y en el coste de la financiación, lo que ha aumentado la debilidad financiera de las empresas y la carga de la deuda. Hay que tener presente que España es el segundo país de la eurozona, solo por detrás de Grecia, que ha soportado los mayores problemas en el acceso a la financiación externa. Esta posición en el *ranking* coincide con los países que han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana: Grecia, España, Irlanda, Portugal e Italia pero también los Países Bajos. Por el contrario, en el extremo opuesto se encuentran las pymes de Austria, Alemania, Bélgica y Finlandia (Maudos y De Guevara, 2014: 19 y 49).

Los motivos que subyacen a estos problemas en el acceso a la financiación se recogen en la siguiente tabla ilustrativa.

Tabla I: “*Motivos que subyacen a las deficiencias en la financiación*”.

Tabla 1 B.A

Deficiencias	Motivos subyacentes
Naturaleza de los préstamos	Productos y servicios que no están bien adaptados a las necesidades de los clientes individuales
Suministro de crédito	Racionamiento en periodos recesivos. Cambios en políticas sectoriales de préstamo
Tiempo de respuesta	Lento proceso de decisión
Estructura de precio	Tipos más altos basados en el riesgo percibido
Términos y condiciones	Elevadas exigencias de garantías personales. Calendarios de repago de deuda muy rígidos
Disponibilidad general	Negativa a ofrecer a todos los clientes el abanico de productos disponibles
Provisión de información	Esfuerzos insuficientes por parte de los bancos de informar a los clientes sobre todos los productos disponibles
Soporte adicional	Ausencia/mala calidad de servicios pre y post venta

Fuente: Elaboración propia con datos de Tercera Mesa Redonda de banqueros y PYME. (Comisión Europea). 2007.

Por todo ello, en una coyuntura económica tan adversa como la que hemos atravesado, en la que han existido --y aún existen aunque cada vez, afortunadamente, en menor grado-- muchas dificultades por parte de las entidades bancarias y crediticias a la hora de conceder financiación a las pymes, es absolutamente necesario disponer de otras fórmulas, esto es, de otros mecanismos complementarios de los bancarios para impulsar la financiación empresarial, que permitan contar con el imprescindible apoyo de capital para los proyectos de los emprendedores, a lo cual se comprometió, por cierto, el Gobierno de España dentro del MoU (*Memorandum of Understanding*) que supuso la asistencia financiera a nuestro país, que se firmó con el Eurogrupo en julio de 2012.

En la siguiente tabla se muestra el porcentaje de empresas que ha utilizado instrumentos alternativos a la financiación bancaria para la obtención de recursos ajenos.

Tabla II: “Porcentaje de empresas que ha utilizado instrumentos alternativos a la financiación bancaria”.

Tabla 2 B.A

	Promedio 2010-2011	I T. 2012	II T. 2012	III T.2012	IV T. 2012
Capital Riesgo	3,2	0,8	0,5	0,3	1
<i>Business Angels</i>	0,5	0,3	0	0	0,5
Capital Semilla	0,3	0	0	0	0
Préstamos Participativos	1,6	0,5	0,5	1	0,8
Instrumentos Financieros de la Comisión Europea	0,2	0	0,5	0	0

Fuente: Elaboración propia con datos de la “Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena” (Diciembre de 2012).

Y aquí es donde aparece la figura de los *business angels*, surgida en los países de tradición anglosajona, y cada vez más extendida y utilizada también en Europa y en España, lo que se debe, sin duda, a la confianza en la mejora de la economía.

Confianza es la palabra clave que determina la aparición y el desarrollo del fenómeno de los *business angels*. Cuando un tercero, ajeno al entorno inmediato de los emprendedores que están desarrollando un proyecto empresarial, o haciendo crecer su empresa ante nuevos retos, nuevos mercados o nuevos productos, es capaz de apostar por este proceso, invirtiendo su patrimonio, su tiempo, sus contactos, sus conocimientos, está depositando mucho más que su dinero en una empresa innovadora: está confiando en la bondad del emprendedor, en la capacidad de generación de riqueza de la empresa. En definitiva, está demostrando su confianza en la buena marcha de la economía (Colomer, Arís, Clos, D’Espona y Queralt, 2009: 11).

Esta figura de los *business angels* es, a mi juicio, imprescindible para conseguir la financiación necesaria para la puesta en marcha de los negocios, y por su importancia merece un análisis detallado que se intentará hacer en las páginas siguientes, en las que, entre otros extremos, se examina su concepto y características, la forma de operar de estos inversores y la tributación establecida en nuestro ordenamiento jurídico para los mismos.

Esta última faceta es de capital importancia, ya que la forma de regularse este aspecto puede estimular o desincentivar la conducta de estas personas.

El establecimiento de adecuadas medidas fiscales para las inversiones realizadas por los *business angels* ayudará, sin duda, a su proliferación, ya que se ha comprobado que en aquellos países en los que las mismas se aplican ha conseguido visualizar y contabilizar su aportación, a la vez que se han incrementado los fondos dedicados a estas actividades (Colomer et al, 2009: 151; Verona, García y Déniz, 2013: 145).

De forma incidental, hay que reseñar que recientemente han surgido también las plataformas *on-line* de *crowdfunding*, o financiación en masa, que canalizan financiación a través de micro aportaciones que proceden de un gran número de pequeños inversores particulares, posibilitando con ello que éstos, por medio de pequeños desembolsos, puedan invertir en el segmento *start-up*.

En España también empiezan a desarrollarse estas plataformas, siendo representativas de ellas *Crowdangel* (www.thecrowdangel.com) y *Bihoop* (www.bihoop.com), siendo muy probable que esta nueva forma de financiación alcance un nuevo auge una vez se apruebe el Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, que se encuentra en estos momentos en tramitación en el Senado, y cuyo Título V (arts. 46 a 93) establece por primera vez en España un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, dando cobertura a las actividades de *crowdfunding*, si bien sólo regula las figuras en las que prime el componente financiero de la actividad o, dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma al *crowdfunding* instrumentado mediante compraventas o donaciones.

En este Proyecto de Ley se aborda este fenómeno desde una triple dimensión. En primer lugar, se establece el régimen jurídico de las entidades denominadas plataformas de financiación participativa. En segundo término, se regula y reserva su actividad a las entidades autorizadas, en aras de fortalecer el desarrollo de este sector y, al tiempo, salvaguardar la necesaria estabilidad financiera. Y en tercer lugar, se clarifican las normas aplicables a los agentes que utilicen este nuevo canal de financiación.

2. Los *business angels*. Tipología de esta figura y análisis de sus principales características.

Los *business angels* son inversores particulares que invierten su propio dinero, aportando además sus conocimientos, contactos y tiempo en las primeras fases del ciclo de vida de una empresa con el fin de impulsar el desarrollo de la misma (Verona et al, 2013: 143).

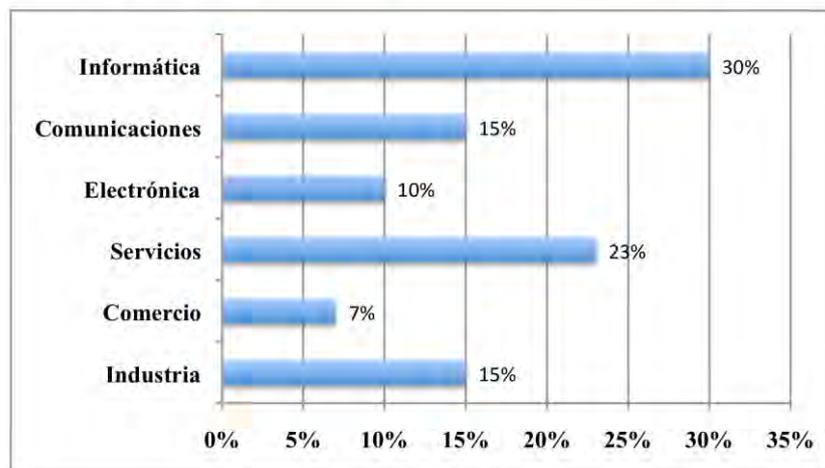
En suma, la iniciativa empresarial constituye uno de los motores principales de la innovación, la competitividad y el crecimiento, y en este sentido la financiación informal a través de los *business angels*, es una de las estrategias más eficaces para promover la creación de empresas con alto potencial de crecimiento, ya que se trata de personas físicas con un amplio conocimiento de determinados sectores y con capacidad de inversión, que impulsan el desarrollo de proyectos empresariales en sus primeras etapas de vida, aportando capital y valor añadido a la gestión (Gallego, 2008: 8; Sancho, 2006: 1).

En esta misma línea se ha afirmado que la aportación de estos inversores a la gestión está representada por el denominado capital inteligente o “4C”: capital, confianza, conocimientos y contactos (De la Torre, Jiménez, Santiago y Bellini, 2011: 27). Y debe reseñarse también que la mayoría de sus inversiones suelen concentrarse en proyectos con contenido altamente tecnológico, que engloba también los sectores de la informática, TIC/*software*/multimedia, y las telecomunicaciones; seguidos por los relativos a los sectores de la biotecnología, las energías renovables y el comercio y servicios (Colomer, Queralt, Martori, D'Espona, Curto e Izquierdo, 2008: 44; Verona et al, 2013: 159).

Gráfico II: “Sectores preferidos para invertir”.

Sectores preferidos para invertir

Gráfico 2 B.A



Fuente: Elaboración propia con datos de Red Española de Business Angels (Esban).

Conocidos en Estados Unidos como *angel investors* o simplemente *angels*, en referencia a los empresarios que a principios del siglo XX apoyaban las producciones teatrales de Broadway, en España se han propuesto distintas traducciones como ángeles de los negocios, inversores privados, inversores informales, inversores ángel, inversores particulares, inversores de proximidad o inversores providenciales, sin que de momento ninguna de ellas haya desplazado al término *business angel*, que es el utilizado más frecuentemente en Europa al referirse a este tipo de inversores.

Así se señala en la página web de la Asociación Española de Business Angels (AEBAN) (www.aeban.es), en la que se define a éstos como aquellos individuos que toman sus propias decisiones de inversión y que aportan su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que les son ajenas.

En función de la mayor dedicación a la gestión de las empresas en las que invierten los *business angels* --aspecto éste que también ha sido resaltado oportunamente por la doctrina, poniendo de manifiesto que al afirmar estos autores que los mismos efectúan una aportación financiera insustituible y, al mismo tiempo, complementan su actuación con la valiosa combinación de apoyo personal, transmisión de información y experiencia, establecimiento de relaciones e impulso en el ámbito de la gestión empresarial (Aris, Clos, Colomer, Rodríguez, Munk y White, 2009: 9)--, cabe clasificar a estos inversores en:

- *Business angels* empresariales, que tienen un alto grado implicación en la empresa.
- *Business angels* trabajadores, que trabajan y aportan un valor añadido constante en la empresa donde han realizado la inversión.
- *Business angels* consultores, que básicamente se dedican a transmitir sus conocimientos y experiencia empresarial a los nuevos emprendedores, por lo que, en suma, el capital que aportan no es dinerario sino *know-how*.
- Y *Business angels* financieros, que no se implican en la gestión, teniendo un interés exclusivo en obtener rentabilidades futuras del capital aportado (De la Torre et al, 2011: 28; Fanjul y Valdunciel, 2009: 5).

Aunque invierten en cualquier etapa del desarrollo, los *business angels* desempeñan un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas (semilla y arranque).

A este respecto se ha afirmado que la figura del *business angel* aparece en los momentos de mayor riesgo e incertidumbre ayudando y acompañando al emprendedor hasta que consigue consolidar el proyecto empresarial, momento en el cual, aquel cede el testigo a otro tipo de operadores en el mercado.

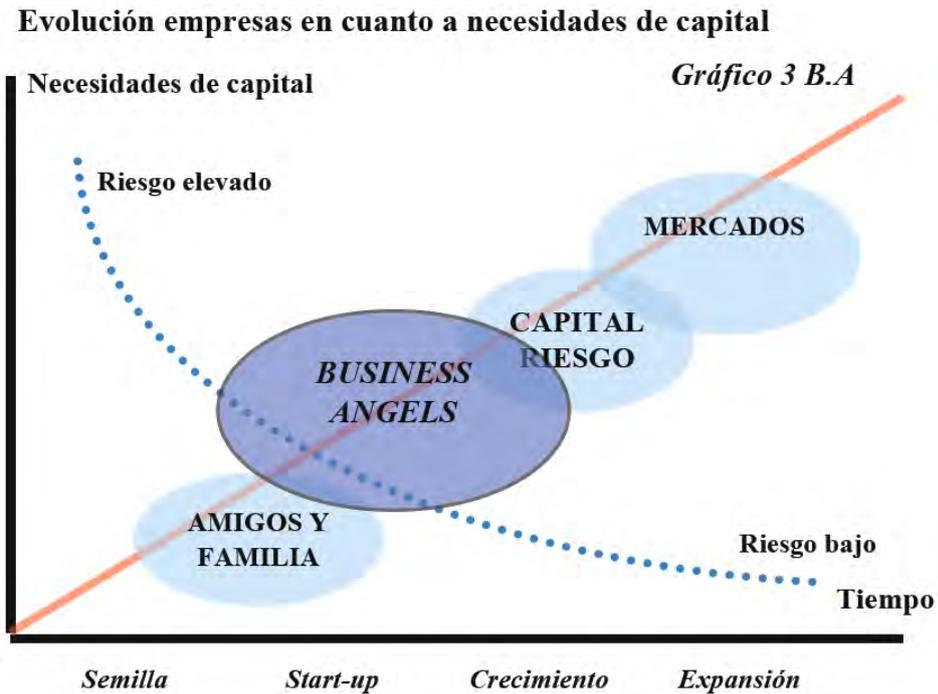
Así se han pronunciado diversos autores, afirmando al respecto que los *business angels* desempeñan un papel fundamental y están llamados a convertirse en una figura clave en la reducción del denominado *equity gap*, es decir, en la brecha de financiación que aparece cuando las empresas de nueva creación han agotado sus fondos de proximidad, pero aún están en una fase demasiado temprana para recurrir a financiación bancaria en condiciones competitivas o a fondos tradicionales de capital riesgo (Colomer et al, 2009: 43; Hoyos, 2014: 125).

Si bien, algunos amplían el elenco de inversiones en las que participan los *business angels*, ya que si bien señalan que las principales están destinadas a emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto empresarial (capital semilla o *seed capital*), o a empresas que se encuentran al inicio de su actividad (capital de inicio o desarrollo o *start-up*), ponen de relieve que también pueden beneficiarse de ellas aquellas empresas que deben afrontar una fase de crecimiento con el objetivo de obtener una plusvalía a medio plazo.

Los *business angels* ayudan y contribuyen, pues, a cubrir, básicamente y como objetivo más prioritario – sin perjuicio de que también puedan llegar a aportar sus conocimientos y su experiencia personal, en relación con el producto o servicio, el mercado, la gestión de la empresa, etc., y su red de contactos empresariales y personales, facilitando así la relación de la empresa con su entorno: clientes potenciales, competidores, proveedores, entidades financieras, administración, etc. (Colomer et al, 2009: 35 y 36; Piña, 2011: 246)-- la falta de financiación que suelen padecer los emprendedores en las etapas iniciales del ciclo de vida de sus empresas (*equity gap*), etapas éstas en las que suelen existir unos elevados niveles de riesgo asociados con una falta de liquidez, factores que, unidos a la ausencia de garantías, conllevan que la financiación bancaria resulte muy difícil de obtener, y ello mucho más, como ya se expuso con anterioridad, en estos últimos años de crisis económica.

En el siguiente gráfico se pone de relieve la evolución por la que pasan las empresas en cuanto a sus necesidades de capital, y el lugar que ocupan los *business angels*.

Gráfico III: “Evolución de las empresas en cuanto a las necesidades de capital”.



Fuente: Elaboración propia con datos de EBAN (European Business Angels Network).

Con todo, conviene indicar, sin embargo, que este fenómeno inversor al que nos estamos refiriendo no responde estrictamente a referida crisis, ni nació con ella, ya que incluso en otras épocas de bonanza anteriores el mismo ha sido decisivo para el impulso y desarrollo de empresas tan exitosas como, entre otras, *Hewlett-Packard*, *The Body Shop*, *Amazon*, *Skype*, *Starbucks*, *Google* o *FaceBook*, que en sus comienzos dispusieron del inestimable apoyo de un *business angel*.

Y lo mismo ha sucedido en España, ya que empresas españolas como Privalia, Tuenti o Buyvip, adquirida por Amazon en el año 2010, han crecido gracias al apoyo de *business angels*.

Desde esta perspectiva éstos constituyen una muy interesante alternativa financiera para las pymes, siendo, al propio tiempo, importantes agentes dinamizadores de la efectiva transferencia tecnológica de las universidades al entorno empresarial.

El inversor privado encuentra en las universidades proyectos innovadores, donde puede aportar, además de capital, su experiencia en la gestión y su red de contactos en los mercados de los que normalmente el equipo promotor científico-tecnológico carece, propiciando así, con su decisiva colaboración, la creación de empresas que emanan de los grupos de investigación de las universidades, las denominadas “*spin-offs*”.

3. Las redes de *business angels*. Eficacia y operatividad de las mismas.

Los *business angels* se suelen agrupar en redes, muy importantes como canales dinamizadores del capital privado, surgiendo las mismas de la necesidad de estos inversores de encontrar un canal donde poder evaluar proyectos de inversión, y a su vez, compartir experiencias y profesionalizar esta actividad (Cantalapiedra, 2010: 1; Colomer et al, 2008: 12), constituyéndose estas redes, que en el ámbito europeo se concentran en Reino Unido, Francia y Alemania (Casanovas, 2011: 110), como punto de encuentro entre *business angels* y emprendedores.

Dichas redes pueden definirse 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, siendo, pues, estas redes las catalizadoras de la oferta y demanda de capital (Sánchez y Casanueva, 2009: 6 ss.).

De forma resumida se puede decir que los servicios que ofrecen las redes son:

--- En *relación con los emprendedores*: la presentación del proyecto a *business angels* que pueden aportar financiación, o que pueden ofrecer gestión y contactos; contacto con *business angels* a través de plataformas tecnológicas, asesoramiento en la realización del plan de empresa, y preparación para la exposición del proyecto en foros de inversión.

--- Y *respecto a los business angels* preparación y disposición de una masa crítica de proyectos empresariales, contacto con emprendedores, participación en foros de inversión, asesoramiento y formación en todo el proceso de capitalización, y seguimiento de la gestión económica de la empresa en la que se invierte.

Gráfico IV: “Proceso de conexión business angels y emprendedores”.



Fuente: Elaboración propia con datos de EBAN (European Business Angels Network).

La tipología de estas redes es muy diversa, pudiendo las mismas clasificarse:

--- Según su *ámbito de actuación* en nacionales, regionales, locales, en cuyo caso suelen actuar como clubes de inversión, y sectoriales, que son redes que, actuando a nivel regional o local, se concentran en proyectos de inversión de sectores concretos.

--- Y según la *tipología de sus entidades fundadoras o promotoras* estas redes pueden crearse por entidades públicas (estatales, regionales o locales), asociaciones empresariales, escuelas de negocios, y agrupaciones de *business angels* individuales.

A estos fines, ya en 1998, y dentro del marco del *Third Multiannual Programme for SMEs* (1997-2000) se puso en marcha el Programa Piloto de la Red de *Business Angels*, cuyo objetivo era que las redes de *business angels*

aumentaran las inversiones en nuevas empresas, y financió tres tipos de acciones:

a) Acciones difusoras para intensificar la concienciación y difundir las buenas prácticas.

b) Estudios de viabilidad para comprobar la validez del concepto de red de *business angels* en un territorio concreto.

c) Y proyectos de creación de redes para establecer y apoyar la creación de nuevas redes.

El desarrollo de estas redes se consideró de suma utilidad en el informe realizado en Bruselas el 16 de octubre de 2002 titulado Comunicación de la Comisión al Consejo y el Parlamento Europeo sobre la aplicación del plan de acción para el capital riesgo (PACR) COM (2002) 563 final (cuarto informe desde su adopción en junio de 1998 en la cumbre de Cardiff), al señalarse en él que estas redes contribuyen a hacer visible el mercado mediante una elevada difusión de este nuevo concepto que permita que oferta y demanda crezcan; y posibilitan hacer posible el mercado con el establecimiento de mecanismos de *matching* y de encuentro, tanto presencial como a distancia, de la oferta y la demanda.

Uno de los frutos de mencionado Programa Piloto fue la constitución en 1999 de la *European Business Angels Network* (EBAN), con sede en Bruselas, que es una asociación sin ánimo de lucro que actúa como red de redes a nivel europeo con el objetivo de liderar y representar a este sector, a la par que busca influir en las políticas públicas para que apoyen las actividades desarrolladas por las redes de *business angels*, pudiendo consultarse la importante actividad que despliega esta asociación en su página web: www.eban.org.

Los principales objetivos de la EBAN son los siguientes:

a) Fomentar el intercambio de experiencias y la comunicación de mejores prácticas entre las redes de *business angels*.

b) Promover el reconocimiento de las redes de *business angels* y de la función que estos desempeñan en la economía.

c) Y contribuir al desarrollo y puesta en práctica de programas locales, regionales y nacionales dirigidos a estimular la creación y consolidación de unas condiciones positivas para la actividad de los *business angels* (Verona et al, 2013: 155).

Y al propio tiempo, partiendo de la premisa de que las redes de *business angels* son servicios basados en la confianza, EBAN elaboró un modelo de código de conducta para estas redes, que sirve para proporcionar una herramienta de apoyo a los estándares de la red, aclarándose en él los principios de comportamiento de todos los accionistas, al mismo tiempo que se acentúa la transparencia (Colomer et al, 2009: 93).

En concreto, dicho código de EBAN se refiere y contempla a los siguientes ámbitos:

- Mostrar apertura en las relaciones con emprendedores, *business angels* y otras redes.
- Mantener el buen estatus y la buena reputación de la red.
- Evitar fondos de procedencia dudosa.
- Precisar relaciones contractuales entre *business angels* y emprendedores.
- Prohibir que las redes inviertan de forma significativa en las empresas de inversión.
- Procurar que las redes se mantengan imparciales incluso después de haber tenido éxito en sus beneficios.
- Procurar para que las redes hagan frente a todo lo que esté en sus manos para proteger la confidencialidad de la información.

En este ámbito, e integrándose en la EBAN, en el año 2004 se creó en España, ESBAN, Fundación Privada para el Fomento de las redes BA en España, que actúa como red de redes, y cuyas entidades fundadoras fueron *Business Angels Network Catalunya* --es una asociación privada sin ánimo de lucro, cuya misión es promover la inversión por parte de *business angels* en Cataluña con el fin de favorecer la creación y desarrollo de empresas--, Confederación Empresarial Comarcal de Terrassa --es una asociación empresarial multisectorial, cuya misión es promover y defender éticamente los intereses de las empresas catalanas ofreciendo un servicio innovador y de calidad en respuesta a sus necesidades presentes y futuras--, y Fundación Privada Cecot Innovación.

Antes de ello ya habían existido algunos antecedentes similares, si bien de menor trascendencia y con menor alcance, toda vez que en el año 2002 ya se había creado en Cataluña --por parte de la Patronal CECOT, la Fundación CP'AC y el Institut Català de Finances Holding, SA-- la red BANC (*Business AngelsNetwork Catalunya*), con ámbito autonómico, de naturaleza privada, sin ánimo de lucro y sin especialización en ningún sector.

ESBAN es también entidad fundadora de la WBAA, *World Business Angels Association*, organización mundial que agrupa los movimientos de *business angels* por representantes de veintidós federaciones estatales, entre las cuales se encuentran, por ejemplo, Australia, Brasil, Chile, China, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, India, Japón, Malasia, Polonia y Portugal; y que cuenta, además, con la presencia de las principales organizaciones mundiales, tales como, además de la EBAN, la ACA, *Angel Capital*

Association (EUA), la *Indian Angel Network*, la *Australian Business Angels* (AUA) y la *ABAN Arab Business Angels Network* y del norte de África.

La *ESBAN* favorece por una parte el fomento y desarrollo de las redes de *business angels*, y por otra, facilita el contacto entre los inversores y emprendedores, contribuyendo a la creación y consolidación de las pequeñas y medianas empresas.

Y sus objetivos, que se especifican en su página web *www.esban.com*, se concretan en:

- *Promover y difundir* el concepto *business angel* como una alternativa de financiación adaptada a las necesidades de los emprendedores.
- *Desarrollar* el gran potencial latente que pueden aportar los *business angels* al conjunto de la economía, así como promover la inversión con el fin de favorecer la creación y el desarrollo de nuevas empresas.
- *Fomentar* el desarrollo de redes de *business angels* en España y defender sus intereses.
- Y *colaborar* con la Administración para el desarrollo de un marco jurídico y fiscal adaptado a las necesidades de los *business angels*.

Sobre esta cuestión se han pronunciado también diversos autores (Colomer et al, 2008: 12), quienes han indicado que la Fundación *ESBAN* tiene como objetivos difundir el concepto *business angel* como una herramienta adecuada de financiación adaptada a las necesidades de las pymes, desarrollar el enorme potencial latente que pueden aportar los *business angels* al conjunto de nuestro país, promover la inversión por parte de los *business angels* con el fin de favorecer la creación y el desarrollo de las empresas, y agrupar las redes de estos inversores que operen en el país.

Redes similares a *ESBAN* son, por ejemplo, *BeBAN*, en Bélgica, *SVCA*, en Suecia, *France Angels*, en Francia, *FNABA* y *APBA*, en Portugal, *LINC* Escocia, en Escocia, *TechnoPartner* en Países Bajos, *NBAN* (*National Business Angels Network*) en el Reino Unido, *BAND* (*Business Angels Netzwerk Deutschland*) en Alemania, e *IBAN* (*Italian Business Angels Network*) en Italia.

Otra importante red española es la ya antes mencionada *AEBAN*, que es miembro de *BAE*, *Business Angels Europe* y de *EBAN The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and other Early Stage Market Players*, en calidad de Asociación de redes de *Business Angels* de España.

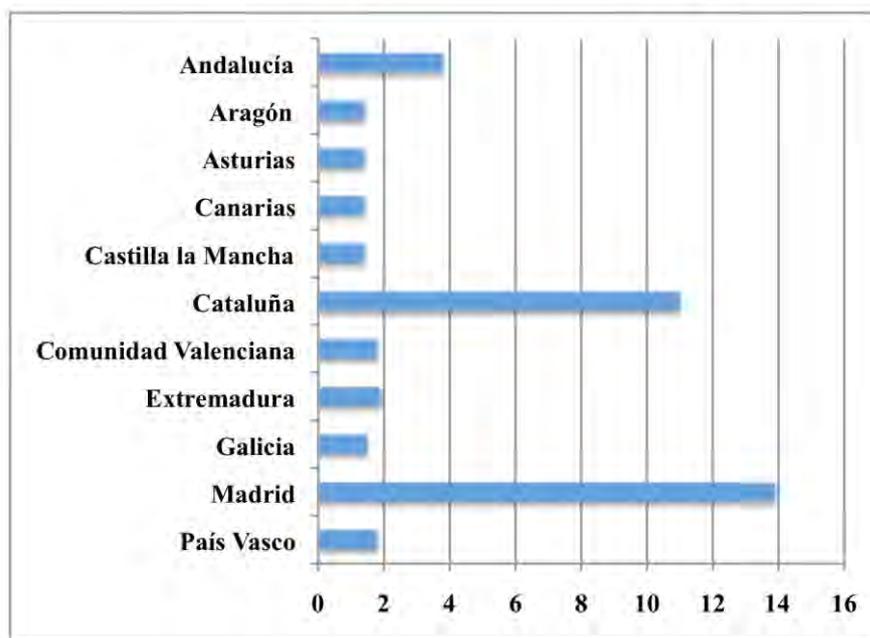
AEBAN se constituyó en noviembre del año 2008 al amparo de la Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del Derecho de Asociación, y su objetivo fundamental es el de promocionar la actividad de los *business angels* y de las redes de éstos en España.

La misma cuenta con sede principal en once Comunidades Autónomas: Andalucía, Aragón, Asturias, Canarias, Castilla-La Mancha, Cataluña, Comunidad Valenciana, Extremadura, Galicia, Madrid y País Vasco.

Gráfico V: “Redes de business angels por Comunidades Autónomas”.

Redes de *business angels* por Comunidades Autónomas

Gráfico 5 B.A



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación de redes de Business Angels de España (Aeban).

Y en la actualidad asocia un total de 32 redes de *business angels*, que son en concreto las siguientes:

Alantis Seed Capital; Asociación de antiguos alumnos de ESADE, ESADE BAN; Asociación Extremadura Business Angels; Asociación Red Asturiana de Business Angels, ASBAN; *Asociación SeedRocket Angels*; BCN *Business Angels*; *Business Angels Crecer+*; *Business Angels Network Catalunya*, BANC; *Business Angels Network Madri+d* (BAN Madri+d); *Big Ban angels*; Cabiedes & Partners SCR; *Col·legi d' Economistes de Catalunya*; *Cube Jelly Investment*; *Digital Assets Deployment*; El Club del Emprendimiento; *Faraday Venture Partners*; Fundación Incyde; Fundación Zaragoza Ciudad del Conocimiento; IESE *Business School*; Innovación y Conocimiento para el Desarrollo Sostenible, S.L., InnoBAN; ITNET *Consulting Business* (Grupo *First Tuesday*); *Keiretsu Forum España*; Málaga *Business Angels*; *M2M Marketplace*; Red de Business Angels de Castilla-La Mancha, GOBAN; Red CEEI CV Comunidad Valenciana; *Seed & Click Angel Network*; *Sitka Capital*; Sociedad Canaria de Fomento Económico S.A.–

PROEXCA; *The Crowd Angel*; *Top Seeds Lab*, y *Wayra* Investigación y Desarrollo.

En dichas redes se integran, a su vez, cerca de 2.000 inversores que movilizan en la actualidad recursos por valor de más de 40 millones de euros.

Los objetivos fundamentales de AEBAN son:

- Aglutinar redes de *business angels* de España.
- Servir de foro de intercambio de información, experiencias y proyectos entre representantes de redes de *business angels*, Administraciones Públicas, instituciones de enseñanza y cualesquiera otras entidades o instituciones interesadas en los fines de la Asociación.
- Colaborar en la promoción e intercambio de proyectos de inversión.
- Ejercer de interlocutor de las redes de *business angels* con instituciones públicas o privadas, así como Administraciones Públicas en relación a la promoción de la actividad de aquellos.
- Relacionarse con otras asociaciones y redes en ámbitos internacionales y, en especial, con EBAN.
- Identificar, promover y compartir las “mejores prácticas” en el desarrollo de las actividades de redes de *business angels* y en los procesos de inversión.
- Fomentar el aprendizaje y la actualización constante de conocimientos entre los socios de la Asociación.
- Promover la realización de estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada.

En definitiva, y como síntesis, se puede afirmar que la misión principal de la AEBAN es la de promover y consolidar la figura de los *business angels* en España, como pieza fundamental del sistema de I+D+i nacional, haciéndolos más visibles ante los emprendedores.

Conviene destacar en este sentido que AEBAN tienen un convenio con la Empresa Nacional de Innovación S.A. (ENISA), que es una empresa pública –dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa– que, desde 1982, participa activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores. Y también está concertada con GUST, que es la mayor plataforma de colaboración del mundo entre emprendedores y compañías emergentes con inversores acreditados de todo el mundo, ya que la misma cuenta con más de 1.000 grupos de inversión en 80 países.

En la práctica, tanto esta red, como otras existentes en España, o en otros países, adicionalmente a su actividad principal, centrada en realizar *matching* --entendiendo por tal el proceso de toma de contacto entre el *business angel* y el emprendedor--entre proyectos empresariales e inversores, ofrecen también servicios que se dirigen tanto a inversores adheridos como a emprendedores que aportan los proyectos empresariales.

Y, en concreto, los principales servicios ofrecidos por las redes españolas identificadas son los siguientes:

--- Foros de inversores, en los que los emprendedores presentan sus proyectos empresariales.

--- Formación dirigida a emprendedores. Se trata de un servicio adicional centrado en la capacitación de los emprendedores en aspectos relevantes, como son la presentación en público de proyectos empresariales, el proceso de inversión y métodos de valoración de los proyectos empresariales.

--- Y reuniones de inversores o de *networking*, diseñadas en función de las necesidades y características de la red, y que tienen por finalidad incentivar la interacción entre los miembros de una misma red.

Aparte de todo ello, más de la mitad de las redes identificadas en España ofrecen también formación específica dirigida a inversores, con el fin de capacitarlos para el proceso de inversión de proyectos empresariales, y difunden noticias del sector y otra información de interés para el público objetivo, emprendedores e inversores adheridos a la red, mediante boletines informativos (Colomer et al, 2008: 21 y 22).

4. La actual aproximación de la figura de los *business angels* a la de las entidades de capital riesgo.

Hasta fechas muy recientes era necesario y conveniente diferenciar la figura de los *business angels* de las entidades que se dedican a intervenir en el mercado de capital riesgo.

Estas últimas también son instrumentos financieros diseñados para estructurar la toma de participaciones por parte de Administraciones, entidades financieras o corporaciones industriales en nuevos proyectos empresariales o en empresas que deben afrontar un proceso de crecimiento o reestructuración (Colomer et al, 2009: 36); pero la diferencia fundamental con la figura de los *business angels* se encontraba en el hecho de que las Entidades de capital-riesgo (ECR) no solían destinar una parte importante de sus recursos a “capital semilla” y “capital arranque”, toda vez que su política consistía, fundamentalmente, en adquirir acciones de empresas no cotizadas con experiencia y posicionamiento en el mercado.

Esto es especialmente significativo en España, ya que la inversión en capital riesgo en fases tempranas (semilla y arranque) sigue estando aquí muy por debajo de otras economías europeas (Hoyos y Saiz, 2014: 16).

Señalan estos autores, citando fuentes de la Comisión Europea (<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/>), que en el año 2012 en España se invirtieron recursos a través de esta vía por un importe equivalente al 0,007% del PIB, frente 0,014% de media en la UE, muy lejos de los países que lideran el ranking, que son Irlanda (0,039%), Finlandia (0,034%), Suecia (0,025%) y Reino Unido (0,025%).

Tabla III: “Inversión en capital riesgo en fases tempranas en % sobre el PIB. Año 2012”.

Inversión ECR	Porcentaje
Grecia	0,000%
Polonia	0,001%
Italia	0,004%
España	0,007%
Portugal	0,009%
Austria	0,010%
Francia	0,013%
Alemania	0,013%
UE	0,014%
Holanda	0,014%
Bélgica	0,016%
Dinamarca	0,021%
Reino Unido	0,025%
Suecia	0,025%
Finlandia	0,034%
Irlanda	0,039%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea (<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/>).

Por todo ello, bien se podía afirmar que al invertir los *business angels* en *start-up* y en otras fases iniciales de la andadura de una empresa, no competían con el capital-riesgo institucional, sino que ambos instrumentos se complementaban, viniendo los ángeles financieros a cubrir sólo la etapa inicial y la fase de expansión empresarial, en las que suele existir una ausencia de capital inversor (*equity gap*), esto es, hasta la entrada de inversores de capital riesgo, que era, pues, el siguiente paso inversor en el proceso de crecimiento de los emprendedores y de las pymes (Llorente, 2013:4; Ribes, 2014: 71).

Así lo habían puesto de relieve también otros autores (De la Torre et al, 2011: 23 y 25), cuando afirmaron que los *business angels* venían a llenar el hueco existente como fuentes de financiación en las empresas entre los fundadores, amigos y la familia de los fundadores (las conocidas como 3Fs: *family, friends and fools*) –esto es, personas del entorno de los emprendedores que complementan el capital aportado por éstos convirtiéndose en socios de la empresa guiados más por no perder su inversión que por obtener plusvalías-- y algunas ayudas públicas, hasta la entrada de capital riesgo y, posteriormente, la salida a los mercados bursátiles.

Y en la misma línea se ha indicado que lo que caracteriza a los inversores informales es que invierten en *starts-up* y en otras etapas iniciales de las empresas, no compitiendo con el capital-riesgo institucional, si no que más bien lo complementan, por lo que, en suma, la financiación proporcionada por los *business angels* es rápida, inteligente y flexible pero también limitada, terminando el crecimiento de la empresa por agotar los recursos que éstos pueden aportar, por lo que una de las funciones de estos inversores es dejar a las empresas listas para recibir inversores institucionales, lo que ha conllevado que los fondos de capital riesgo hayan ido modulando progresivamente su perfil de riesgo hacia compañías más estables, en fases cada vez más maduras (*private equity*), lo que ha alejado su posición como tomadora de riesgos en empresas en fases tempranas (Balboa y Martí, 2011: 61; Hoyos, 2014: 124; Martín, 2011: 76).

Tabla IV: “Comparativa *business angels* vs *Capital Riesgo*”.

Business Angels vs Capital Riesgo

Tabla 4 B.A

Diferencias	Business Angels	Capital Riesgo
Inversor	Particular	Gestor de fondos
Origen fondos	Propio	Proveedor de fondos
Empresa objetivo	Primera fase	Crecimiento
<i>Due Diligence</i>	Mínima	Compleja
Tipo de contrato	Simple	Complejo
Localización inversión	Muy relevante	No crítico
Participación en gestión	Crítico	No crítico
Salida de la firma	No crítico	Crítico

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Red Asturiana de Business Angels (ASBAN).

Muy gráficamente se ha escrito a este respecto que: “Ya no hay riesgo en el capital-riesgo. Hace tiempo que las actividades de las ECR están dirigiéndose hacia empresas consolidadas en detrimento de las inversiones en las etapas de desarrollo empresarial embrionario” (García, 2006: 1).

Ello implica que las inversiones de las ECR han ido desplazándose desde las nuevas y, generalmente, pequeñas empresas en fase de *seed* y *start-up* hacia las empresas de mayor edad y dimensión, en muchas ocasiones, en ciclo de *leveraged* (o *leverage*) *buy-out* (LBO) -- instrumento de ingeniería financiera que implica la compra de una sociedad con una mínima aportación económica externa y un fuerte endeudamiento interno luego de la adquisición, debiendo contar la entidad previamente con un alto nivel de recursos propios para que la deuda que se añade no desestabilice su estructura financiera y para que los financiadores tengan garantizados, con el patrimonio social, los recursos usados en la operación (Auriolés, 1995: 237 ss.)-- o de *turnaround*, a cuyo través se consigue inyectar liquidez a una compañía que precisa variar su rumbo u orientación e, incluso, modificar el equipo directivo para superar los conflictos que atraviesa. En otras palabras, es la reestructuración o reorientación de la empresa participada (García, 2003: 365).

Debido a ello, lo que comenzó como una actividad inversora para financiar a las pymes ha ido perdiendo su primigenio rumbo. Sin prisa, pero sin pausa, las ECR han ido desviando su atención de la financiación de las etapas iniciales para fijarla en las etapas de expansión y apalancamiento (Álvarez, 2013a: 2; 2013b: 3 y 23; Cuervo-Arango, 2010: 5), siendo ello debido al alto riesgo que entraña la inversión en los momentos anteriores e inmediatamente posteriores a la creación de una empresa, que no se ve compensado con unas mayores plusvalías en el instante de la desinversión.

Sobre la actividad reciente en España de las ECR puede consultarse el informe *El Private Equity en España 2014*, que aparece publicado en la página www.webcapitalriesgo.com, o el *Informe de actividad Capital Riesgo en España 2014, Informe ASCRI 2014 “Venture Capital & Private Equity en España”*, elaborado por Barthel y Alférez, a partir de datos estadísticos obtenidos y elaborados por Martí y Salas.

No obstante, dicho rumbo inicial podría retomarse de nuevo si la reciente Ley 22/2014, de 12 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, consiguiese alcanzar los objetivos pretendidos con su promulgación.

Esta Ley 22/2014, de 12 de noviembre, se ha dictado como consecuencia de:

--- Por una parte, la aprobación de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 (la conocida como Directiva de gestión alternativa o, por sus siglas en inglés, “AIFMD”), relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa y por la que se modifican las

Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010.

--- Y, por otra, de la promulgación de los muy importantes, a nuestros fines, Reglamento (UE) nº 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos, y Reglamento (UE) nº 346/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, también de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, que han servido para orientar la regulación de una nueva figura, representada por las entidades de capital-riesgo-pyme, que se recoge y contempla en nuestro Derecho interno en esta Ley 22/2014.

En dicha Ley, y con fundamento en dichas normas comunitarias, se parte de la premisa de que es necesario promover una mayor financiación empresarial y para un número más amplio de empresas, que, además, deben beneficiarse de esta situación desde las primeras etapas de su creación.

Muy claro es a este respecto el preámbulo de esta Ley 22/2014, al recogerse en él --luego de definir el capital-riesgo como aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores--, lo que se explicita en los párrafos siguientes:

“A pesar del notable desarrollo del capital-riesgo en los últimos años, es preciso revisar su régimen para, por un lado, fomentar una mayor captación de fondos y la consiguiente financiación de un mayor número de empresas; y por otro, intentar reorientarlo hacia la financiación de las *empresas de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión*, ya que son éstas las que ven, en mayor medida, limitada la obtención de financiación”.

“(…) se revisa el régimen del capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos que permita la *financiación de un mayor número de empresas, especialmente las de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión*. No cabe duda de que la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, que ahora se deroga, ha contribuido al crecimiento del sector del capital-riesgo. Sin embargo, este crecimiento ha sido desigual. Si atendemos al grado de desarrollo de las empresas que han obtenido financiación a través del capital-riesgo, existe una clara preponderancia de las compañías ya consolidadas y maduras que se han beneficiado del *private equity* y de las operaciones apalancadas, en detrimento del *venture capital* dirigido a las empresas en etapas más tempranas de su desarrollo -capital semilla y arranque”.

“El capital-riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para *todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea* donde el capital semilla es crucial, las *primeras fases de arranque de la actividad productiva*, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, *hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada* donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma”.

En suma, y de acuerdo con lo que se manifiesta en este preámbulo legal:

“El capital-riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando venture capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como private equity, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas”.

Acorde con esta orientación legal, que se recalca de forma expresa y concluyente en el preámbulo de esta Ley 22/2014, parece evidente que ya no se puede seguir sustentando la idea de que la inversión a través de *business angels* representa un paso previo a la efectuada a través de ECR, ya que estas últimas empresas también pueden, y deben, llevar a cabo inversiones en aquellas fases que tradicionalmente estaban reservadas a aquellos.

Al menos esto es lo que el legislador ha pretendido, otra cosa es que en la práctica esto se consiga, si bien alienta que así pueda llegar a suceder el hecho de que en los últimos años se ha desarrollado en España una pequeña red de operadores privados (*Okuri Ventures, Cabiedes&Partner, Kibo Ventures, Inveready, Vitamina k, Nauta Capital, Bullnet Capital*) que tienen una filosofía inversora orientada a las fases semilla y arranque de las empresas (Duato, 2013: 4).

4.1. La figura de las entidades de capital-riesgo-pyme

Crucial a los fines de referida aproximación entre los *business angels* y las ECR es la creación a través de esta Ley 22/2014 de la ya antes mencionada figura de las entidades de capital-riesgo-pyme (ECR-Pyme), que viene determinada por su política de inversión, y que disfruta de un régimen financiero más flexible que el de las entidades de capital-riesgo tradicionales, puesto podrán hacer un mayor uso de instrumentos financieros de deuda, pudiendo adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo pyme (SCR-Pyme) o de fondos de capital-riesgo pyme (FCR-Pyme).

Las ECR-Pyme tienen que desarrollar una política de inversiones, que deberán adecuar a los criterios establecidos en sus estatutos o reglamentos de gestión, y deben, en todo caso, de conformidad con lo que se establece por el art. 21 de dicha Ley 22/2014, mantener al menos el 75% de su activo computable en los siguientes instrumentos financieros (esto conforma el *coeficiente obligatorio de inversión* que estas entidades deben de cumplir al finalizar cada ejercicio social):

a) Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital.

b) Préstamos participativos.

c) Instrumentos financieros híbridos siempre que la rentabilidad de dichos instrumentos esté ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa y que la recuperación del principal en caso de concurso no esté plenamente asegurada.

d) Instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos de las letras anteriores.

e) Y acciones o participaciones en otras ECR-Pyme.

El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio de inversión, esto es, el *coeficiente de libre disposición*, podrá mantenerse en:

a) Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados.

b) Participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad, incluidas participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva, en ECR que no sean ECR-Pyme y en entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC).

c) Efectivo.

d) Financiación de cualquier tipo a empresas que formen parte de su objeto social principal, no obstante lo cual también pueden extender su objeto principal a:

- La inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF.

- La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la UE o del resto de países miembros de la OCDE, siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los 12 meses siguientes a la toma de la participación.

- Y la inversión en otras ECR.

e) Y en el caso de SCR-Pyme autogestionada, hasta el 20% de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.

Las empresas objeto de la actividad de las ECR-Pyme deberán cumplir los siguientes *requisitos*, en el momento de realizarse en ellas la inversión: a) no estar admitidas a cotización en un mercado secundario regulado o sistema multilateral de negociación; b) tener menos de 250 empleados; c) su activo anual no puede superar los 43 millones de euros, o su volumen de negocios anual la cifra de 50 millones de euros, requisitos éstos de las letras b) y c) que responden a la definición europea de pymes recogida en la Recomendación

2003/361/ CE, de la Comisión, de 6 de mayo de 2003; d) no tratarse de una institución de inversión colectiva, o de empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria; y e) estar establecidas en Estados miembros de la UE o en terceros países, siempre que dicho tercer país no figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales y haya firmado con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información o un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria.

Se contemplan, asimismo, en citada Ley 22/2014 una serie de limitaciones en relación con las inversiones que pueden realizar las ECR-Pyme, al disponerse que éstas no pueden invertir más del 40% de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, ni más del 40% en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el art. 42 del Código de Comercio; y al señalarse también que las ECR-Pyme solo podrán invertir en titulizaciones cuyo originador retenga al menos el 5% y estarán sometidas a los límites a las posiciones de titulización previstos en el Reglamento Delegado (UE) n° 231/2013, de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

5. Tratamiento fiscal de los *business angels*.

Como han señalado diversos autores el establecimiento de adecuadas medidas fiscales para las inversiones realizadas por los *business angels* ayudaría a su proliferación, ya que se ha comprobado que en aquellos países en los que las mismas se aplican ha conseguido visualizar y contabilizar su aportación, a la vez que se han incrementado los fondos dedicados a estas actividades (Colomer et al, 2009: 151; Verona et al, 2013: 145).

Así lo entendieron los legisladores autonómicos, que fueron los pioneros en establecer un tratamiento fiscal beneficioso para estas inversiones, y, posteriormente, el Estado hizo lo propio al introducir, a través del art. 27 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, una serie de incentivos fiscales en el ámbito del IRPF a favor de estos *business angels*, señalándose en el preámbulo de dicha Ley que:

“Con el objeto de favorecer la captación por empresas, de nueva o reciente creación, de fondos propios procedentes de contribuyentes que, además del capital financiero, aporten sus conocimientos empresariales o profesionales adecuados para el desarrollo de la sociedad en la que invierten, inversor de proximidad o *business angel*, o de aquellos que solo estén interesados en aportar capital, capital semilla, se establece un *nuevo incentivo fiscal en el IRPF*”.

Ambas, las autonómicas y la estatal, son medidas incardinables en el ámbito de las finalidades extrafiscales de los tributos, contempladas en el art. 2.1 de la Ley General Tributaria –en el que se afirma que si bien la finalidad primordial de éstos es la de obtener los ingresos necesarios para el sostenimiento de los gastos públicos, los mismos pueden servir asimismo como instrumentos de la política económica general y para atender a la realización de los principios y fines contenidos en la Constitución--, finalidades éstas que han sido plenamente admitidas y refrendadas por el Tribunal Constitucional (véanse, entre otras, sus Sentencias 27/1981, de 20 de julio; 49/1984, de 5 de abril, y 19/1987, de 17 de febrero; 37/1987, de 26 de marzo; 186/1993, de 7 de junio, y 289/2000, de 30 de noviembre), tanto en la esfera estatal como en la de los ordenamientos jurídico-tributarios de las Comunidades Autónomas (CCAA).

5.1. Derecho autonómico. Las deducciones por adquisición de acciones o participaciones en la constitución de sociedades o ampliación de capital

Como ya se ha indicado, fueron los legisladores autonómicos los primeros en introducir medidas fiscales de incentivo y estímulo a la actividad desarrollada por los *business angels*, basándose para ello en la autorización que se contiene en el art. 46.1.c) de la Ley 22/2009, de 18 de diciembre, que regula

el sistema de financiación de las CCAA de régimen común y Ciudades con Estatuto de Autonomía y se modifica determinadas normas tributarias, consistente en que las CCAA pueden regular deducciones en la cuota del IRPF “por inversiones no empresariales”.

Esta precisión legal ha originado la polémica de si las deducciones que vamos a analizar infringen, o no, esta limitación, habiendo quien ha afirmado que estas deducciones fomentan “inversiones empresariales”, por lo que las CCAA han ido más allá de lo que les permiten la Ley 22/2009 y las leyes de cesión del Estado a cada una de ellas, incurriendo con ello en un vicio de inconstitucionalidad, pues invaden competencias del Estado que no les han sido cedidas (Piña, 2011: 252 y 253, 281 y 282), tesis no compartida, sin embargo, por otros autores, a cuya opinión me adhiero, que consideran que estas deducciones no están aparejadas a inversiones empresariales, sobre todo cuando se realizan por particulares y no pro empresarios en el desarrollo de su actividad, debiendo tenerse también presente que en algunas de ellas se prohíbe a los contribuyentes inversores llevar a cabo funciones ejecutivas ni de dirección en la entidad objeto de la inversión (Ribes, 2014: 84).

Las CCAA que hasta el presente han introducido estas deducciones tendentes a favorecer la actividad de los *business angels* son, expuestas de forma alfabética, las siguientes:

Andalucía: Art. 15 bis del Decreto Legislativo 1/2009, de 1 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de las disposiciones dictadas por la Comunidad Autónoma de Andalucía en materia de tributos cedidos, reformado por el art. único.2 de la Ley 8/2010, de 14 de julio, y por el art. 2.1 de la Ley 3/2012, de 21 de septiembre).

Aragón: Art. 110.9 del Decreto Legislativo 1/2005, de 26 de septiembre, que aprueba el texto refundido de las disposiciones dictadas por la Comunidad Autónoma de Aragón en materia de tributos cedidos, y cuyo texto actualizado se encuentra en la Ley 2/2014, de 23 de enero, de Medidas Fiscales y Administrativas de la Comunidad Autónoma de Aragón.

Cantabria: Art. 3.6 del Decreto Legislativo 62/2008, de 19 de junio, modificado y reenumerado por el art. 10.4 de la Ley 10/2013, de 27 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Medidas Fiscales en materia de tributos cedidos por el Estado.

Castilla y León: Art. 8 del Decreto Legislativo 1/2013, de 12 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de las disposiciones legales de la Comunidad de Castilla y León en materia de tributos propios y cedidos, modificado por el art. 1.2 de la Ley 11/2013, de 23 de diciembre.

Cataluña: Art. 20 de la Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de medidas fiscales, financieras y administrativas, modificado por el art. 52 de la Ley 7/2011, de 27 de julio, y por el art. 121 de la Ley 2/2014, de 27 de enero.

Extremadura: Art. 2 de la Ley 6/2013, de 13 de diciembre, de Medidas tributarias de impulso a la actividad económica en Extremadura.

Galicia: Art. 5.Diez del Decreto Legislativo 1/2011, de 28 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de las disposiciones legales de la Comunidad Autónoma de Galicia en materia de tributos cedidos por el Estado, modificado, con efectos desde 1 de enero de 2013, por la disp. final 1.1 de la Ley 9/2013, de 19 de diciembre.

Islas Baleares: Art. 7 del Decreto Legislativo 1/2014, de 6 de junio, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones Legales de la Comunidad Autónoma de las Illes Balears en Materia de Tributos Cedidos por el Estado.

Madrid: Art. 15 del Decreto Legislativo 1/2010, de 21 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones Legales de la Comunidad de Madrid en materia de tributos cedidos por el Estado.

Región de Murcia: Art. 1.Seis, apartado fue añadido por la disp. final 1ª de la Ley 5/2013, de 8 de julio, del Decreto Legislativo 1/2010, de 5 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones Legales vigentes en la Región de Murcia en materia de Tributos Cedidos.

El art. 12 de la Ley 8/2013, de 21 de noviembre, de Medidas Tributarias de Castilla-La Mancha, también contemplaba una deducción en la cuota íntegra autonómica de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de participaciones sociales de sociedades cooperativas agrarias de Castilla-La Mancha, cuya actividad principal fuese agroalimentaria, como consecuencia de acuerdos de constitución, de fusión de sociedades cooperativas o de ampliación de capital en las mismas, siempre que participasen en la actividad cooperativizada con la entrega de sus productos. Sin embargo, esta deducción ya no está vigente, toda vez que citado art. 12 de la Ley 8/2013 señalaba que la misma sólo estaría en vigor hasta el 31 de diciembre de 2014.

Sintetizando esta normativa autonómica, hay que señalar que la misma recoge con carácter general una deducción en la cuota íntegra autonómica del IRPF del 20% (salvo Cantabria que es del 15%, y Cataluña que es del 30%) del importe invertido durante cada ejercicio en la adquisición de acciones o participaciones sociales como consecuencia de acuerdos de constitución de sociedades o de ampliación de capital en determinadas sociedades mercantiles, estando también previsto en algunos casos que esta deducción se aplique asimismo a las Cooperativas, como sucede en Andalucía, Extremadura, Galicia y Murcia.

En las dos siguientes tablas se recogen, respectivamente, los porcentajes de deducción aplicable, como los requisitos que deben reunir las empresas que sean objeto de la inversión.

Tabla V: “Comparativa de las deducciones autonómicas por adquisición de acciones y participaciones: porcentaje de deducción y requisitos”.

Tabla 5 B.A

Deducción	Porcentaje deducción	Límite máximo importe anual deducción	Porcentaje máximo de participación	Período mínimo mantenimiento de la inversión
Andalucía	0,2	4.000 euros	0,4	3 años
Aragón	0,2	4.000 euros	0,4	3 años
Cantabria	0,15	1.000 euros	0,4	3 años
Castilla y León	0,2	10.000 euros	0,4	3 años
Cataluña	0,3	6.000 euros	0,35	3 años
Extremadura	0,2	4.000 euros	0,4	3 años
Galicia	0,2	20.000 euros	0,4	3 años
Islas Baleares	0,2	600 euros	0,4	4 años
Madrid	0,2	4.000 euros	0,4	3 años
Murcia	0,2	4.000 euros	0,4	3 años

Fuente: Elaboración propia.

Tabla VI: “Comparativa de las deducciones autonómicas por adquisición de acciones y participaciones: requisitos de la empresa objeto de inversión”.

Tabla 6 B.A

	Forma jurídica	Trabajadores	Cifra de negocios	Prohibición funciones directivas
Andalucía	SAL, SLL, Coop	Mínimo 1; periodo 2 años	NO	NO
Aragón	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1; periodo 5 años	NO	SI
Cantabria	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1; periodo 2 años	NO	SI
Castilla y León	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1; periodo 3 años	NO	NO
Cataluña	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1; periodo 3 años	≤ 1M €	SI
Extremadura	SA, SL, SAL, SLL, Coop	Mínimo 1; periodo 2 años	NO	SI
Galicia	SA, SL, SAL, SLL, Coop	Mínimo 1; periodo 1 año	NO	SI
Islas Baleares	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1; periodo 2 años	≤ 2 M €	SI
Madrid	SA, SL, SAL, SLL	Mínimo 1	NO	NO
Murcia	SA, SL, SAL, SLL, Coop	Mínimo 1; periodo 3 años	NO	SI

Fuente: Elaboración propia.

5.2. Los incentivos fiscales introducidos en el IRPF por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Como ya se ha señalado, el art. 27 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización –siguiendo el camino ya emprendido por distintas CCAA- introdujo una serie de incentivos fiscales en el ámbito del IRPF a favor de los *business angels*, viniendo representada la técnica seguida para favorecer las inversiones por ellos efectuadas por el establecimiento del derecho a una deducción en la cuota estatal del IRPF con ocasión de la inversión realizada en la empresa de nueva o reciente creación, técnica que se complementa declarando exenta, en la posterior desinversión, que tendrá que producirse en un plazo entre tres y doce años, la ganancia patrimonial que, en su caso, se obtenga, siempre y cuando se reinvierta en otra entidad de nueva o reciente creación.

5.2.1. La deducción sobre la cuota estatal del IRPF

Dicho art. 27 de la Ley 14/2013 introdujo a estos efectos una modificación en el art. 68.1 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF, que lleva por título “*Deducción por inversión en empresas de nueva o reciente creación*”, cuyo núm. 1º ha sido, a su vez, objeto de reciente reforma por el art. 1.44 de la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifica citada Ley 35/2006, así como el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (IRNR), aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias.

En aplicación de esta deducción los contribuyentes del IRPF pueden deducirse el 20% de las cantidades satisfechas en el período de que se trate por la suscripción de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación, previo cumplimiento de los requisitos que posteriormente se enumeran, pudiendo el socio inversor aportar tanto capital, de forma temporal, como sus conocimientos empresariales o profesionales que sean adecuados e idóneos para el desarrollo de la entidad en la que invierten en los términos que establezca el acuerdo de inversión entre el contribuyente y la entidad, esto es, el *business angel*.

La base máxima de deducción será de 50.000 euros anuales, y está formada por el valor de adquisición de las acciones o participaciones suscritas, no pudiendo formar parte de la base de esta deducción las cantidades satisfechas por la suscripción de acciones o participaciones cuando respecto de tales cantidades el contribuyente practique alguna de las deducciones, antes reseñadas, establecidas por las CCAA en el ejercicio de las competencias previstas en la Ley 22/2009, de 18 de diciembre, buscándose con ello, al ser ésta una deducción de carácter estatal, que la inversión en unas mismas acciones o participaciones de derecho a practicar una sola deducción, pero no

las dos: la estatal y la autonómica, de forma simultánea (Ribes, 2014: 93; Romero y Álamo, 2014: 101).

La entidad cuyas acciones o participaciones se adquieran debe cumplir los siguientes requisitos:

a) Revestir la forma de Sociedad Anónima, Sociedad de Responsabilidad Limitada, Sociedad Anónima Laboral o Sociedad de Responsabilidad Limitada Laboral, en los términos previstos en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y en la Ley 4/1997, de 24 de marzo, de Sociedades Laborales, y no cotizar en Bolsa durante todos los años de tenencia de la acción o participación, excluyéndose de este modo la aplicación de este incentivo fiscal a aquellas entidades que, por cotizar en mercados organizados, tienen mayores posibilidades de acceso a financiación incrementando sus recursos propios (Alonso, 2013: 103; Badás y Marco, 2014: 845; Romero y Álamo, 2014: 102;), siendo también reseñable que el legislador estatal, a diferencia de algunos legisladores autonómicos, no ha tomado en consideración otras formas de asociación empresarial de gran implantación, como son las cooperativas (García-Torres, 2014: 314).

b) Ejercer una actividad económica que cuente con los medios personales y materiales para el desarrollo de la misma –requisito que es más flexible que el exigido por alguna de las deducciones autonómicas, antes vistas, de contar con al menos una persona con contrato laboral y jornada completa (García-Torres, 2013: 14)--, no pudiendo tener por actividad, en ninguno de los períodos impositivos de la entidad concluidos con anterioridad a la transmisión de la participación, la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario a que se refiere el art. 4.8.Dos.a) de la Ley 19/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre el Patrimonio, precepto que dispone que se entenderá que una entidad gestiona un patrimonio mobiliario o inmobiliario y que, por lo tanto, no realiza una actividad económica cuando concurren, durante más de 90 días del ejercicio social, cualquiera de las dos condiciones siguientes: que más de la mitad de su activo esté constituido por valores, o que más de la mitad de su activo no esté afecto a actividades económicas.

c) Y el importe de la cifra de los fondos propios de la entidad no puede superar los 400.000 euros en el inicio del período impositivo de la misma en que el contribuyente adquiera las acciones o participaciones, disponiéndose que en el supuesto de que la entidad forme parte de un grupo de sociedades en el sentido del art. 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia y de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas, el importe de los fondos propios se referirá al conjunto de entidades pertenecientes a tal grupo.

Estos requisitos tienen que acreditarse mediante certificación expedida por la entidad cuyas acciones o participaciones hayan sido adquiridas en el período impositivo en el que se produjo la adquisición de las mismas.

A este respecto, el art. 105.2.e) de la Ley del IRPF señala que reglamentariamente podrán establecerse obligaciones de suministro de información para las entidades a las que se refiere el art. 68.1 de dicha Ley

cuyos socios o accionistas hubieran solicitado la certificación prevista en el mismo.

Esta obligación se desarrolla en el Real Decreto 960/2013, de 5 de diciembre, por el que se modifica el Reglamento del IS, el Reglamento del IRPF, el Reglamento del IRNR, el Reglamento General de las actuaciones y los procedimientos de gestión e inspección tributaria y de desarrollo de las normas comunes de los procedimientos de aplicación de los tributos, y el Reglamento General de Recaudación.

Este Real Decreto añadió un apartado 1 al art. 69 del Reglamento del IRPF, en el que se indica que las entidades a que se refiere el art. 68.1 de la Ley del IRPF deben presentar una declaración informativa sobre las certificaciones expedidas en la que, además de sus datos de identificación, fecha de constitución e importe de los fondos propios, tienen que hacer constar nombre y apellidos de los adquirentes de las acciones y participaciones, su NIF, el importe y la fecha de la adquisición, y el porcentaje de participación.

El cumplimiento de esta obligación formal se ha articulado a través de la Orden HAP/2455/2013, de 27 de diciembre, por la que se aprueba el modelo 165, «Declaración informativa de certificaciones individuales emitidas a los socios o partícipes de entidades de nueva o reciente creación"» y se determinan el lugar, forma, plazo y el procedimiento para su presentación.

A efectos de aplicar esta deducción deben cumplirse, además, estas condiciones:

a) Las acciones o participaciones en la entidad deben adquirirse por el contribuyente, bien en el momento de la constitución de aquélla o mediante ampliación de capital efectuada en los 3 años siguientes a dicha constitución y tienen que permanecer en su patrimonio por un plazo superior a 3 años e inferior a 12 años, pretendiéndose impedir, con el establecimiento de este requisito, que este incentivo sea aplicable a operaciones que sean puramente especulativas, a la par que establecer un período máximo de tenencia de dichas acciones o participaciones (Alonso, 2013: 104; Gil, 2012: 23).

b) La participación directa o indirecta del contribuyente, junto con la que posean en la misma entidad su cónyuge o cualquier persona unida al contribuyente por parentesco, en línea recta o colateral, por consanguinidad o afinidad, hasta el segundo grado incluido, no puede ser, durante ningún día de los años naturales de tenencia de la participación, superior al 40% del capital social de la entidad o de sus derechos de voto.

c) Que no se trate de acciones o participaciones en una entidad a través de la cual se ejerza la misma actividad que se venía ejerciendo con carácter previo mediante otra titularidad.

Se dispone, por último, en el art. 68 de la Ley del IRPF que cuando el contribuyente transmita acciones o participaciones y opte por la aplicación de la exención prevista en el art. 38.2 de dicha Ley, sólo formará parte de la base de la deducción correspondiente a las nuevas acciones o participaciones suscritas la parte de la reinversión que exceda del importe total obtenido en la

transmisión de aquellas, no pudiéndose, en ningún caso, practicarse deducción por las nuevas acciones o participaciones mientras las cantidades invertidas no superen mencionada cuantía. Esto responde a motivos técnicos, de engarce entre ambos beneficios fiscales, impidiendo que una misma inversión obtenga la ventaja fiscal por duplicado (Ribes, 2014: 95).

5.2.2. La exención por reinversión de ganancias patrimoniales

El art. 38 de la Ley IRPF, titulado “ganancias excluidas de gravamen en supuestos de reinversión”, establece en su apartado 2 que podrán excluirse de gravamen las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto con ocasión de la transmisión de acciones o participaciones por las que se hubiera practicado la deducción prevista en el art. 68.1 de dicha Ley, que se acaba de comentar, siempre que el importe total obtenido por la transmisión de las mismas se reinvierta en la adquisición de acciones o participaciones de mencionadas entidades, excluyéndose de tributación, cuando el importe reinvertido sea inferior al total percibido en la transmisión, sólo la parte proporcional de la ganancia patrimonial obtenida correspondiente a la cantidad reinvertida. Véase el art. 41.2 del Reglamento del IRPF, modificado, con efectos a partir del 1 de enero de 2013 por el art. 2.1.2 del Real Decreto 960/2013, de 5 de diciembre.

Esta exención es inaplicable en los casos siguientes:

--- En primer lugar, cuando el contribuyente hubiera adquirido valores homogéneos, cuyo concepto se precisa en el art. 8 del Reglamento del IRPF, en el año anterior o posterior a la transmisión de las acciones o participaciones, supuesto en el que la exención no procede respecto de los valores que como consecuencia de tal adquisición permanezcan en el patrimonio del contribuyente. Con ello se pretende evitar la aplicación de esta exención cuando se produzca una venta, que origina una ganancia patrimonial, seguida de una recompra de valores homogéneos en un corto período de tiempo, por presumir que la transmisión de las acciones o participaciones no supone realmente una desinversión en la entidad, sino que solo persigue disfrutar del beneficio fiscal (Badás y Marco, 2014: 705).

--- Y, en segundo término, cuando las acciones o participaciones se transmitan a su cónyuge, a cualquier persona unida al contribuyente por parentesco, en línea recta o colateral, por consanguinidad o afinidad, hasta el segundo grado incluido, a una entidad respecto de la que se produzca, con el contribuyente o con cualquiera de las personas anteriormente citadas, alguna de las circunstancias establecidas en el art. 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia y de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas, distinta de la propia entidad cuyas participaciones se transmiten.

5.3. Fiscalidad de las entidades de capital riesgo

Habida cuenta de la ya referida aproximación legal entre la figura de los *business angels* y la de las ECR, en particular como consecuencia de la creación de las ECR-Pyme, se hace necesario examinar cuál es el tratamiento fiscal establecido en nuestro Derecho para dichas ECR, para lo cual paso a analizar la forma de tributar en el IS de estas entidades; el gravamen establecido para los socios de las mismas, y finalizaré exponiendo de forma breve y sintética otras particularidades tributarias de estas entidades existentes en el ámbito del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) y en la esfera del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD).

5.3.1. Tributación en el Impuesto sobre Sociedades de las ECR

El art. 50.1 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS), recoge, en primer lugar, el *supuesto general* de tributación, al señalarse en él que las ECR reguladas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, tienen el incentivo fiscal de quedar exoneradas, de forma parcial, de las rentas derivadas de la transmisión de los valores en los cuales participan estas entidades.

Dicho beneficio fiscal está constituido por la exención en el 99% de las rentas positivas que obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas o entidades de capital-riesgo a que se refiere el art. 2 de citada Ley 22/2014, en relación con aquellas rentas que no cumplan los requisitos establecidos en el art. 21 de la LIS, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive.

Dicho art. 21 de la LIS, contempla la exención para evitar la doble imposición sobre dividendos y rentas derivadas de la transmisión de valores representativos de los fondos propios de entidades residentes y no residentes en territorio español, y los requisitos que en él se contienen para la exención de los dividendos o participaciones en beneficios de entidades son, expuestos de forma muy sintética, los siguientes:

a) Que el porcentaje de participación, directa o indirecta, en el capital o en los fondos propios de la entidad sea, al menos, del 5% o bien que el valor de adquisición de la participación sea superior a 20 millones de euros.

b) Adicionalmente, en el caso de participaciones en el capital o en los fondos propios de entidades no residentes en territorio español, que la entidad participada haya estado sujeta y no exenta por un impuesto extranjero de naturaleza idéntica o análoga al IS a un tipo nominal de, al menos, el 10% en el ejercicio en que se hayan obtenido los beneficios que se reparten o en los que

se participa, con independencia de la aplicación de algún tipo de exención, bonificación, reducción o deducción sobre aquellos.

No obstante, de forma excepcional, y conforme a condiciones a determinar reglamentariamente, podrá admitirse una ampliación de este plazo hasta el vigésimo año, inclusive.

Esto supone, en definitiva, que salvo este último supuesto, no existe ningún beneficio tributario (exención) para las transmisiones de valores representativos de la participación en entidades por parte de las ECR en el primer año de tenencia de la participación y en los años decimosexto y posteriores.

Esta es, como ya se ha indicado, la *regla general*. Sin embargo, en dicho art. 50 de la LIS se contemplan también los siguientes *casos especiales*, en los que se establecen unas determinadas condiciones:

Así se dispone, en *primer lugar*, que tratándose de rentas que se obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas a que se refiere el segundo párrafo de citado art. 2.1 de la Ley 22/2014 que no cumplan los requisitos establecidos en el también reseñado ya art. 21 de la LIS, la aplicación de esta exención quedará condicionada a que, al menos, los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos al desarrollo de una actividad económica distinta de la financiera.

Esta actividad económica en los términos previstos en el IRPF, lo cual nos remite al art. 27 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, reformado por el art. 1.16 de la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, distinta de la puramente inmobiliaria, tiene que mantenerse de forma ininterrumpida durante todo el tiempo de tenencia del valor.

Y, en *segundo término*, otra regla especial aplicable a este beneficio fiscal que se viene analizando es la de que en el caso de que la entidad participada acceda a la cotización en un mercado de valores regulado, la aplicación de esta exención está condicionada a que la ECR proceda a transmitir su participación en el capital de la empresa participada en un plazo no superior a tres años, contados desde la fecha en que se hubiese producido la admisión a cotización de esta última.

Si transcurre dicho plazo, y no se cumple esta condición, entonces, la renta derivada de la transmisión se integra plenamente en la base imponible de la ECR sin reducción alguna.

De acuerdo con el art. 50.6 de la LIS, esta exención que se viene analizando, no es aplicable en caso de no cumplirse los requisitos establecidos en el art. 21 de susodicha Ley, cuando:

a) El adquirente resida en un país o territorio calificado como paraíso fiscal.

b) La persona o entidad adquirente esté vinculada con la ECR, salvo que sea otra ECR, ya que en este supuesto esta última se subrogará en el valor y la fecha de adquisición de la entidad transmitente.

c) Los valores transmitidos hubiesen sido adquiridos a una persona o entidad vinculada con la entidad de capital-riesgo.

Por su parte, y como consecuencia de lo establecido por las Disposiciones adicionales primera y tercera de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, en el art. 50.2 de la LIS se señala que las ECR reguladas en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, podrán aplicar la exención contemplada en el ya mencionado art. 21.1 de la LIS, a los dividendos y participaciones en beneficios procedentes de las sociedades o entidades que promuevan o fomenten, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones.

5.3.2. Tributación de los socios de las ECR

a) Deducción por dividendos

De acuerdo con el art. 50.3 de la LIS, los dividendos o participaciones en beneficios percibidos por los socios de las ECR dan derecho a la exención prevista en el art. 21.1 de mencionada Ley cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente del IS o del IRNR con establecimiento permanente en España, no entendiéndose obtenidos en territorio español cuando su perceptor sea una persona física o entidad contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente en España.

b) Tratamiento de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones en estas entidades

Según el art. 50.4 de la LIS las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o los fondos propios de las ECR dan derecho a la exención prevista en el art. 21.3 de dicha Ley, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente del IS o del IRNR con establecimiento permanente en España, no entendiéndose tampoco obtenidas en territorio español cuando su perceptor sea una persona física o entidad contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente en España.

5.3.3. Otras especialidades tributarias de estas entidades

Al margen del IS, estas entidades disponen de otras peculiaridades tributarias en otros impuestos, siempre beneficiosas para las mismas, como son:

- En el IVA, están exenta, al igual que, en general, sucede con todas las operaciones de naturaleza financiera en este Impuesto, las operaciones de gestión y depósito de estas entidades gestionadas por las sociedades gestoras autorizadas y registradas en los Registros especiales administrativos, conforme a lo que establece el art. 20. Uno. 18. n) de la Ley 37/1992, de 27 de diciembre, del IVA, parcialmente reformado por la Ley 28/2014, de 27 de noviembre.

- En el ITP y AJD, y según el art. 45.I.C.11^a, de su Texto Refundido, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, está exenta la constitución y el aumento de capital de las ECR.

6. Conclusiones

Es indudable que las pymes constituyen el más importante motor de la economía europea, por el gran volumen existente de ellas en la UE, que cuenta con más de veintitrés millones de estas empresas, que representan el 99% del total de las existentes en este ámbito, dando trabajo a más de 100 millones de personas y produciendo el 60% del PIB europeo.

Por esta razón, es evidente que las mismas necesitan, y merecen, que se les dedique una especial e intensa atención por parte de las instituciones comunitarias, para que así las mismas puedan desarrollar todo su potencial, que es esencial para promover el espíritu emprendedor, la competencia y la innovación.

Y así lo han entendido dichas instituciones desde hace ya tiempo, contemplándose este reconocimiento expreso al importante papel que desempeñan estas empresas en el reciente documento, conocido como nueva Estrategia Europa 2020 (EU-2020) para el empleo y el crecimiento inteligente, sostenible e integrador, basada en una mayor coordinación de las políticas económicas, que ha reconocido una vez más el importante papel que desempeñan las pymes para conseguir dichos objetivos y la necesidad de impulsar medidas de apoyo a estas empresas, incluidas su financiación y su régimen fiscal.

Y para ello en dicho documento se considera fundamental introducir medidas de apoyo a la creación, crecimiento e internacionalización de las pymes, en especial para las de nueva creación y/o innovadoras, estimándose prioritario este objetivo en el actual contexto de crisis económica y financiera, para de esta forma intentar terminar cuanto antes, y de la manera más rápida posible, con esta situación, que lastra sobremanera el crecimiento económico y es muy perjudicial para el empleo.

Se entiende, en suma, que la innovación es básica y fundamental para alcanzar un eficaz desarrollo, y por esta razón se estima que es imprescindible promover la financiación de pymes innovadoras, que siguen enfrentándose, en el todavía vigente contexto de crisis económica, con grandes obstáculos para acceder a la financiación, que es absolutamente necesaria para arrancar, crecer y competir en unos mercados cada vez más globales.

Por todo ello, en una coyuntura económica tan adversa como la que hemos atravesado, en la que han existido --y aún existen aunque cada vez, afortunadamente, en menor grado-- muchas dificultades por parte de las entidades bancarias y crediticias a la hora de conceder financiación a las pymes, es absolutamente necesario disponer de otras fórmulas que permitan contar con el imprescindible apoyo de capital para los proyectos de los emprendedores.

Y aquí es donde aparece la figura de los *business angels*, surgida en los países de tradición anglosajona, y cada vez más extendida y utilizada también en Europa y en España, como instrumentos imprescindibles y necesarios para así conseguir la imprescindible financiación necesaria para la puesta en marcha de los negocios, al ser los mismos eficaces herramientas para impulsar el desarrollo de

proyectos empresariales en sus primeras etapas de vida, esto es, en fase de creación y desarrollo (*seed capital, start-up capital*), aportando capital y valor añadido a su gestión.

La figura del *business angel* aparece en los momentos de mayor riesgo e incertidumbre, convirtiéndose en un sujeto clave en la reducción del denominado *equity gap*, es decir, en la brecha de financiación que aparece cuando las empresas de nueva creación han agotado sus fondos de proximidad (las conocidas como 3Fs: *family, friends and fools*), y ayudando y acompañando al emprendedor hasta que consigue consolidar el proyecto empresarial, momento en el cual aquel cede el testigo a otro tipo de operadores en el mercado.

Los *business angels* se suelen agrupar en redes, que pueden definirse 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 muy importantes como canales dinamizadores del capital privado, surgiendo las mismas de la necesidad de estos inversores de encontrar un canal donde poder evaluar proyectos de inversión, y a su vez, compartir experiencias y profesionalizar esta actividad, constituyéndose estas redes, que en el ámbito europeo se concentran en Reino Unido, Francia y Alemania, como punto de encuentro entre *business angels* y emprendedores.

A estos fines, ya en 1998, y dentro del marco del *Third Multiannual Programme for SMEs (1997-2000)* se puso en marcha el Programa Piloto de la Red de *Business Angels*, siendo uno de sus frutos más destacado la constitución en 1999 de la *European Business Angels Network (EBAN)*, con sede en Bruselas, que es una asociación sin ánimo de lucro que actúa como red de redes a nivel europeo con el objetivo de liderar y representar a este sector, a la par que busca influir en las políticas públicas para que apoyen las actividades desarrolladas por las redes de *business angels*.

Es obvio, sin embargo, que iniciativas como ésta —que han propiciado la creación en España de EBAN y de AEBAN— necesitan medidas normativas que contribuyan a su desarrollo y perfeccionamiento, y, a este respecto, parece indudable que uno de los más eficaces medios para ello está representado por la mejora del tratamiento fiscal establecido para esta figura de los *business angels*.

Por ello se ha dedicado gran parte de este trabajo a examinar el tratamiento fiscal establecido en España para los *business angels*, efectuándose un completo análisis tanto de las deducciones autonómicas establecidas a favor de estos inversores, como, y sobre todo, de los incentivos fiscales que se introdujeron por medio de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, norma en la que se recoge, por una parte, un incentivo fiscal aplicable en el momento de practicarse la inversión, y, por otro, se otorga un también beneficioso tratamiento tributario para la reinversión de las plusvalías derivadas de la inversión llevada a cabo por los *business angels* en el capital.

Además, y teniendo presente que la reciente promulgación de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, ha introducido cambios sustanciales en la forma de configurar a las entidades que se dedican a intervenir en el mercado de capital riesgo –aproximando su regulación, sobre todo a través de las nuevas entidades de capital-riesgo-pyme (ECR-Pyme), a la actividad desplegada tradicionalmente por los *business angels*-- se examinan también en este trabajo el régimen fiscal aplicable a dichas entidades de capital riesgo, régimen que también ha sido objeto de reciente reforma, al haberse promulgado una nueva Ley del Impuesto sobre Sociedades, la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, que contempla un régimen fiscal específico para estas entidades.

Considero que todas estas medidas son positivas desde la óptica de alentar, a través de la mejora de su financiación, los proyectos e iniciativas empresariales en sus fases de creación y desarrollo, si bien es cierto que aún falta por concretar, ante la inexistencia de datos veraces, cual está siendo el impacto real que estas medidas fiscales están teniendo en la consecución de tan deseables objetivos, siendo por ello imprescindible efectuar un adecuado seguimiento de la eficacia de los mismos para potenciarlos o para, en su caso, ensayar nuevas vías que sean más eficientes que las actualmente existentes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abad, A. (2008): *Presentación de la obra Redes españolas de business angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado*, de Colomer, Queralt, Martori, D'Espona, Curto e Izquierdo, ESBAN, Red Española de Business Angels, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Alonso, R. (2013): “Modificaciones introducidas en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas por la Ley de Emprendedores”, *CEF, Revista de contabilidad y tributación*, núm. 369.

Álvarez, S. (2013a): “Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, *business angels*, *crowdfunding*”, *Diario La Ley*, núm. 8033, y *La Ley 1103/2013*, www.laley.net.

“ “ : (2013b): “Capital riesgo, *private equity* y LBOS: crisis financiera y necesidad de un cambio de modelo”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 13, y *La Ley 5114/2013*, www.laley.net.

Andrade, P. y Gómez, A.L. (2014): “Anverso y reverso de la Ley de emprendedores”, *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM. España 2013*, Editorial de la Universidad de Cantabria, de la Red Española de Equipos Regionales GEM y de CISE (centro Internacional Santander Emprendimiento).

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. Estudio para la propuesta de medidas fiscales de fomento*, ESBAN, Red Española de Business Angels, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Aurióles, A. (1995): “Los *leveraged-buy-out* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, VV.AA., Tirant lo Blanch, Valencia.

Ayuso, J. (2013): “Un análisis de la situación del crédito en España”, Banco de España, *Boletín económico*.

Badás, J. y Marco, J.A. (2014): *Renta y Patrimonio 2014*, Lex Nova, Thomson Reuters.

Balboa, M. y Martí, J. (2011): “Sensibilidad de la oferta de capital riesgo a cambios en el marco regulatorio”, *Revista de Economía Aplicada*, núm. 55.

Cantalapiedra, M. (2010): “Las redes de *business angels*”, *Estrategia Financiera*, núm. 269, y *La Ley 507/2010*, www.laley.net.

“ “ : (2011): “Deducciones autonómicas en el IRPF para *business angels* e inversores en el MAB”, *Estrategia Financiera*, núm. 284, y *La Ley 10719/2011*, www.laley.net.

Carbajo, D. (2010): “El régimen fiscal especial de las sociedades y fondos de capital-riesgo y de las sociedades de desarrollo industrial”, *El Derecho*, Grupo Francis Lefebvre.

Casanovas, M. (2011): “Alternativas de financiación no tradicionales para pymes”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, núm. 12.

Colomer, A., Queralt, M., Martori, E., D'Espona, A., Curto, A., e Izquierdo, M., (2008): *Estudio de la naturaleza de las redes de business angels existentes en España y principales características de los agentes del mercado*, ESBAN, Red Española de Business Angels, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Colomer, A., Queralt, M., Martori, E., D'Espona, A., Curto, A. e Izquierdo, M., (2008): *Redes españolas de business angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado*, ESBAN, Red Española de *Business Angels*, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Colomer, A., Arís, G., Clos, J., D'Espona, A. y Queralt, M. (2009): *Los business angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*, ESBAN, Red Española de Business Angels, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Cuervo-Arango, C. (2010): "El futuro del capital privado y de las operaciones apalancadas en España", *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1.

De la Fuente, C., Laguna, M^a. P. y Villacé, M^a. T. (2013): "Morosidad, solvencia y acceso al crédito de las PYMES en la crisis económica española", *Esic Market Economics and Business Journal*, Vol. 44, núm. 2.

De la Torre, A., Jiménez, F., Santiago, I., y Bellini, E. (2011): *Estudio sobre el desarrollo del capital privado "informal" y las redes de business angels en Andalucía como fuente de financiación para emprendedores y creación de nuevas empresas*, Escuela Andaluza de Economía.

Del Olmo, F. (2013): *La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea*, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá, serie Documentos de Trabajo 07/2013.

Duato, F. (2013): "Cuatro alternativas a la financiación bancaria", *Estrategia Financiera*, núm. 308, y *La Ley 3522/2013*, www.laley.net, por donde cito.

Fanjul, J.L. y Valdunciel, L. (2009): "*Business Angels: una alternativa de inversión*", *Estrategia Financiera*, núm. 263, y *La Ley 20875/2009*, www.laley.net.

Gallego, E. (2008): *Presentación de la obra Redes españolas de business angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado*, de Colomer, A., Queralt, M., Martori, E., D'Espona, A., Curto, A. e Izquierdo, M., ESBAN, Red Española de *Business Angels*, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

García, M. (2003): *La financiación de las pymes*, Thomson-Aranzadi, Pamplona.

" " : (2006): "Un billete de ida y otro de vuelta para el capital-riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras", *Revista de Derecho Bancario*, num.101, y *Thomson Reuters Aranzadi Insignis, BIB 2013\138958*.

García-Torres, M.J. (2013): "Situación actual de la fiscalidad de la financiación empresarial tras la Ley de Emprendedores (Ley 14/2013)", *Impuestos*, núm. 11, y *La Ley 8077/2013*, www.laley.net.

" " : (2014): "Fiscalidad de la financiación empresarial como instrumento de reactivación económica: claves, novedades y propuestas", en *Fiscalidad en tiempos de crisis* (Málvarez, L., y Ramírez, S.: directores), Thomson Reuters Aranzadi.

Gil, L. (2012): "Análisis crítico de la exención de las ganancias patrimoniales por transmisión de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación", *Quincena Fiscal*, núms. 1-2.

Giménez, I. (2013) “La financiación de pymes y la crisis” en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos, 2013 (Dir. Martínez-Pardo, R. y Zapata, J.), *Papeles de la Fundación*, nº 51, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

Herce, J. A. y Hernández, P. (2014): “Morosidad y financiación empresarial: el papel de la financiación no bancaria en España”, *Cuadernos de información económica*, núm. 243, Funcas.

Hoyos, J. (2014): “Financiación del proceso emprendedor en España. Retos y desafíos”, en *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM. España 2013*, Editorial de la Universidad de Cantabria, de la Red Española de Equipos Regionales GEM y de CISE (Centro Internacional Santander Emprendimiento).

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

Llorente, A. (2013): “Emprender. Crear empleo: posibilitar la financiación al que emprenda para crear empleo”, *Revista Aranzadi Unión Europea*, núm. 3, y *Thomson Reuters Aranzadi Insignis*, BIB 2013/744.

Martín, C. (2011): “Financiación de pymes y capital riesgo en la estrategia Europa 2020. Obstáculos fiscales y retos pendientes”, *Quincena Fiscal Aranzadi*, núm. 9, y *Thomson Reuters Aranzadi Insignis*, BIB 2011\545.

Mas, A. (2013): “El concepto de pyme en el ámbito tributario: la necesaria adaptación al concepto comunitario”, *Quincena Fiscal Aranzadi*, núm. 5.

Maudos, J.: (2012): “El acceso de las pyme al crédito bancario: España en el contexto de la Eurozona”, en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (Dir. Crespo, J.L. y García, A.), *Papeles de la Fundación*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid.

“ “: (2013): “Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario”, *Cuadernos de información económica*, núm. 232, Funcas.

“ “: (2014): “Tamaño empresarial y acceso a la financiación bancaria”, *Cuadernos de información económica*, núm. 240, Funcas.

Maudos, J. y De Guevara, J.F. (2014): *Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis*, Fundación BBVA, Bilbao.

Montero, M.: “Incentivos fiscales para los *business angels* en España”, *Revista de Estudios Cooperativos (REVESCO)*, núm. 12, 2013.

Piña, L. (2011): “Las deducciones autonómicas en el IRPF para incentivar la adquisición de acciones o participaciones en sociedades, los *business angels* y el mercado alternativo bursátil”, *Revista d'estudis autonòmics i federals (REAF)*, núm. 13.

Ribes, A. (2014): “Reflexiones críticas sobre el tratamiento fiscal de los inversores de proximidad o *business angels*”, *Quincena Fiscal*, núm. 14, y *Thomson Reuters Aranzadi Insignis* BIB 2014\2526.

Ríos, A. (2013): “Emprender con éxito: *La Community*”, *Estrategia Financiera*, núm. 308, y *La Ley 4653/2013*, www.laley.net.

Rojas, A. y López, J. (2013): “Alternativas de financiación para las pymes”, *Cuadernos de información económica*, núm. 232, Funcas.

Romero, L.M. y Álamo, R. (2014): “Incentivos fiscales al emprendimiento”, *Quincena Fiscal Aranzadi*, núm. 17, y *Thomson Reuters Aranzadi Insignis* BIB 2014\3376.

Rufino, E. (2011): “La realidad de los *business angels* y la necesidad de marco fiscal: Propuesta de *lege ferenda*”, *Forum Fiscal de Álava*, núm. 12.

Sánchez, 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, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España, Madrid.

Sancho, R. (2006): “*Business Angels*: Un nuevo puente hacia la financiación”, *Estrategia Financiera*, núm. 232, y *La Ley 9151/2008*, www.laley.net.

San Martín, J. (2012): “La grave situación de las pymes en España”, *El Derecho*, Grupo Francis Lefebvre, 18.06.2012.

Santaeufemia, C. (2013): “Beneficios fiscales de la Ley de Emprendedores y su Internacionalización”, *Món Jurídic*, núm. 281, 2013. Este trabajo está publicado también en *Diario La Ley*, núm. 8202.

VV.AA. (2014): *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM. España 2013*, Editorial de la Universidad de Cantabria, de la Red Española de Equipos Regionales GEM y de CISE (centro Internacional Santander Emprendimiento).

Verona, M^a.C., García, M. y Déniz, J.J. (2013): “Situación de los *business angels* y de las redes de *business angels* en España”, *Ciencia y Sociedad*, Instituto Tecnológico de Santo Domingo, República Dominicana, vol. 38, núm. 1.