Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas

Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas

GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO
SUBSECRETARÍA
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA
DIVISIÓN DE INFORMACIÓN, DOCUMENTACIÓN Y PUBLICACIONES
CENTRO DE PUBLICACIONES

GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO
SECRETARÍA GENERAL DE INDUSTRIA
DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Los Business Angels,

innovando en la cultura de financiación de las empresas

Dirección:
Albert Colomer i Espinet

Colaboradores:
Guillem Arís
Jordi Clos
Àlex d'Espona
Melanie Queralt

Un especial agradecimiento
a Claire Munck - EBAN

Edición y corrección del texto:
Núria Riera

GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO
SECRETARÍA GENERAL DE INDUSTRIA
DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Este estudio se ha realizado con la colaboración de:

© Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa
www.ipyme.org
Edición: marzo de 2009

Catálogo general de publicaciones oficiales
http://www.060.es

MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO

DIVISIÓN DE INFORMACIÓN, DOCUMENTACIÓN Y PUBLICACIONES

CENTRO DE PUBLICACIONES

Paseo de la Castellana, 160. 28071 Madrid
Tfnos.: 913 495 129 / 4968 / 4000
Fax: 913 494 485
www.mityc.es

NIPO: 701-09-023-9
D. L.:
Realización gráfica:
Impresión:
ECPMITYC: /
EUAEVF: 0,00 €

ÍNDICE

PRESENTACIÓN 7

INTRODUCCIÓN 9

PRÓLOGO 11

1. LA PYME Y SUS MECANISMOS DE FINANCIACIÓN 13
- 1.1. El papel de la PYME en el entorno económico europeo 15
- 1.2. Evaluación estadística en el entorno europeo 17
- 1.3. La PYME en España: situación actual 22
- 1.4. El espíritu emprendedor 28
- 1.5. Retos en la creación de empresas 30
- 1.6. Etapas y vías de financiación para las PYME 31
  - 1.6.1. La recta de crecimiento de las PYME 31
  - 1.6.2. Vías de financiación para las PYME 31

2. LOS BUSINESS ANGELS 41
- 2.1. El concepto *business angel* 43
- 2.2. Características de los business angels 44
- 2.3. Tipología de los business angels 45
  - 2.3.1. En función de su nivel de actividad 45
  - 2.3.2. En función de su rol dentro de la empresa 46
  - 2.3.3. En función del número de business angels 46
- 2.4. Los business angels en Europa 47
  - 2.4.1. Los países que lideran el sector 47
  - 2.4.2. Resultado de las inversiones 48
- 2.5. Los business angels en España 49
  - 2.5.1. Capacidad y niveles de inversión 54
  - 2.5.2. Implicación de los business angels 55
  - 2.5.3. Perfil profesional 56
  - 2.5.4. Sectores de inversión 57
  - 2.5.5. Motivaciones y criterios de inversión 58
  - 2.5.6. Motivos para no invertir 60

2.5.7. Marco de relación 61
2.5.8. Aportación de valor 61

3. LAS REDES DE BUSINESS ANGELS 65
3.1. Programa piloto europeo sobre las redes de business angels 67
3.2. Las redes como organización y canal 70
3.3. La difusión del concepto *red de business angels* 72
3.4. Marco legal de las redes 73
3.5. Las redes como inductoras de la competitividad 75
3.6. El efecto multiplicador de las redes 76
3.7. Establecimiento de las redes de business angels 79
3.8. Funcionamiento de las redes de business angels 81
3.9. Servicios que pueden ofrecer las redes 83
3.10. Las redes como punto de encuentro 86
3.11. Características de las redes de business angels 89
3.11.1. Según su ámbito de actuación 89
3.11.2. Según su forma jurídica 90
3.11.3. Según sus promotores 91
3.12. Códigos deontológicos de las redes 93
3.13. La financiación de las redes de business angels 96
3.14. Indicadores de las redes de business angels en Europa 99
3.14.1. Distribución de las redes por países 99
3.14.2. Las redes miembros de la EBAN 104
3.14.3. Resumen de indicadores 108
3.15. Indicadores de las redes de business angels en España 112

4. EL PROCESO DE CAPITALIZACIÓN 117
4.1. Las fases del proceso de capitalización 119
4.2. Preparación del plan de negocio 120
4.3. Valoración del proyecto 123
4.4. La primera entrevista 124

4.5. El acuerdo de confidencialidad 127
4.6. La carta de intenciones 128
4.7. La debida diligencia o *Due Diligence* 130
4.8. El contrato de inversión 133
4.8.1. El pacto de accionistas 134
4.8.2. La carta de manifestaciones y garantías 138
4.8.3. Ejecución de acuerdos 139
4.8.4. El plan de empresa 140
4.9. La inversión 140
4.10. Seguimiento de la inversión 144
4.11. La desinversión 145
4.11.1. Recompra de las participaciones por parte del equipo promotor 146
4.11.2. Transmisión de las participaciones a otros socios inversores 146
4.11.3. Incorporación del business angel como socio permanente 147
4.11.4. Incorporación de las acciones de la empresa en el mercado de valores 148
4.11.5. Liquidación de la empresa 148

5. LA FISCALIDAD DE LOS BUSINESS ANGELS 149
5.1. Marco tributario de los business angels en los Estados miembros 151
5.2. Marco fiscal de los business angels en España 156
5.2.1. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas 156
5.2.2. Impuesto sobre Sociedades 157
5.2.3. Impuesto sobre el Patrimonio 158
5.2.4. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados 159
5.2.5. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones 159
5.3. Marco fiscal de las entidades de capital riesgo 159
5.3.1. Impuesto sobre Sociedades 160
5.3.2. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados 162
5.4. Medidas fiscales para favorecer la figura de los business angels 162

5.4.1. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas 164
5.4.2. Impuesto sobre Sociedades 166
5.4.3. Impuesto sobre el Patrimonio 168
5.4.4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones 168
5.4.5. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados 169

6. EL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO 171
6.1. Características 173
6.2. El mercado: entidades oferentes 175
6.3. Determinación del tipo de interés 179
6.4. Comparativa del préstamo participativo con otras fórmulas de financiación 181

7. LA VALORACIÓN DE EMPRESAS 183
7.1. Fundamentos de la valoración 185
7.2. Hipótesis básicas de valoración 187
7.3. Métodos de valoración 188
7.3.1. Métodos patrimoniales 188
7.3.2. Métodos comparativos 194
7.3.3. Métodos mixtos 196
7.3.4. Métodos dinámicos 197

CONCEPTOS FINANCIEROS 203
CUESTIONES BÁSICAS 217
CASO PRÁCTICO 225
LINKS DE INTERÉS 245
BIBLIOGRAFÍA 247

Presentación

Obtener la financiación necesaria para el desarrollo de las iniciativas empresariales ha constituido siempre una de los principales retos a los que se han tenido que enfrentar los emprendedores. Para facilitar este proceso, en los últimos años se han desarrollado una gran cantidad de instrumentos de financiación públicos y privados destinados a favorecer la creación de empresas. Entre estos últimos, la financiación informal a través de los business angels constituye una interesante alternativa cuyo conocimiento y utilización no se encuentran todavía extendidas en España.

Cuando hablamos de business angels nos estamos refiriendo a 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.

Hasta el momento, la figura de los business angels y las redes donde éstos operan no se encuentran sujetas a ningún tipo de regulación específica en nuestro país, lo que además de crear incertidumbre entre los colectivos de potenciales inversores, origina que la financiación aportada por éstos no aparezca registrada ni verificada por ningún organismo público o privado.

Con el fin de favorecer la reflexión sobre la oportunidad y la conveniencia de establecer un marco regulador para esta figura, la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa ha apoyado la elaboración de este manual sobre los business angels que ofrece un panorama completo del fenómeno de la inversión informal en España.

Estela Gallego Valdueza
Directora General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa

Introducción

Querría enmarcar esta presentación expresando la trascendencia que tiene, para un país como España, la constante generación de ideas que pueden convertirse en proyectos empresariales, es decir, en definitiva, en negocios.

Somos tierra —como se ha dicho muchas veces— de escasos recursos naturales, donde el progreso se ha fundamentado en el esfuerzo, el trabajo y la constancia. Las empresas han surgido del convencimiento de las personas, de su carácter fuerte, de individualismos marcados; de la soledad y en la soledad.

Personalmente, hace ya tiempo que estoy interesado en «profesionalizar» y «acompañar» estos procesos; aún más, soy un entusiasta impulsor de ellos, convencido de que el fomento de la capacidad de emprender y la creación de empresas son vitales para la competitividad futura del país.

Un elemento clave de este proceso es contar con un entorno con cultura financiera sensible y orientada a poner «inversión a riesgo», es decir, a participar en el desarrollo efectivo de empresas.

En España, el mercado del capital riesgo «informal» está poco desarrollado y ha supuesto que las pequeñas y medianas empresas, y más aún las microempresas, se hallen en una posición de total dependencia con respecto a la financiación vía deuda financiera, que es menos flexible y más costosa y que no garantiza una continuidad en el tiempo a la hora de poner en marcha nuevos planes de inversión.

La crisis financiera mundial que actualmente padecemos, y su especial versión en la economía española, evidencian y ponen todavía más en valor la financiación con recursos propios (capital y créditos participativos). En definitiva, la coyuntura actual, que esperemos que despeje pronto, pone crudeza a la financiación empresarial y de proyectos, al mismo tiempo que otorga al capital un rol principal, desde la aportación y entrada de fondos a la compañía, hasta el mensaje de confianza que transmite para lograr cofinanciación (institucional) y financiación bancaria, muy selectiva en estos momentos.

Las redes de business angels (inversores privados que aportan recursos financieros, experiencia personal y red de contactos a aquellas empresas que se encuentran en una fase inicial de puesta en marcha o bien en una fase de expansión) contribuyen a aumentar el volumen de inversión requerido por las empresas. Pero este trabajo todavía debe acompañarse de un esfuerzo pedagógico para afrontar los prejuicios culturales que hacen que los empresarios o nuevos emprendedores no busquen vías de financiación en el sector del capital riesgo «informal».

En este marco actual, tanto del sector financiero como de cultura financiera y de asunción de riesgo, el último objetivo es transmitir las mejores prácticas a las redes de business angels en España, concientes de que el acceso a los recursos financieros es una etapa que todavía no se ha superado por completo, y siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea, donde se pone de manifiesto la importancia de las redes de business angels como canal dinamizador del capital privado.

En un todavía cercano año 2004 se creó la red española de business angels, la Fundación ESBAN, primera red española paraguas de business angels, red de redes. Y desde aquella apuesta inicial, ahora estamos en condiciones de afirmar que las redes de business angels en España —tal como ocurre en el resto de Europa con las más de 450 redes creadas— pueden constituir una vía de financiación efectiva para atender las necesidades de las empresas. Fruto de todo ello, y con el objetivo de seguir difundiendo la importancia de los business angels como elementos clave en la creación y la expansión del tejido empresarial español, se presenta este manual con la intención de acercar, de una forma sencilla y práctica, el desarrollo de una innovadora vía de financiación a empresarios, emprendedores, inversores y administraciones.

Antoni Abad i Pous
Presidente de la Fundación ESBAN

Prólogo

Confianza es la palabra clave en el entorno empresarial de nuestro país y del conjunto de las economías de nuestro sistema, europeo y mundial. Parece que se ha perdido la confianza en el crecimiento económico, en las instituciones financieras, en los mecanismos de garantía de solvencia y liquidez del sistema, en definitiva, en el correcto desarrollo de los procesos de crecimiento y financiación que han permitido que se viva uno de los periodos más largos de bonanza económica conocidos.

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.

Durante los últimos años hemos asistido en España al nacimiento de los primeros business angels —los cuales han invertido su capital y confianza en muchos procesos de innovación empresarial— y a su desarrollo personal y crecimiento de la mano de las instituciones, así como a su estructuración en grupos y redes, tanto territoriales y sectoriales, de inversores privados.

Éste ha sido el campo de trabajo de la Fundación ESBAN, Red Española de Business Angels, desde su puesta en marcha en el año 2004. Desde la presentación del primer estudio *Los business angels en España, una nueva vía de financiación para la PYME*, que fijó el *statu quo* y propuso las medidas de desarrollo para España, y siempre de la mano de su homóloga europea EBAN y con el insustituible apoyo de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, hemos recorrido el camino que lleva desde el conocimiento del concepto hasta su aplicación y difusión en todo el territorio, para promover la puesta en marcha de redes y de programas de apoyo a los business angels en España.

La principal demanda que hemos recibido en estos años ha sido la solicitud de información, tan necesaria para poner en marcha mecanismos de innovación en la empresa. Cuanto más si la innovación se debe dar en los mecanismos de financiación de las empresas y en las mentalidades de los emprendedores e inversores: compartir para crecer, dar confianza para recibir ayuda, ofrecer capital para recoger entusiasmo y rentabilidad.

Este manual es un nuevo esfuerzo para sintetizar y difundir esta información, aportando la experiencia y el trabajo de los últimos años y poniendo a disposición de los emprendedores e inversores de nuestro país un instrumento a su medida para conseguir el desarrollo del potencial de crecimiento que los business angels aportan a toda economía moderna.

Albert Colomer i Espinet
Director de la Fundación ESBAN
Miembro de la Junta Directiva de la red
europea de business angels, EBAN
Representante español en la World Business
Angels Association

1. La PYME y sus mecanismos de financiación

1.1. El papel de la PYME en el entorno económico europeo

Según el dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el tema «El papel de las pequeñas empresas y las microempresas en la vida económica y en el tejido productivo europeo», ya se reconoce el papel que desempeñan las PYME en el crecimiento y desarrollo de la economía europea. Este reconocimiento es recogido oficialmente tanto por las publicaciones económicas como por los documentos oficiales de las instituciones comunitarias. Dicho reconocimiento ha consistido más que nada en un paso de tipo cultural, desde una lectura de los fenómenos económicos centrada estrictamente en las dinámicas de las grandes empresas hasta el uso de categorías más cercanas a las empresas de dimensiones más reducidas.

El proceso no ha sido ni simple ni breve, y aún no ha concluido. El camino recorrido hasta ahora ha sido útil e importante, pero sigue siendo insuficiente, si se tiene en cuenta que la denominación de PYME se aplica, a menudo, a productores con características, dinámicas y necesidades muy dispares (empresas que tienen desde uno hasta 249 empleados, pertenecientes a varios sectores). El resultado se traduce en iniciativas, a menudo indiferenciadas, destinadas a estas empresas que han beneficiado, en muchos casos, únicamente a las empresas de mayor tamaño.

En consecuencia, se ha intentado elaborar nuevas categorías, en primera instancia culturales, y luego económicas y estadísticas, más cercanas a las exigencias de las empresas más pequeñas. Es indudable que la *Carta Europea de la Pequeña Empresa y sus intervenciones*, destinada a fomentar y apoyar a las pequeñas empresas, ha constituido un modelo de referencia en esta evolución.

En Feira, Portugal, y durante la presidencia portuguesa, el Consejo Europeo aprobó dicha Carta, con la que se pone de relieve el papel desempeñado por las empresas con menos de cincuenta empleados tanto en lo que concierne a los puestos de trabajo como al fomento de la innovación o a la integración socioeconómica. La Carta se ha convertido en un pilar de la política de la Comisión en favor de las empresas y en una referen-

cia para los estados miembros y los países próximos a la adhesión a la Unión Europea (UE).

La Comisión Europea presentó el *Informe sobre la aplicación de la Carta Europea* de la pequeña empresa en los años 2001, 2002 y 2003. En ellos, pese a la dificultad de exponer con claridad la actuación de los estados miembros en este ámbito, se ponen de relieve algunas tendencias interesantes.

Algunas de estas tendencias podrían calificarse de acciones cuyos efectos podrán percibirse sobre todo a largo plazo, como la educación orientada a la actividad empresarial o la simplificación normativa; en otras, las repercusiones se podrán ver ya a corto plazo, como las políticas que simplifican los procedimientos para la creación de nuevas empresas (en ocho estados miembros se puede crear una empresa en una semana, aproximadamente, y con costes mínimos) o que facilitan el acceso a créditos, haciéndolos depender más del proyecto de empresa que de garantías reales; sin embargo, dicho acceso sigue siendo uno de los principales problemas de los pequeños empresarios, sobre todo en coyunturas económicas débiles, o en tiempos de crisis, como el actual.

Según los informes de la Comisión, tanto las consecuencias de estas acciones como las prioridades establecidas varían de un estado a otro y, evidentemente, están sujetas a ulteriores modificaciones. Por otro lado, recabar y presentar de forma homogénea los datos relativos a las pequeñas empresas respecto a las empresas más grandes (obligaciones legales sobre publicidad de los balances, cargos y funciones internas, etc.) no es fácil, ni es siempre posible, y la Comisión debería fomentar la creación y el acceso a las estadísticas sobre las microempresas y las pequeñas empresas, una información que sigue siendo deficitaria en Europa.

Para obtener los resultados esperados, deberá darse valor jurídico a la Carta y habrá que prever unos fondos para contribuir a la realización de los fines planteados, con especial atención a incentivar el espíritu empresarial. Además, quizá sería conveniente incluir en la Convención europea una referencia al capítulo 16 del acervo comunitario (protección de las pequeñas y medianas empresas).

Como dice el *Libro Verde*, «Europa necesita fomentar el dinamismo empresarial de un modo más eficaz. Necesita más negocios nuevos y prósperos...», pero también acciones que refuercen el entramado productivo existente, aún aquejado de una alta tasa de quiebras, especialmente en los primeros años de vida de las pequeñas empresas, que, en Europa, al contrario de lo que sucede en Estados Unidos, tienen dificultades para crecer. Además, en el ámbito de la política prevista en el proceso de ampliación, es necesario asumir un firme compromiso con las pequeñas empresas de los países candidatos orientado, sobre todo, a la cultura empresarial y a la formación.

Así pues, el objetivo será poner de relieve la aportación de las empresas más pequeñas al crecimiento de la economía de la UE (contribución a la creación de nuevas empresas, a la formación del PIB, al empleo, etc.) haciendo hincapié en el papel que desempeñan en el desarrollo de la democracia económica, con especial atención a algunos temas estratégicos que podrían resultar muy útiles para encontrar ámbitos específicos de actuación. Dichos ámbitos podrían incluirse, si no lo han sido ya, en los programas europeos de desarrollo destinados al crecimiento de las pequeñas empresas.

1.2. Evaluación estadística en el entorno europeo

En su *Recomendación sobre la definición de pequeñas y medianas empresas*, la Comisión define como PYME las empresas que emplean a menos de 250 personas, clasificadas entre medianas (de 50 a 249 empleados), pequeñas (de 10 a 49 empleados) y microempresas (hasta 9 empleados). Posteriormente, la Comisión revisó su definición de microempresas y pequeñas y medianas empresas en su Recomendación 2003/361/CE de 6 de mayo de 2003, dejando inalterados los límites para el número de empleados pero variando el volumen de facturación anual.

Por su parte, el CESE (Comité Económico y Social Europeo) tiene en cuenta aquí las pequeñas empresas y las microempresas tal como las define la Comisión, subraya su papel económico y social en los estados miembros y toma como referencia todo lo que ha expuesto y aprobado claramente en numerosos dictámenes, como los emitidos en 1992, 1997 y 2001 sobre «las PYME y la artesanía en Europa».

Según el informe *Las PYME europeas en estudio. Principales resultados del Observatorio de las PYME europeas 2002*, las PYME son los verdaderos gigantes de la economía europea, puesto que el 93% de todas las empresas europeas tienen menos de diez empleados

Existen 20,5 millones de empresas en el Área Económica Europea (AEE) y Suiza, las cuales proporcionan empleo a 122 millones de personas. Aproximadamente el 93% de estas empresas son micro (de 0 a 9 empleados), el 6% son pequeñas (de 10 a 49 empleados), menos del 1% cuentan con un tamaño mediano (de 5 a 249) y únicamente el 0,2% corresponden a grandes empresas (250 o más). De todas estas empresas, cerca de veinte millones se encuentran radicadas dentro de la Unión Europea.

Dos tercios de todo el empleo existente se genera entre las PYME, de forma que el tercio del empleo restante lo proporcionan las grandes empresas. Entre las PYME, el empleo total está repartido de forma equilibrada entre las micro empresas (menos de diez trabajadores) por un lado y las pequeñas y medianas empresas por el otro. La distribución del empleo difiere, sin embargo, entre países.

Por ejemplo, el peso de las microempresas en el empleo total es del 48% en Italia y no inferior al 57% en el caso de Grecia. Por el contrario, el peso de las grandes empresas en el empleo total es superior al 45% en Islandia y el Reino Unido.

Como promedio, una empresa europea —incluyendo los grandes gigantes empresariales europeos como Royal Shell, Siemens, Nokia o PSA Peugeot Citroën— ofrece empleo a seis personas, donde este promedio es de sólo cuatro personas en el caso de las PYME. Sin embargo, estas cifras varían entre dos empleados para el caso de las microempresas y más de mil para las grandes empresas. Entre países existen también grandes diferencias. Como promedio, una empresa emplea a dos personas en Grecia y a tres en Italia y Liechtenstein, frente a diez en Irlanda, Luxemburgo y Holanda.

En general, las grandes empresas perdieron empleo entre 1988 y 2001, mientras que el empleo creció en el sector de las PYME. En los primeros años de la década de 1990, este crecimiento se concentró en las micro y pequeñas empresas, mientras que el crecimiento del empleo entre las

medianas y grandes empresas comenzó sólo a partir de 1997. En el año 2001, el crecimiento del empleo se ralentizó. Recientes estimaciones muestran que esta ralentización ha tenido lugar tanto entre las PYME como entre las grandes empresas, aunque de manera más acusada en el caso de estas últimas.

A lo largo de los años, la mayor parte del empleo lo han creado las microempresas, mientras que las grandes empresas han perdido empleo. Con un promedio de seis personas, las empresas europeas son relativamente pequeñas: las empresas japonesas emplean de media a diez personas y las americanas, a 19 personas. De esta forma, las PYME proporcionan el 33% del empleo total en Japón y el 46% en Estados Unidos, mientras que en Europa supone un 66% el empleo generado por las PYME.

Dentro de Europa, las diferencias en el tamaño de empresa pueden deberse a condiciones estructurales, institucionales e históricas. Además, en los países con mayor PIB per cápita como Alemania, Luxemburgo y Holanda, el tamaño medio de las empresas tiende a ser mayor mientras que, por el contrario, los países con un PIB per cápita inferior (por ejemplo, Grecia, Portugal y España) tienden a presentar un bajo tamaño medio empresarial. En cualquier caso, diferencias en el PIB per cápita no explican totalmente las disparidades existentes entre Europa-19, Japón y Estados Unidos. Así, estas diferencias quizás puedan ser explicadas por factores de carácter estructural tales como la presencia de un mercado interior grande en el caso americano, donde además la diversidad cultural y social es mucho menor que en Europa. Además, los mercados europeos parecen estar más fragmentados que los americanos o japoneses. Por su parte, en Europa existen mayores barreras a las fusiones y adquisiciones empresariales, de forma que en muchos países europeos las empresas tienen varias formas y procedimientos para protegerse frente a adquisiciones hostiles por parte de otras empresas.

Algo más de la mitad de las PYME tienen objetivos ambiciosos: el 29% trata de crecer, el 9% busca obtener mayores beneficios, el 7% persigue la innovación y un 7% lucha por obtener mayores niveles de calidad.

El resto de empresas están o bien preocupadas en sobrevivir (20%) o tratando de consolidar el negocio (21%). La distinción por tamaños de empresas muestra que parece que existen más microempresas tratando

de sobrevivir, así como una presencia relativa mayor de grandes empresas inmersas en una estrategia de crecimiento. También se observan diferencias entre países. En Italia, Grecia, Irlanda y el Reino Unido, un número relativamente alto de PYME (entre el 34% y el 41%) quiere crecer, mientras que en Austria, Finlandia y Alemania esto ocurre sólo en aproximadamente el 15% de las PYME.

El proceso para crear una empresa y las oportunidades de sobrevivir después del comienzo de la actividad dependen fuertemente del perfil del empresario. La edad media del nuevo empresario es de 35 años, lo que refleja que la decisión de crear un negocio propio se toma normalmente después de una completa formación y tras haber adquirido un *know-how* específico como empleado o mánager. Empresarios en servicios (especialmente servicios a empresas y alta tecnología) han completado mayores niveles de formación que aquéllos dedicados al sector industrial, mientras que en la construcción, el transporte y el sector hotelero y el *catering* todavía predomina un nivel menor de formación. En general, los nuevos empresarios continúan la misma actividad que realizaban antes de haber constituido su propio negocio.

Todos los estados miembros de la UE han establecido medidas para estimular el espíritu emprendedor. Estas medidas son variadas y consisten, por un lado, en la provisión de préstamos y subvenciones y, por otro lado, en la provisión de varios servicios de apoyo tales como asesoramiento técnico, legal y empresarial, centros de información para nuevas empresas, formación a empresarios potenciales o nuevos empresarios y, finalmente, estudios de mercado.

Aparte de casos específicos (generalmente vinculados a actividades económicas concretas como la alta tecnología y la artesanía), los estudios muestran que las subvenciones son todavía relevantes como fuente de financiación externa en la creación de empresas, aunque se considera que los servicios de apoyo también suelen tener un efecto positivo en la creación de empresas.

Sin embargo, el uso de estos servicios está determinado, entre otras razones, por las habilidades del empresario, de manera que cuanto mayor es la formación del nuevo empresario, mayor es el uso que éste hace de los servicios de apoyo.

Más del 29% de los empresarios son mujeres, las cuales se dedican principalmente al comercio minorista y a los servicios a empresas y personales (entre 24% y el 29%). Sólo una de cada diez empresas en el sector del transporte y la comunicación pertenece a una mujer.

Entre países, existen grandes diferencias: en Francia, Luxemburgo, Holanda, Bélgica, Finlandia y Suiza más de una cuarta parte de los empresarios de PYME son mujeres, mientras que en Grecia, Austria, el Reino Unido y Dinamarca el número de mujeres empresarias es bastante inferior, entre el 14 y el 16%. Existen varios datos que muestran que las mujeres empresarias orientan ligeramente el negocio hacia el crecimiento de la empresa que los empresarios varones.

Las relaciones con los bancos son muy importantes para las PYME. La mayoría de éstas (65%) están satisfechas con el servicio que reciben de los bancos y por lo general no suelen cambiar de banco con demasiada frecuencia; durante los últimos tres años sólo el 12% ha cambiado su cuenta bancaria.

En este sentido, las principales razones para el cambio se asocian a condiciones más favorables y al mejor servicio que ofrece el nuevo banco. De las PYME que han necesitado un préstamo en los últimos tres años, casi todas (84%) lo han obtenido. En estos momentos, en tiempos de crisis, esta proporción de concesión de préstamos está cambiando considerablemente. Por el contrario, prácticamente el 40% de las PYME no han necesitado un préstamo en los últimos tres años.

Por su parte, alrededor del 12% de las PYME afirman que no han recibido el préstamo que solicitaron. Las principales razones aportadas por los bancos para denegar estos préstamos se concretan en:

- La empresa no ha podido proporcionar las suficientes garantías, particularmente en el caso de las microempresas y pequeñas empresas (23%).

- El rendimiento del negocio no ha sido satisfactorio para el banco (7%).

- La información proporcionada no ha satisfecho al banco (5%).

1.3. La PYME en España: situación actual

Si analizamos los datos del DIRCE (Directorio Central de Empresas), según la actualización a 1 de enero de 2008, y publicado por el INE (Instituto Nacional de Estadística), el número de empresas activas aumentó un 2,6% durante el año 2007, cifrándose en 3.422.239. De este total de empresas, el 51,26%, lo que equivale a 1.754.374, no tienen ningún emple-

Tabla 1. Distribución de empresas según sus empleados y forma jurídica

	%	Total	SA	SL	SCOL	SCOM	CB	SCOP	ASS	OAUT	PER
Sin asalariados	51,26%	1.754.374	25.617	337.754	70	28	59.978	6.564	81.022	952	1.242.389
De 1 a 2 asalariados	28,01%	958.711	19.221	378.258	138	21	36.136	5.593	44.074	2.440	472.830
De 3 a 5 asalariados	10,11%	345.848	12.567	189.420	65	11	11.699	5.578	16.672	1.087	108.749
De 6 a 9 asalariados	4,69%	160.460	11.741	108.677	24	3	3.888	2.590	7.521	728	25.288
De 10 a 19 asalariados	3,23%	110.369	15.809	78.283	22	5	1.342	2.140	4.664	805	7.299
De 20 a 49 asalariados	1,80%	61.709	15.690	39.074	9	6	283	1.187	2.778	1.306	1.376
De 50 a 99 asalariados	0,47%	16.242	6.016	8.038	1	4	36	399	1.007	741	0
De 100 a 199 asalariados	0,24%	8.061	3.278	3.622	1	8	12	236	548	356	0
De 200 a 499 asalariados	0,13%	4.511	2.127	1.756	1	5	3	177	289	153	0
De 500 a 999 asalariados	0,03%	1.117	582	366	1	1	1	42	78	46	0
De 1.000 a 4.999 asalariados	0,02%	725	408	140	1	1	0	9	65	101	0
De 5.000 o más asalariados	0,00%	112	74	10	0	0	0	1	12	15	0
Total		**3.422.239**	**113.130**	**1.145.398**	**333**	**93**	**113.378**	**24.516**	**158.730**	**8.730**	**1.857.931**

SA: sociedad anónima; SL: sociedad de responsabilidad limitada; SCOL: sociedad colectiva; SCOM: sociedad comanditaria; CB: comunidad de bienes; SCOP: sociedad cooperativa; ASS: asociaciones y otros tipos; OAUT: organismos autónomos, y PER: personas físicas.

Fuente: DIRCE (2008).

ado. Como se observa en la tabla 1, del 1.667.865 de empresas que sí tienen empleados, 958.711 (28,01%) tienen entre uno y dos; 345.848 (10,11%) tienen entre tres y cinco; 270.829 (7,91%) entre seis y 19, y el resto de empresas, 92.477 (2,70%), tienen más de veinte trabajadores. Así pues, si consideramos el total de empresas con un máximo de nueve empleados, es decir, que sólo tenemos en cuenta las microempresas, éstas representan el 94,07% de la masa empresarial del país, llegando al 97,30% del total de las empresas si consideramos todas las empresas con un máximo de 19 trabajadores.

Si bien es evidente que el mayor peso porcentual lo soportan las empresas sin asalariados, que suponen más del 51% del total de empresas, este grupo presenta una evolución histórica descendiente, ya que desde principios de 1995 hasta principios de 2007 ha pasado de representar el 58% al 51%. Este retroceso va a favor de las empresas pequeñas (de 10 a 49 asalariados) que, de suponer un 4,5% en 1995, han pasado a representar el 5,03% a principios de 2008. Este cambio de perfil de las empresas, de empresa individual a PYME, contribuye a una mayor convergencia con el tamaño medio de las PYME de la Unión Europea.

Según datos del DIRCE, a principios de 2007, los ingresos de las PYME se concentraban principalmente en el rango de menos de dos millones de euros (97,5% de las empresas). Un 2% facturaban entre dos y diez millones, un 0,39%, entre diez y cincuenta millones y ni siquiera el 1%, más de cincuenta millones de euros.

Con estos datos, se hace evidente el peso importante de las PYME, y más concretamente de las microempresas, en la economía española.

En relación con el volumen de nuevas empresas creadas, cabe destacar que casi 4.100.000 empresas, el 11% del total, iniciaron el ejercicio de actividades económicas durante el año 2008, mientras que más de 322.000, el 8,6% del total, cesaron su actividad. Así pues, la creación neta de empresas fue de 88.447.

Por comunidades autónomas, la tabla 2 muestra que Cataluña, con 626.020 empresas, Andalucía, con 522.815, y la Comunidad de Madrid, con 519.307, concentran el 48,7% de las empresas españolas, siendo la proporción de cada una de ellas del 18,3%, el 15,3% y el 15,2%, respecti-

Tabla 2. Distribución de empresas por comunidad autónoma y sector económico

Comunidad autónoma	%	Total	Industria	Construcción	Comercio	Resto de servicios
Andalucía	15,28%	522.815	34.208	65.078	148.021	275.508
Aragón	2,77%	94.931	7.824	15.921	22.274	48.912
Asturias (Princ. de)	2,14%	73.124	4.358	10.758	18.024	39.984
Balears (Illes)	2,73%	93.335	5.427	15.926	19.800	52.182
Canarias	4,19%	143.471	6.305	18.325	37.626	81.215
Cantabria	1,18%	40.393	2.460	6.750	9.584	21.599
Castilla y León	5,06%	173.209	13.556	29.647	44.769	85.237
Castilla-La Mancha	4,03%	137.823	13.864	28.315	35.783	59.861
Cataluña	18,29%	626.020	48.478	91.543	141.055	334.944
Comunidad Valenciana	10,99%	376.093	29.967	54.773	95.935	195.418
Extremadura	1,98%	67.852	5.551	10.035	21.183	31.083
Galicia	5,94%	203.374	15.184	30.539	55.592	102.059
Madrid (Com. de)	15,17%	519.307	28.773	67.368	105.719	317.447
Murcia (Región de)	2,92%	100.075	8.020	16.455	26.588	49.012
Navarra (C. Foral de)	1,28%	43.847	4.025	7.319	10.163	22.340
País Vasco	5,12%	175.303	14.668	27.996	41.878	90.761
Rioja (La)	0,70%	23.834	2.747	3.791	5.965	11.331
Ceuta y Melilla	0,22%	7.433	173	517	3.253	3.490
Total		**3.422.239**	**245.588**	**501.056**	**843.212**	**1.822.383**

Fuente: DIRCE (2008).

vamente. El crecimiento del número de empresas a lo largo de 2007 en estas comunidades con mayor peso relativo sobre el total ha sido del 2,2% en Cataluña y Andalucía y del 3,2% en la Comunidad de Madrid.

En cuanto a la activad empresarial (tabla 3), si comparamos los años 2007 y 2008, podemos observar como el sector Servicios experimentó

un mayor crecimiento entre ambos años, un 4,2%, mientras que el sector comercio tuvo un crecimiento negativo del 0,2%. La mayor parte de las PYME ejercen su actividad en el sector de los Servicios.

Tabla 3. Distribución de empresas según su actividad empresarial

	01/01/2007	01/01/2008	Variación (%)
Industria	244.359	245.588	0,5%
Construcción	488.408	501.056	2,6%
Comercio	845.229	843.212	–0,2%
Resto de servicios	1.758.661	1.832.383	4,2%
Total	**3.336.657**	**3.422.239**	**2,6%**

El sector Servicios, excluido el Comercio, mantiene como en años anteriores un enorme peso en la estructura de la población de empresas. A 1 de enero de 2008 representaba el 53,6% del total, frente al 52,7% del año anterior. Este sector incluye todas las empresas dedicadas a la hostelería, el transporte y las comunicaciones, las actividades inmobiliarias y de alquiler, los servicios empresariales, las actividades educativas, sanitarias y de asistencia social y otro tipo de actividades sociales, incluidos los servicios personales.

El peso del Comercio en el total de la economía también es significativo (un 24,6% del total, frente al 25,3% a 1 de enero de 2007). En este apartado se engloban las empresas que desarrollan actividades de venta al por mayor, al por menor y los intermediarios del comercio.

Por su parte, las empresas con actividades de construcción representan el 14,6% del conjunto poblacional y las empresas industriales representan el 7,2%. Ambos sectores mantienen su peso con respecto al año anterior.

Los mayores porcentajes de empresas pequeñas se encuentran en los sectores Servicios, excluido el Comercio (el 83,3% tienen dos o menos asalariados). Por el contrario, el peso de las empresas grandes se concentra en el sector industrial, donde un 9,4% del total emplea a veinte o más asalariados.

Si nos centramos en la evolución temporal, cabe señalar que 410.975 empresas (el 11,0% del total) comenzaron sus actividades económicas durante el ejercicio 2007, mientras que 322.528 (el 8,6%) cesaron sus actividades. El 80,4% de las unidades económicamente activas en el año 2007 ya presentaban esta situación el año anterior.

Por otro lado, según el *Informe Ejecutivo Global Entrepreneurship Monitor España 2007*, el acceso a la financiación sigue siendo una de las principales barreras en la creación de empresas. Los fondos provenientes del capital riesgo —centrados mayoritariamente en operaciones de expansión como MBOs (operaciones de adquisición con participación del equipo directivo) o MBIs (importaciones de bienes y servicios o valor de todos los bienes y otros servicios de mercado recibidos del resto del mundo)— y de los bancos (a quienes los emprendedores acuden en primera instancia pero que suponen una financiación costosa y que exige numerosas garantías) son insuficientes para cubrir esta demanda de capital en las etapas iniciales de una empresa. Los inversores informales o business angels se presentan así como una fuente de financiación alternativa.

Según el mismo informe, el capital semilla medio necesario para montar una empresa en el año 2007 se situaba en los 79.000 euros. Este dato representa un notable incremento frente a años anteriores (2005), en los que el capital semilla necesario se situaba en torno a los 50.000 euros. Los datos del mismo estudio también revelan un incremento del porcentaje de fondos aportados por el propio emprendedor, que pasan del 64% en años anteriores al 2006 al 69% en el 2007, y, así mismo, un aumento del porcentaje de emprendedores que aportan la totalidad del capital (del 28% en el 2005 al 42% en el 2007). El capital medio aportado por aquellos emprendedores que no ponen el 100% del capital se sitúa en torno a los 29.000 euros.

Las expectativas de los emprendedores en relación con los rendimientos esperados de sus proyectos muestran una gran variabilidad. Un porcentaje muy elevado, un 18%, no es capaz de estimar el rendimiento que espera de su proyecto. Resulta curioso que, pese a lo incipiente de los proyectos (menos de tres meses de vida), un 7% de los emprendedores espere pérdidas mientras que un 10% sólo espera recuperar el capital invertido. En el otro extremo, casi un 20% espera rendimientos diez veces

superiores a lo invertido. La mayoría, el 36%, esperan rendimientos entre dos y cinco veces lo invertido (tabla 4).

Tabla 4. Expectativas de rentabilidad de los emprendedores

Rechaza	0,3%
No sabe	18,6%
20 veces	8,8%
10 veces	9,6%
5 veces	14,3%
El doble	21,7%
1 vez y media	10,0%
Lo invertido	10,0%
La mitad	4,9%
Ninguno	1,8%

Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

Con relación al resto de fuentes de financiación utilizadas por el emprendedor, tal y como muestran los resultados de la tabla 5, se observa una ligera caída de la importancia de la financiación bancaria (aunque sigue siendo la fuente externa más importante para el emprendedor naciente).

Los resultados mostrados en la tabla 5 indican que, aunque existan algunos cambios entre las distintas ediciones en cuanto a la distribución de cada uno de sus componentes, la financiación informal procedente del entorno más cercano al emprendedor (*family & friends & fools*) representa una parte sustancial de la financiación destinada a nuevos proyectos, imprescindible para cubrir el *gap* financiero. Así, en el 2007 un 21,2% de los emprendedores reconoce haber recibido fondos de su entorno más cercano, ya fuera procedente de familiares, amigos, compañeros de trabajo u otros.

Tabla 5. Fuentes de financiación externas utilizadas por el emprendedor en la etapa de inicio del proyecto empresarial

¿Ha recibido o espera recibir financiación *start-up* de ...?	% Sí	% Sí
	2007	2006
Su familia directa	10,8	9,2
Otras relaciones familiares menos directas	0,8	3,9
Compañeros de trabajo	6,1	3,1
Desconocidos	1,7	4,6
Amigos o vecinos	3,5	13,6
Bancos e instituciones financieras	28,2	28,4
Programas del Gobierno	7,1	19,5
Cualquier otra fuente diferente de las anteriores	5,7	4,3
NS/NC	3,0	0,0

Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

1.4. El espíritu emprendedor

El hecho más relevante que podemos considerar en España sobre el espíritu emprendedor se puede resumir en la creación neta de puestos de trabajo, la cual se concentra en las empresas de nueva creación, PYME y microempresas.

Existen varios estudios que analizan los distintos impactos de este espíritu emprendedor en España. Ahora bien, la mayoría de ellos se hacen eco del aumento de la presión competitiva dentro del mercado, lo que conlleva que las empresas ya establecidas tengan que mejorar su eficiencia y su posición competitiva introduciendo mejoras en sus procesos, sistemas y productos o servicios.

De esta forma, podemos afirmar que el espíritu emprendedor es vital para la mejora de la competitividad del país, donde, por un lado, este espíritu representa, sin lugar a dudas, uno de los pilares de la innovación, la competitividad y el crecimiento del país, y, por otro lado, tiene una fuerte presencia en sectores estratégicos como son los servicios y todas las actividades basadas en el conocimiento.

Como recoge el *Programa europeo a favor del espíritu empresarial*, presentado por la Comisión de las Comunidades Europeas en 2004, en el conjunto de Europa se ha detectado una correlación positiva y bastante sólida entre el espíritu empresarial y los resultados económicos en términos de crecimiento, supervivencia de las empresas, innovación, creación de puestos de trabajo, cambios tecnológicos, incremento de la productividad y exportaciones. No obstante, en el conjunto de España el espíritu emprendedor aporta mucho más que toda una serie de indicadores macroeconómicos: este espíritu representa un vehículo muy importante y sólido para el desarrollo personal y la cohesión social, ya que ofrece a las personas la oportunidad de crear su propia empresa. Aunque España es un país con una importante cultura emprendedora, podría sacar más provecho de su potencial empresarial en el conjunto de la Unión Europea, ya que el número de emprendedores decididos a convertirse en nuevos empresarios todavía es reducido.

Si bien los índices comparativos y los datos referentes al espíritu emprendedor de España, con respecto al resto de los países de la Unión Europea, están en línea ascendente, todavía queda mucho trabajo por hacer, tal y como se concluye del *Programa europeo a favor del espíritu empresarial*. Este programa pretende impulsar la creación de nuevas empresas y ayudar a las PYME a crecer, por un lado, mediante ayudas y apoyo para que puedan lograr sus objetivos, y, por el otro, con la creación de un entorno empresarial favorable en todos los sentidos. Para conseguirlo, la Comisión de la Unión Europea prevé llevar a cabo estas cinco acciones:

- Fomentar el espíritu emprendedor.
- Apoyar a un mayor número de personas para que se conviertan en empresarios.
- Orientar a los empresarios en dos direcciones: crecimiento y competitividad.
- Mejorar los instrumentos y flujos de financiación.
- Crear un marco administrativo y reglamentario más favorable para las pequeñas y medianas empresas.

1.5. Retos en la creación de empresas

Nuestra sociedad es consciente de la necesidad de desarrollar mecanismos que apoyen la creación de nuevas actividades empresariales, especialmente por lo que se refiere a las PYME y las microempresas. Actualmente encontramos en España varios mecanismos de apoyo a los emprendedores, que comprenden desde el asesoramiento y la formación para la elaboración de planes de empresa hasta préstamos bonificados para pequeñas y medianas empresas. Aun así, no estamos en condiciones de afirmar que España disponga de una red eficiente de recursos para la creación de empresas como la que tienen otros países como el Reino Unido, Francia, Alemania, Holanda o Italia.

Si se analiza detenidamente el proceso de creación y consolidación de una nueva empresa, se pueden detectar los principales obstáculos que deben afrontar los emprendedores con el fin de concluir con éxito esta difícil tarea. Estos obstáculos se pueden agrupar en cinco grandes categorías:

- El miedo al fracaso y la adaptación personal al cambio que representa la creación de una empresa.
- La dificultad de convertir una idea en un verdadero proyecto empresarial.
- La complejidad administrativa del proceso de legalización.
- La falta de formación y experiencia en la gestión empresarial.
- El acceso a los recursos necesarios para iniciar la actividad.

Es evidente que la Administración y la sociedad civil promueven y desarrollan varias acciones encaminadas a hallar soluciones para todos aquellos problemas con el doble objetivo de apoyar un cambio cultural y social, y difundir el espíritu emprendedor. No obstante, obtener apoyo financiero para sacar adelante una empresa es hoy por hoy una tarea difícil para el emprendedor. Aunque en estos últimos años el mercado bancario ha desarrollado una gran variedad de productos financieros, todavía hoy es difícil tener acceso a los recursos que éste ofrece. Por

otro lado, tampoco se ha dedicado toda la atención que merecen a las necesidades de los emprendedores que quieren poner en marcha su propia empresa o invertir en una etapa de crecimiento. Así, para la mayoría de los emprendedores y las PYME, el acceso a la financiación de su plan de inversión es un verdadero problema y, en muchos casos, el factor que impide la creación y el crecimiento de empresas viables.

1.6. Etapas y vías de financiación para las PYME

1.6.1. La recta de crecimiento de las PYME

En función de la etapa de crecimiento de la empresa, e independientemente de los instrumentos de financiación en deuda que ayuden a financiar la actividad diaria de la empresa (pólizas de crédito, préstamos, descuento de efectos comerciales y de otro tipo de operaciones como el *leasing*, el *renting*, el *factoring*, el *confirming* o el *forfaiting*), las necesidades de financiación pueden estar cubiertas por *family & friends & fools*, business angels, capital riesgo, salida a nuevos mercados, etc.

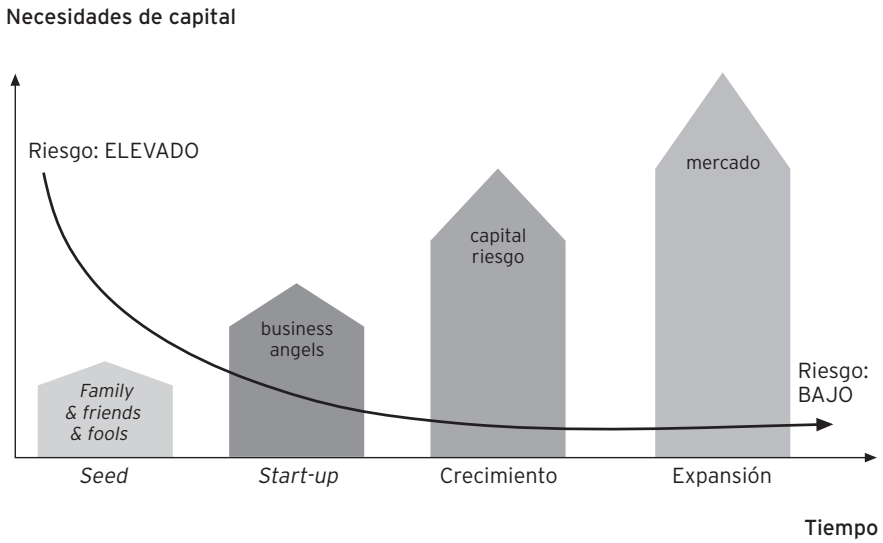
A medida que una empresa crece, y aumentan sus necesidades de financiación, los vehículos de financiación más adecuados varían y el riesgo empresarial disminuye. La figura 1 muestra las distintas etapas de financiación de las empresas con los respectivos vehículos correspondientes a cada etapa.

1.6.2. Vías de financiación para las PYME

A menudo, el acceso a los recursos financieros se presenta como el principal obstáculo que deben afrontar los emprendedores en el proceso de creación de nuevas empresas. Para poder acceder a los recursos financieros necesarios para crear una empresa, es necesario conocer dónde se hallan estos recursos, quién los gestiona, cuáles son los requisitos para acceder a ellos, qué gastos suponen...

En consecuencia, es interesante analizar aquellas vías de financiación que actualmente están al alcance de los emprendedores y de las PYME y sus características para evaluar su grado de interés. Estas vías de financiación se estructuran en tres grandes apartados dedicados a las tres

Figura 1. Etapas de financiación



Fuente: EBAN (European Business Angels Network).

grandes fuentes de financiación existentes para la creación de una empresa:

- La financiación en capital, que consiste en la aportación de recursos a la empresa mediante la incorporación de nuevos socios.
- Las ayudas y subvenciones que las administraciones destinan a fondo perdido para apoyar la puesta en marcha de determinados proyectos empresariales.
- La financiación en deuda, que consiste en la disposición temporal de los recursos financieros asumiendo su devolución en un periodo prefijado y a un precio acordado.

Cada uno de estos grandes apartados presenta las principales herramientas o instrumentos de financiación para la creación de empresas y gestión de las PYME.

1.6.2.1. Financiación en capital

El capital es la primera fuente de financiación de todos los proyectos empresariales, entendiendo la expresión *primera* en su acepción temporal y con relación a su relevancia. Todos los emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto empresarial son conscientes que tienen que aportar recursos financieros propios a la empresa. Este hecho es evidente cuando la puesta en marcha de un proyecto implica la constitución de una sociedad mercantil, ya que para realizar este proyecto la legislación obliga a los emprendedores a aportar un capital mínimo. A pesar de esta evidencia, existen muchos casos de emprendedores que se sienten poco inclinados a aportar sus recursos para financiar su proyecto empresarial y que prefieren recurrir a la financiación bancaria y asumir sus costes.

La financiación empresarial mediante el capital tiene dos ventajas muy importantes: por un lado, exime a la empresa de tener que devolver el capital financiado durante los primeros años de actividad, de modo que evita las habituales tensiones de tesorería, y, por el otro, ya que el capital no está sujeto a un interés implícito, se reducen los gastos financieros y permite obtener una cuenta de resultados más favorable. Estas ventajas son especialmente importantes para los proyectos empresariales que requieren grandes inversiones en el momento de iniciar la actividad, o para los proyectos que se encuentran en fase de estudio o desarrollo de sus productos o servicios o que prevén generar beneficios a largo plazo.

Partiendo de la bonanza de la financiación mediante el capital, es cierto que en muchos casos los emprendedores y las PYME no disponen de capital óptimo para financiar su proyecto empresarial. Ante esta situación, se han aplicado tradicionalmente dos grandes soluciones.

La primera consiste en acogerse a la financiación bancaria, en cualquiera de las fórmulas que ésta presenta, pero en cualquier caso implica, por un lado, la necesidad de retorno del capital mediante una serie de cuotas periódicas y, por el otro, la asunción de un interés que incrementará los gastos financieros de la actividad.

La segunda solución tradicional a la falta de capital es la que coloquialmente se conoce como *family & friends & fools*. Éstos representan

a las personas que complementan el capital aportado por los empresarios mediante aportaciones adicionales al capital de la empresa. Estas personas aportan sus recursos al proyecto y se convierten en socios de la nueva empresa motivadas por la relación de confianza que se establece con los emprendedores. En la mayoría de los casos tienen por objeto no perder la inversión realizada en lugar de obtener grandes plusvalías. Evidentemente, ésta es una vía de financiación poco universal, poco profesionalizada, que puede generar problemáticas adicionales a las consecuencias normales del desarrollo de una actividad empresarial. Este tipo de financiación se produce cuando la empresa todavía no se ha introducido en los mercados y se empiezan a realizar las primeras acciones de comercialización. Nos estamos refiriendo al capital semilla (*seed capital*).

Durante los últimos años, en nuestro país han surgido un conjunto de herramientas en capital, muy extendidas en países de tradición anglosajona, y que presumiblemente se seguirán desarrollando en un futuro más cercano. Éstas son las redes de business angels, los fondos de capital riesgo y los préstamos participativos.

a) Redes de business angels. Se trata de organizaciones que agrupan a inversores privados informales interesados en aportar recursos financieros en nuevos proyectos empresariales.

b) Fondos de capital riesgo. Son instrumentos utilizados por administraciones, entidades financieras y corporaciones industriales para tomar participación en proyectos empresariales de gran envergadura.

c) Préstamos participativos. Constituyen una modalidad de préstamo que por sus características y su regulación legal se convierte de facto en una vía de financiación en fondos propios.

d) Pledge funds. Se trata de un formato de agrupación de inversores privados cuyo objetivo es coinvertir, diversificar riesgo y conseguir cierto grado de autonomía en las decisiones de inversión.

e) Hedge funds. Son instrumentos de inversión con una regulación específica que permite adoptar aproximaciones de mayor riesgo y mayor rentabilidad que los fondos de inversión tradicionales.

Conviene dejar claro que estas formas de financiación, especialmente las redes de business angels y los fondos de capital riesgo, están especialmente destinadas a los proyectos empresariales que tengan previsiones de beneficios relevantes a medio y largo plazo, ya que estos socios renuncian a la recuperación periódica de su capital y al cobro de un interés a cambio de poder obtener una importante plusvalía con la venta de sus participaciones a medio y/o largo plazo.

A continuación, se presentan las características y el funcionamiento de estas tres nuevas modalidades de financiación en capital así como los principales instrumentos que existen al alcance de los emprendedores: los business angels, las entidades de capital riesgo y los préstamos participativos.

a) Business angels.

Los business angels son una figura con larga tradición en los países anglosajones como el Reino Unido o los Estados Unidos, que en los últimos años está ganando mucho protagonismo en otros países como Francia, Alemania o Italia. En nuestro país, los business angels todavía son un concepto novedoso, prácticamente desconocido, pero que en los próximos años tendrá el protagonismo que le corresponde como nueva vía de financiación para el desarrollo de nuevos proyectos empresariales.

Los business angels son inversores privados individuales, normalmente empresarios o directivos de empresa, que aportan, a título privado, su capital y sus conocimientos técnicos y su red de contactos personales a los emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto empresarial o a las empresas que se encuentran en el inicio de su actividad o que pilotan un nuevo proyecto, con el objetivo de obtener una plusvalía a medio plazo y con la esperanza de seleccionar un proyecto empresarial de gran éxito. Las inversiones oscilan habitualmente entre los 25.000 euros y los 250.000 euros. Los business angels suelen sentirse atraídos por proyectos de inversión en sectores que les son conocidos, en zonas geográficas cercanas a su residencia, y suelen destinar a sus inversiones, como mucho, el 25% de su patrimonio líquido.

Aparte de los recursos financieros aportados, que hacen posible la ejecución del plan de negocio presentado, los business angels también

aportan sus conocimientos y su experiencia personal, en relación con el producto o servicio, el mercado, la gestión de la empresa... 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.

Con su aportación de capital, los business angels se convierten en socios de la compañía, a todos los efectos, si bien su participación suele ser de carácter minoritario con lo que el equipo promotor mantiene el poder de decisión.

Los business angels suelen organizarse mediante el establecimiento de redes. Estas redes les ponen en contacto con empresas que buscan financiación para sus nuevos proyectos empresariales, realizando una selección de los proyectos a financiar para cada business angel, ofreciendo y garantizando la información de los proyectos a los business angels, permitiendo mantener el anonimato de ambas partes hasta el momento del primer contacto y haciendo posible un marco formal para la negociación y los intercambios entre ellos.

b) Entidades de capital riesgo.

Los fondos de capital riesgo 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. Esta toma de participación en el capital de la empresa suele tener un carácter minoritario, de modo que el poder de decisión permanezca en manos de los emprendedores, y con un horizonte temporal, a veces predeterminado y habitualmente entre cinco y diez años, ya que el objetivo de los fondos es obtener una importante plusvalía con la venta de las participaciones a medio o largo plazo, ya sea a los socios originarios o a terceros.

La participación de un fondo de capital riesgo en una empresa genera gastos de estudio y estructuración de la operación, razón por la cual difícilmente se analizan operaciones inferiores a 500.000 euros, lo que limita esta vía de financiación a tan sólo unos pocos proyectos empresariales. Adicionalmente, a la aportación de los recursos financieros a la

empresa, los fondos de capital riesgo suelen ofrecer un servicio de asesoramiento y apoyo gerencial que aporta solvencia y credibilidad ante terceros.

La actividad de capital riesgo es una actividad financiera muy regulada e intervenida. Esta regulación se fundamenta en la Ley 1/1999, reguladora de las sociedades y fondos de capital riesgo y de sus sociedades gestoras.

c) Préstamos participativos.

Como respuesta a las limitaciones financieras que las PYME soportan, en estos últimos años han surgido varios instrumentos de financiación que tienen como objetivo proteger la continuidad y el desarrollo de estas empresas. Puede que el más desconocido de todos ellos sea el préstamo participativo. Aunque se trata de un instrumento financiero no tradicional para las empresas, el préstamo participativo, junto con la figura del business angel, empieza a despuntar en el panorama financiero, ya que cubre un segmento del mercado generalmente muy desatendido por las fuentes de financiación tradicionales.

A pesar de que el préstamo participativo se regula como una operación de préstamo, sus singulares características legales y financieras lo convierten en una figura híbrida entre los recursos propios y los recursos ajenos. La regulación de estos préstamos se recoge en el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio (modificado por la disposición adicional segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre).

El préstamo participativo presenta las siguientes características básicas:

- Consideración como fondos propios: tan sólo a efectos de reducción de capital social o liquidación de la sociedad como consecuencia de pérdidas, los préstamos participativos serán considerados patrimonio contable; este hecho supone una ventaja para el prestatario, ya que en caso de que se produzca una situación empresarial desfavorable, el préstamo participativo atrasará el momento del reconocimiento de la quiebra, y, por lo tanto, permitirá remontar las pérdidas al dilatar la vida de la empresa.

- Consideración de deuda subordinada: en el orden de prelación de créditos, se situarán por detrás de los acreedores comunes; en este caso el préstamo participativo tiene la consideración contable de pasivo exigible.

- Tipos de interés: se componen de una parte fija y de una parte variable.

  - Parte fija: es una parte independiente de la actividad empresarial (referenciada a un tipo Mibor o Euribor más un diferencial).

  - Parte variable: en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (aunque la Ley no señala ningún criterio concreto para determinar la evolución de la actividad, se propone: beneficio neto, cifra de negocio o patrimonio total). Normalmente, el interés variable suele tener un límite máximo con el fin de evitar abusos en los periodos de bonanza.

- Intereses deducibles: una característica importante de este tipo de préstamo recae en el hecho de que la totalidad de los intereses, tanto de la parte fija como de la parte participativa, son deducibles en el Impuesto de Sociedades.

- Amortización anticipada: en caso de que se considere realizar una amortización anticipada del préstamo, habrá un incremento de los fondos propios en la misma cuantía que la amortización anticipada. El aumento de los fondos propios será por aportaciones dinerarias, pero en ningún caso para revalorizaciones de activos o ampliaciones de capital con cargo a reservas, ya que en ambos casos sólo se estaría realizando una reclasificación contable sin aportación de fondos. Este tipo de amortización conllevará una penalización por cancelación anticipada expresada como un porcentaje, según lo estipule el contrato.

Actualmente, los préstamos participativos son concedidos por entidades vinculadas a la Administración (de capital público o mixto) y por sociedades de capital riesgo.

d) Pledge funds.

Un *pledge fund* es un fondo de inversión orientado a empresas semilla o *start-ups* en el cual los miembros del fondo —inversores— persiguen un objetivo de inversión específico, realizando contribuciones a lo largo del tiempo. Es un instrumento habitual como técnica de coinversión y diversificación de riesgo para los business angels y persigue dotar de cierta autonomía a los inversores privados miembros del fondo en sus decisiones de inversión.

Después de la explosión de la burbuja tecnológica, los inversores privados y las entidades de capital riesgo adoptaron posturas mucho más prudentes en sus estrategias de inversión. Muchos business angels se agruparon y constituyeron fondos *pledge* a modo de club de inversores. En los *pledge funds*, cada inversor puede decidir si participa en una iniciativa, independientemente de la corriente mayoritaria. De esta forma, business angels concretos no se ven forzados a invertir en un proyecto en el que la mayoría de los miembros del fondo sí deciden hacerlo. Esta aproximación se realiza en base a cada proyecto susceptible de ser participado.

e) Hedge funds.

Un fondo *hedge fund* es un instrumento financiero de inversión. Más concretamente, se trata de un vehículo de inversión colectiva organizado de forma privada. Estos fondos están gestionados por sociedades profesionales, las cuales cubren sus honorarios en función de los resultados obtenidos. Una de las características de los *hedge funds* es que no están a disposición del público en general, dado que, para su participación, se requieren importes mínimos de inversión muy elevados. Además, este instrumento financiero está sujeto a un régimen jurídico especial que permite a sus gestores una exposición más agresiva con respecto a los fondos de inversión más tradicionales. En este tipo de fondos pueden participar un máximo de cien personas e instituciones, con alto poder adquisitivo, y con un valor mínimo de inversión entre 250.000 euros y 1.000.000 euros.

La regulación jurídica de estos fondos es menos estricta, si lo comparamos con otros fondos de inversión más comunes, tiene escasas obliga-

ciones de información y no debe dar liquidez de forma inmediata. Esta regulación más laxa permite a sus gestores adoptar estrategias de inversión mucho más agresivas mediante el uso de técnicas como son la venta al descubierto, los *swaps* o los derivados.

Del mismo modo que los fondos de inversión tradicionales, los *hedge funds* están sujetos a una comisión de gestión (*management fee*) y a un porcentaje sobre los beneficios (normalmente el 20%).

1.6.2.2. Ayudas y subvenciones

Las subvenciones son aportaciones a fondo perdido de las administraciones a los emprendedores y a las empresas para fomentar el cumplimiento de algún objetivo determinado. Así, existen varios tipos de subvenciones, como por ejemplo:

- Subvenciones encaminadas a fomentar la contratación de personas sin empleo, que tienen como objetivo generar ocupación.

- Subvenciones dirigidas a facilitar la financiación de inversiones productivas, que pretenden facilitar el establecimiento de nuevas actividades empresariales.

- Subvenciones enfocadas a incorporar las nuevas tecnologías, cuyo objetivo es promocionar la economía social.

Las ayudas y subvenciones son, sin lugar a dudas, la vía de financiación más atractiva para los emprendedores que quieren crear una empresa, ya que por su naturaleza no sólo no llevan asociado un coste financiero, sino que no tienen que ser devueltos ni a corto ni a largo plazo.

A pesar de este optimismo, en la evaluación de la viabilidad de un proyecto empresarial, las subvenciones deben tener un papel residual, puesto que el hecho de que sean atorgadas es discrecional por parte de la Administración y están sujetas a la existencia de disponibilidad presupuestaria, y en muchos casos, pese a que la subvención sea atorgada, su cobro se produce con un retraso considerable, lo que puede conllevar graves problemas si se prevé disponer de ese dinero. Por lo tanto, cuando se habla de subvenciones se recomienda ser prudente.

2. Los business angels

2.1. El concepto *business angel*

El término *business angel* no es un concepto nuevo. Al inicio del desarrollo del Silicon Valley, en los Estados Unidos, en el año 1938 Frederick Terman, entonces decano del Departamento de ingeniería de la Universidad de Stanford, dejó 500 dólares a dos de sus licenciados, Bill Hewlett y Dave Packard, con el fin de que pudieran desarrollar su proyecto empresarial, que con el paso del tiempo se convertiría en una de las industrias de referencia a escala mundial dentro de la industria electrónica: Hewlett-Packard. En aquella ocasión Terman, además de dejarles 500 dólares, también ayudó a los dos licenciados a desarrollar su negocio y los apadrinó en los primeros años de su carrera como nuevos empresarios.

Actualmente, la esencia del business angel sigue siendo la misma que hace sesenta años. Un «ángel de los negocios» es un particular (ya sea empresario, directivo de empresa, ahorrador o emprendedor con éxito) solvente, desde el punto de vista financiero, que a título privado aporta «capital inteligente», es decir, su capital, sus conocimientos técnicos y su red de contactos personales.

Las inversiones que realizan los business angels pueden ir destinadas a emprendedores que quieren poner en marcha un proyecto empresarial (capital semilla o *seed capital*), a empresas que se encuentran al inicio de su actividad (capital de inicio o desarrollo o *start-up*) o a aquellas empresas que deben afrontar una fase de crecimiento con el objetivo de obtener una plusvalía a medio plazo, seleccionar un proyecto empresarial de gran éxito, reencontrar el potencial de los comienzos, disfrutar del espíritu que caracteriza el desarrollo de nuevas empresas y transferir sus conocimientos a los nuevos emprendedores (capital expansión).

Aunque no existen unos límites establecidos, normalmente los business angel pueden financiar operaciones entre 50.000 y 300.000 euros (o alrededor del 25% de su capital disponible) en sociedades que presenten unas perspectivas de crecimiento rápido y que permitan al business angel una salida a medio plazo, entre tres y cinco años. Por otro lado, su

zona de actuación se concentra alrededor de su zona de residencia (con un máximo de 100 kilómetros).

Dado que los business angels suelen invertir en aquellas empresas que se hallan en la primera fase de desarrollo o bien en una fase de expansión, estas inversiones tienen un gran efecto imán para otras fuentes de financiación, ya sean préstamos bancarios o participativos y también las propias entidades de capital riesgo. Es por este motivo que los business angels son una muy valiosa y estratégica herramienta de financiación.

2.2. Características de los business angels

Actualmente, el concepto *business angels* se está profesionalizando, al mismo tiempo que se está creando un nuevo mercado de oferta y demanda de capitales. Los business angels o inversores privados se caracterizan por una serie de parámetros que los diferencian del resto de inversores espontáneos:

- Tienen capacidad financiera para llevar a cabo inversiones entre 50.000 y 300.000 euros.
- Pueden ser personas físicas o pequeños grupos de personas (grupos de inversión).
- Son mayoritariamente hombres con edades comprendidas entre los 45 y los 65 años.
- Suelen ser licenciados o ingenieros.
- Algunos de ellos han sido emprendedores anteriormente.
- Participan en empresas que se hallan en las primeras fases de desarrollo (*start-up*).
- Invierten en sectores que conocen.
- Prefieren mantener el anonimato ante terceras personas o entidades.

- Invierten en empresas que no les supongan realizar grandes desplazamientos.

- No suelen adquirir más del 50% de la participación de la empresa donde invierten.

- Intentan aportar el máximo valor y tiempo para que la empresa crezca.

- No tienden a inclinarse por un sector económico determinado.

2.3. Tipología de los business angels

La mayoría de los business angels valoran mucho el anonimato, de modo que la realización de estudios y la cuantificación real de este mercado es bastante difícil de determinar.

No obstante, se han podido llevar a cabo algunos estudios entre distintas redes europeas de business angels que pueden ayudar a enmarcar esta figura en varias categorías. Antes de establecer cualquier clasificación, se debe tener presente un punto importante: el aspecto cultural. Así los hábitos y las formas de actuación de un business angel de origen anglosajón no serán los mismos que los de un business angel de origen latino.

A partir de la observación anterior, podemos clasificar los business angels atendiendo a los siguientes parámetros: el nivel de actividad, el rol que ejercen dentro de la empresa y el número de business angels.

2.3.1. En función de su nivel de actividad

Los business angels se pueden clasificar en operativos o pasivos:

a) Business angels operativos. Son aquellos que realizan más de una operación, e incluso más de una al año, con el objetivo de conseguir un determinado volumen de inversiones.

b) Business angels pasivos. Aunque dedican bastante tiempo a estudiar proyectos de inversión, este tipo de inversores privados todavía no han realizado efectivamente ninguna inversión en capital.

2.3.2. En función de su rol dentro de la empresa

Según el rol que desempeñan en la empresa, distinguimos entre business angels empresariales, trabajadores, consultores o financieros:

a) *Business angels empresariales.* Se trata de directivos o ejecutivos de empresa en activo, prejubilados o jubilados que se implican mucho en la actividad y la gestión de la empresa en la que han invertido. El nivel de inversión por proyecto oscila entre los 50.000 euros y los 150.000 euros.

b) *Business angels trabajadores.* Hablamos de directivos o ejecutivos de empresa que han querido dar un giro a su actividad profesional o que han pasado por un proceso de prejubilación y todavía desean trabajar y aportar un valor añadido constante a la empresa donde han realizado la inversión. El nivel de inversión por proyecto se sitúa entre los 50.000 y 90.000 euros.

c) *Business angels consultores.* Son directivos, ejecutivos o profesionales que, a pesar de continuar con su actividad empresarial o profesional, quieren transmitir sus conocimientos a los emprendedores que se encuentran al inicio de su proyecto empresarial. Este tipo de business angel no suele aportar capital, ya que su aportación se basa en una transmisión de *know-how* y en una red de contactos.

d) *Business angels financieros.* Se refiere a empresarios que aunque aportan valor a la empresa, no se implican excesivamente en su gestión, ya que básicamente su objetivo es obtener una futura rentabilidad sobre el capital aportado. Suelen aportar un nivel de inversión por proyecto de entre 150.000 y 300.000 euros.

2.3.3. En función del número de business angels

En lo que se refiere al número de business angels, hay que distinguir entre business angels individuales o sindicados:

a) *Business angels individuales.* Estos business angels actúan de forma personal e individual. Por el volumen de inversión del proyecto empresarial, no requieren la entrada de más socios individuales.

b) Business angels sindicados. Se refiere a una agrupación de business angels que invierten de manera conjunta. Normalmente, hay un business angels «principal» que lidera la operación y que aporta más capital que el resto de business angels. No obstante, en otros proyectos en que el nivel de inversión es bastante elevado sólo se produce una sindicación de business angels cuando se quiere incrementar los capitales y diversificar el riesgo personal.

2.4. Los business angels en Europa

2.4.1. Los países que lideran el sector

En primer lugar, debemos comentar que una parte importante de las inversiones realizadas en Europa provienen de business angels que no están registrados en ninguna organización o red. Aun así, se tiene noticia de ellos gracias a los estudios y las estadísticas realizados por redes que efectivamente están operando en el conjunto de Europa y a las que los business angels se van adhiriendo poco a poco. Estos estudios permiten establecer las características básicas de este mercado.

Como principal característica podemos comentar que la mayor actividad de inversiones realizadas por business angels se concentra en el Reino Unido, Francia y Alemania, donde se agrupan más del 80% de las redes. Según estudios elaborados por estas redes, se calcula que en el Reino Unido actúan, de forma activa, entre 20.000 y 40.000 business angels, que realizan entre 3.000 y 6.000 inversiones al año, con un volumen de operaciones total entre 500 y 1.000 millones de libras (entre 800 y 1.600 millones de euros).

Otro dato significativo es el hecho de que en Alemania el volumen de mercado «informal» de capital riesgo equivale a la mitad del sector de capital riesgo «formal», medido en número de inversión total. Según la encuesta realizada entre redes europeas, el volumen medio de inversión fue de 200.000 euros, aunque se podían detectar extremos que oscilaban entre los 40.000 y los 750.000 euros.

En el Reino Unido, por lo que se refiere a business angels adscritos a distintas redes, un 50% de estos inversores privados invirtieron más de

50.000 libras (78.000 euros), y en Alemania, el 75% de las inversiones no superaban los 500.000 euros. Cabe destacar que un tercio de las operaciones las efectuaron entre dos o tres business angels de forma conjunta. Es precisamente de este hecho de donde deriva la figura de los business angels sindicados.

A nivel estadístico, del estudio también se desprendía que en el Reino Unido los business angels solamente invierten en un pequeño número de proyectos empresariales en proporción con los proyectos estudiados (se rechaza hasta un 85% de los proyectos).

2.4.2. Resultado de las inversiones

Según un estudio realizado por C. Masso y R. Harrison en 2002 y presentado en el *Journal of Business Venturing*, un 20% de las inversiones efectuadas en empresas del Reino Unido significaron un beneficio anual medio superior al 50% de la inversión, un 33% acabaron en pérdida total y, finalmente, un 13% se tradujeron en pérdidas parciales. Dado que este mercado es un mercado de alto riesgo, y todavía inmaduro, no debe ignorarse que una parte importante de las inversiones realizadas implicaron pérdidas.

Este mismo estudio concluía que, para generar una plusvalía positiva y tener éxito en el proyecto, el plazo medio de inversión por parte del business angel tiene que ser de cuatro años, máximo cinco. Si se acuerda la inversión sólo para dos años, posiblemente generará pérdidas, y si supera los seis, puede que también fracase.

El modo como los business angels del Reino Unido afrontan las desinversiones se refleja en la tabla 1:

Tabla 1. Resultado de las inversiones de los business angels en el Reino Unido

Pérdida de la participación	40%
Venta de la empresa a otra empresa	26%
Venta de la participación a los socios promotores	16%
Venta de la participación a terceros	10%
Salida a bolsa	8%

Fuente: Comisión Europea. Dirección General de Empresa (2002).

Finalmente, un elemento clave que puede retrasar o reducir el rápido crecimiento del business angel como una herramienta de financiación de nuevos proyectos empresariales es la masa crítica necesaria. Si tenemos en cuenta que los business angels sólo invierten entre el 5% y el 15% de los proyectos estudiados, el número de business angels óptimo para atender todos los proyectos tendría que situarse entre siete y veinte veces por encima del de las empresas que han recibido financiación. Por lo tanto, para atender todos los proyectos empresariales se necesitaría una masa crítica estimada de entre siete y diecinueve millones de business angels entre todos los estados miembros de la Unión Europea.

2.5. Los business angels en España

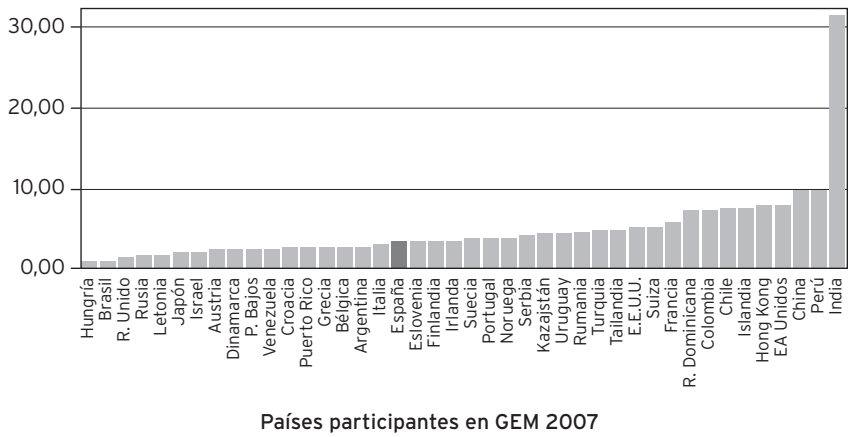
Desde 1999 se está llevando a cabo el proyecto GEM (*Global Entrepreneurship Monitor*). Este proyecto aporta información valiosa sobre el ámbito y la capacidad emprendedora de los países que participan así como información sobre las actividades relacionadas, directa e indirectamente, con la actividad emprendedora. Es en este estadio donde también se han analizado las actividades y los perfiles de los business angels en el conjunto de España.

En el año 2007 se realizó una encuesta con una muestra de 27.880 entrevistas. A grandes rasgos, se desprende que un 3,22% de la población adulta actúo como business angel informal, lo que supone un aumento con respecto al año anterior (2,81%). Teniendo en cuenta el censo de población adulta según el INE en el mismo año (29.823.391 personas entre 18 y 64 años), el número de business angels en España estaría alrededor de 960.300 individuos.

En comparación con otros países, España está en los mismos niveles que Italia o Portugal y por debajo de Estados Unidos o Francia (fig. 1). India, China y Perú siguen en cabeza en cuanto a ratios de inversión informal.

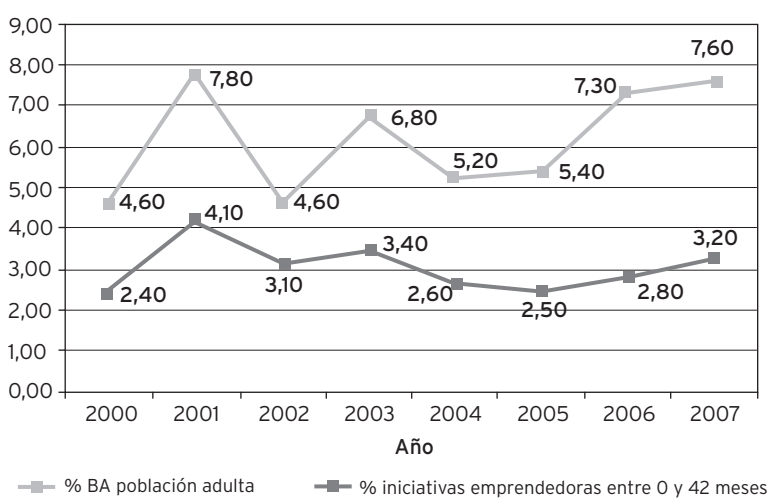
Además, tal y como muestra la figura 2, existe una relación directa entre el porcentaje de iniciativas emprendedoras en España y el porcentaje de business angels que les apoyan con su capital. Desde el año 2005 hay una tendencia al incremento en ambos indicadores.

Figura 1. Porcentaje de población adulta que ha actuado como business angel en los tres últimos años



Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

Figura 2. Evolución de la inversión informal tipo business angel y del porcentaje de emprendedores



Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

Siguiendo con los resultados del Informe Ejecutivo GEM España 2007, el perfil de un business angel en España es el de un varón de unos cuarenta años, con estudios universitarios, renta media-alta, residente en zonas urbanas y que invierte mayoritariamente en proyectos de familiares o conocidos.

En concreto el business angel español presenta las siguientes características:

- Casi el 62% son hombres y el resto, un 38%, mujeres.
- La edad media está en torno a los cuarenta años.
- El 35% de inversores privados tiene estudios superiores.
- El 78,5% está en situación laboral activa y una ligera mayoría (53%) trabaja por cuenta ajena.
- La práctica mayoría de inversores privados (88%) reside en zonas de más de 5.000 habitantes.
- En cuanto a su experiencia previa como emprendedores, un 6% inició su actividad emprendedora en los últimos tres meses, un 7,5% la inició en los últimos 42 meses, un 12,3% son empresarios con más de 42 meses de actividad y un 24,2% no cuenta con ninguna actividad emprendedora en el momento de la elaboración del estudio (2007).
- El 5,6% de business angels en España ha cerrado un negocio en los doce meses previos a julio de 2007.
- Un 66% piensa que tiene los conocimientos y la experiencia necesarios para invertir y un 57% no entienden el fracaso como barrera para invertir o emprender.
- Sólo en un 1,7% de los casos se invierte en proyectos de desconocidos mientras que en el 55% de los casos los business angels en España invierten en personas y en proyectos con los que existe un vínculo o relación familiar.

- La inversión media que realizan los business angels españoles es de unos 17.000 euros. El mínimo invertido es de 1.000 euros y el máximo de 240.000 euros.

- Un poco más de un tercio de los business angels (36,3%) no espera ningún retorno de su inversión, mientras que otro tercio (31,5%) espera la devolución íntegra del capital aportado.

- El tipo de proyecto en el que invierten es muy variado, destacando la inversión en servicios de restauración (bares y restaurantes), negocios comerciales y sector primario.

- Por último, al analizar el fenómeno desde el punto de vista del emprendedor, la mayoría de los inversores privados ponen dinero en proyectos de familiares, aunque se consolida el porcentaje de business angels que financian proyectos de desconocidos (1,7%)

Estos datos demuestran la todavía enorme importancia del entorno familiar en la creación de empresas en España al tiempo que un lento pero constante desarrollo de la figura del business angel profesional, que invierte en negocios ajenos en los que no tiene ninguna relación con el emprendedor. En definitiva, todavía hay un largo camino por recorrer si queremos que los business angels se conviertan en un recurso de financiación al alcance de los nuevos empresarios tal y como ocurre en países de cultura anglosajona.

La tabla 2 muestra la distribución del retorno esperado por el business angel informal. Según el Informe Ejecutivo GEM España 2007, un alto porcentaje de business angels (un 30,8%) invierte a «fondo perdido», de modo que no espera recuperar nada de la inversión realizada. Un 5,6% espera recuperar sólo la mitad y un 26,8 %, simplemente lo invertido. Así pues, casi la mitad de los business angels que financian un proyecto empresarial incipiente no lo hace esperando obtener un beneficio económico. En el otro extremo, existe un grupo de business angels reducido, un 4%, que espera rendimientos superiores a diez veces lo invertido.

Finalmente, según resultados del mismo informe, un 28% de la población nunca pondría dinero en un proyecto ajeno. El resto de la población se encuentra dividida más o menos a partes iguales entre los que lo harían

Tabla 2. Retorno esperado por el business angel informal

Retorno esperado por el business angel informal	%
Nada	30,8
La mitad	5,6
Lo Invertido	26,8
Una vez y media	5,1
Dos veces	7,7
Cinco veces	4,6
Diez veces	2,1
Veinte veces	2,2
Ns/Nc	15,1

Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

dependiendo de la identidad del solicitante, más concretamente de su relación con él, y los que se guiarían por criterios puramente empresariales, analizando la viabilidad del proyecto antes de invertir (tabla 3).

Aparte, desde las distintas redes de business angels, ya sean de ámbito regional o local, que poco a poco están surgiendo en España, principal-

Tabla 3. Reacción de la población ante una solicitud de inversión de capital tipo business angel

Tipo de reacción	%
Pediría todo tipo de documentación antes de invertir.	34,3
Pediría documentación dependiendo de la relación con el solicitante.	31,5
Ni siquiera consideraría la posibilidad de poner dinero en un proyecto ajeno.	28,2
No sabe.	3,0
Otro caso.	2,4
Rechaza.	0,6
Total	**100,0**

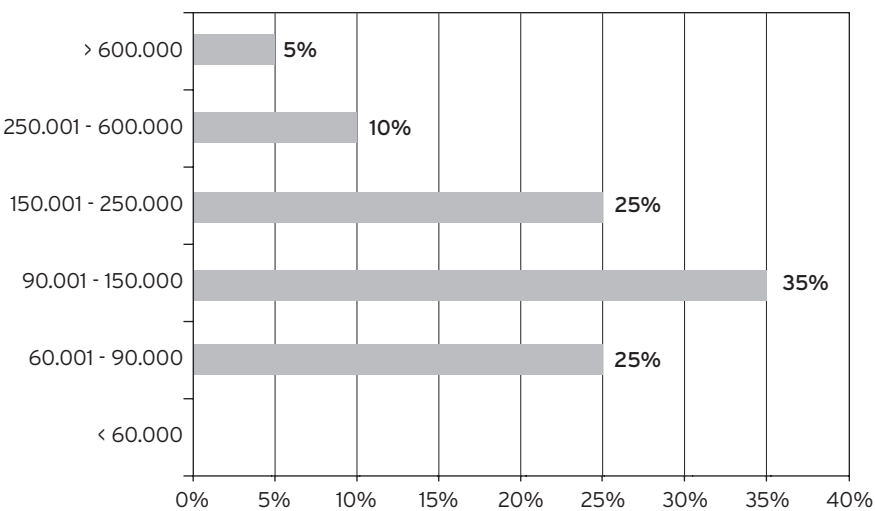
Fuente: Informe Ejecutivo GEM España 2007.

mente en Cataluña y Galicia, se están elaborando estudios de actividad bastante indicativos sobre dónde es posible extraer una primera conclusión sobre su perfil y modo de actuación.

2.5.1. Capacidad y niveles de inversión

Sin disponer de una masa crítica de operaciones cerradas, es decir, de inversiones que efectivamente se han llevado a cabo, es difícil cuantificar la capacidad potencial inversora de los business angels en España. Aun así, a partir de datos estadísticos fruto de varios estudios podemos definir un perfil de business angel con una capacidad de inversión en proyectos empresariales entre 50.000 y 250.000 euros, si bien su capacidad inversora se situaría aproximadamente entre los 400.000 y los 500.000 euros (fig. 3). Además de estos valores orientadores, los volúmenes de inversión en operaciones que ya se han cerrado oscilan entre los 100.000 y los 150.000 euros. Estos volúmenes de inversión se concentran básicamente en empresas que se encuentran al inicio de su puesta en marcha (*seed capital*) y en empresas que ya se hallan en la fase de producción o distribución (*start-up capital*).

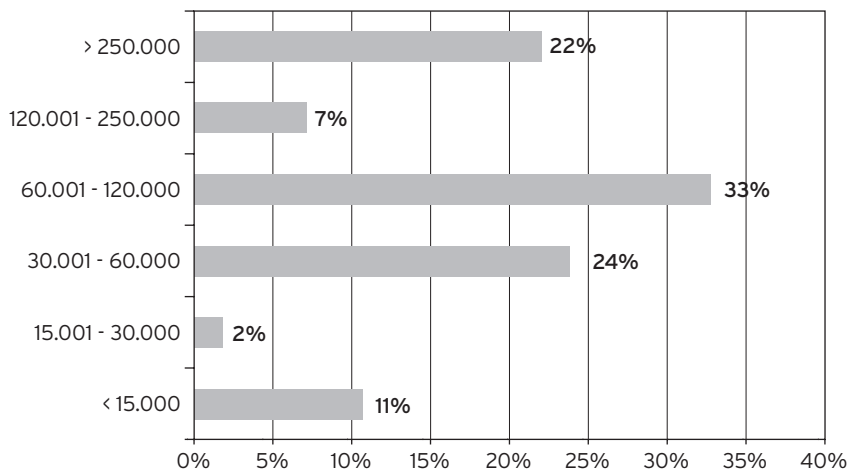
Figura 3. Capacidad inversora de los business angels



Fuente: Red Española de Business Angels (ESBAN).

Por otra parte, según un estudio elaborado dentro del marco de la primera escuela de business angels en Cataluña, podemos constatar que los volúmenes de inversión de las operaciones realizadas en nuestro país son menores que los volúmenes de inversión potenciales. Concretamente, por lo que respecta a la mayoría de los proyectos en los que se ha invertido, un 33% requieren unos volúmenes de inversión entre 60.000 y 120.000 euros; un 24% de las inversiones se realizaron en proyectos con unas necesidades de financiación entre 30.000 y 60.000 euros, y un 22% necesitó una financiación superior a los 250.000 euros (fig. 4).

Figura 4. Volúmenes de inversión en operaciones cerradas



Fuente: Red Española de Business Angels (ESBAN).

2.5.2. Implicación de los business angels

Los business angels suelen implicarse de forma importante y comprometida en el proyecto en el que han invertido ya que, si tenemos en cuenta que la mayoría de empresas se encuentran en la fase de desarrollo, es en este estadio donde el promotor del proyecto necesita el máximo apoyo por parte del inversor privado.

Normalmente, los promotores de los proyectos son nuevos empresarios jóvenes y repletos de ilusión que deberán competir en mercados alta-

mente competitivos y a veces beligerantes, en los que la aportación de madurez y experiencia representa un gran valor añadido. Además, hay que tener en cuenta que estas inversiones no están garantizadas por ninguna figura legal y que, por lo tanto, la máxima garantía que podrá tener el business angel del proyecto será su seguimiento personal de la empresa.

Esta implicación se puede realizar de varias formas. Así pues, un business angel puede:

- Participar en el equipo directivo.
- Participar en las decisiones estratégicas.
- Aportar experiencia en gestión empresarial.
- Aportar una red de contactos (clientes, proveedores, entidades financieras...).

2.5.3. Perfil profesional

La mayoría de los inversores privados estudiados son o han sido empresarios con éxito que acumulan una gran experiencia. La base que los caracteriza es el dinamismo y las ganas de empezar nuevos proyectos con gente joven y comprometida dispuesta a poner en marcha un nuevo proyecto empresarial. Estos empresarios a menudo ven la posibilidad de transferir sus conocimientos y habilidades a estos nuevos emprendedores.

De hecho, en el caso de los business angels que son empresarios podemos observar una prolongación de su vida profesional que un día iniciaron como nuevos emprendedores. Ahora bien, estos empresarios transmitirían todo su *know-how* a nuevos jóvenes emprendedores para que esta «cadena emprendedora» no se rompiese. En cambio, los business angels que no son empresarios son básicamente directivos de empresa que disponen de un poco de tiempo para dedicarlo a nuevos proyectos. Se trata de directivos de empresa que querrían arrancar nuevos proyectos pero que por razones de disponibilidad temporal y profesional ven más factible participar en proyectos promovidos por otras personas.

Para terminar, podemos añadir que los inversores privados, ya sea como empresarios o como directivos de empresa, canalizan su experiencia en el sector industrial, básicamente el textil y el metalúrgico. En un segundo estadio, su experiencia provendría del sector de la construcción y del sector financiero.

2.5.4. Sectores de inversión

El business angel suele invertir en aquellos sectores que mejor conoce y a los que puede aportar más valor añadido. Además, cuanto mejor conozca el sector, mejor podrá controlar el riesgo inherente.

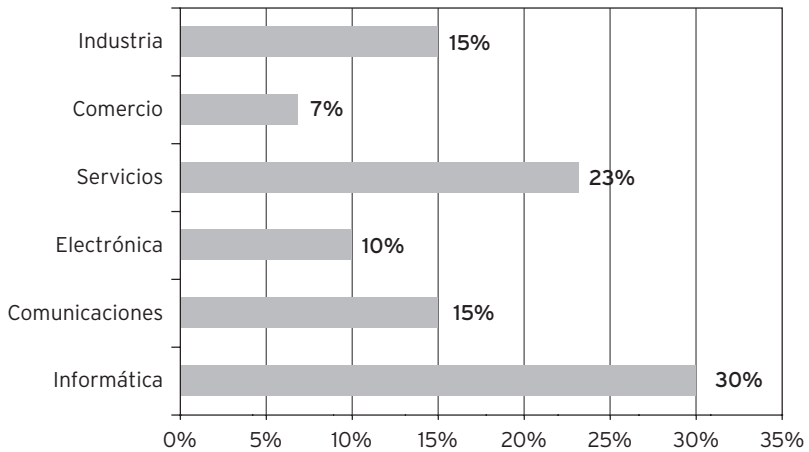
El hecho de que los business angels prefieran invertir en los sectores que más dominan puede implicar que las empresas que buscan financiación en capital y que operan en sectores altamente tecnológicos y los denominados biotech tengan dificultad para captar inversores privados. En Cataluña, este hecho se tendrá que analizar con el paso del tiempo y según se vayan poniendo en marcha nuevos proyectos empresariales dentro de los sectores citados.

Si tomamos como referencia el Reino Unido, tan sólo el 30% de las inversiones se destinan a proyectos con contenido altamente tecnológico. En cambio, sectores más tradicionales, como son los servicios y la transformación, representan casi el 70%. Excepcionalmente, Alemania lidera el grueso de inversiones en empresas tecnológicas (en el contexto europeo, estos inversores privados se conocen como business angels tecnológicos).

Según un estudio elaborado por la Red Española de Business Angels (ESBAN), las preferencias por sectores donde se puede invertir son la industria, el comercio, los servicios, la electrónica, las comunicaciones y la informática (fig. 5).

Los proyectos desarrollados en el ámbito de la informática y las telecomunicaciones son los que más se ofrecen en la red, ya que de entrada son los que requieren menos inversión y en los que el principal recurso es el *know-how* del promotor. Por otro lado, los proyectos enfocados a los servicios y al comercio representan un 40% del total, hecho fácilmente explicable al analizar los tipos de empresas, o mejor dicho, el tipo de microempresas que se crean en Cataluña.

Figura 5. Sectores preferidos para invertir



Fuente: Red Española de Business Angels (ESBAN).

Como es lógico, los proyectos de tipo industrial o de transformación son los que menos peso tienen, solamente un 15%, dada la considerable inversión inicial que requieren, inversión que los promotores, de forma individual, no pueden afrontar en la mayoría de los casos.

2.5.5. Motivaciones y criterios de inversión

2.5.5.1. Motivaciones

Los motivos que mueven a un inversor privado que quiere invertir en un proyecto empresarial pueden tener finalidades económicas o sociales:

a) *Inversiones con finalidades económicas.* Estas inversiones se dan cuando se quieren obtener unos beneficios de tipo relacional mediante la participación en proyectos en los que se tenga un amplio conocimiento del negocio. Con la aportación de valor por parte del business angel se intentará obtener una importante plusvalía a medio plazo, entre tres y cinco años.

b) *Inversiones con finalidades sociales.* Son inversiones que buscan obtener beneficios de tipo social y emocional con que, a partir de la inver-

sión realizada, los business angels alcancen el grado deseado de autoafirmación y autosatisfacción. Con esta finalidad se quiere:

- Seleccionar un proyecto empresarial de gran éxito en el que el business angel pueda participar activamente.
- Reencontrar el potencial de los inicios de su actividad como profesional.
- Disfrutar del espíritu y el ánimo que caracteriza el desarrollo de nuevos proyectos empresariales.
- Transferir sus conocimientos a los nuevos emprendedores.

2.5.5.2. Criterios de inversión

Según encuestas realizadas por la EBAN (*European Business Angels Network*) a varias redes asociadas, los criterios clave que los business angels consideran en la fase de estudio de los proyectos empresariales son los siguientes:

- El plan de empresa.
- El nivel de inversión con respecto al riesgo del proyecto.
- Los conocimientos del promotor.

Por otra parte, según una encuesta elaborada por la Venture Capital Report del Reino Unido, con una muestra de quinientos business angels, los criterios principales que deben valorarse en un proyecto son:

- El equipo directivo.
- El conocimiento que se tiene del mercado y del producto.
- Los resultados económicos.
- El contenido y la presentación del plan de empresa.

Así pues, podemos constatar que los criterios de inversión que deben valorarse, y más concretamente su orden de importancia, dependen del tipo de business angel encuestado, y pueden variar considerablemente.

Según estudios elaborados por la EBAN es muy difícil definir un perfil de proyecto modelo en el que desearían participar muchos inversores privados. No obstante, la tabla 6 recoge un perfil de proyecto estándar.

Tabla 6. Modelo de proyecto de inversión

Fase	*Start-up*
Inversión	Entre 100.000 y 150.000 euros
Sectores	Informática
	Telecomunicaciones
	Salud y farmacia
	Electrónica
Crecimiento	+ 200% en 3 años
Rendimientos	20%

Fuente: EBAN (European Business Angels Network).

2.5.6. Motivos para no invertir

Los business angels pueden rechazar los proyectos empresariales que reciben por varios motivos —un 85% de los proyectos presentados en el Reino Unido son desestimados. Los más habituales son los siguientes:

- La poca información que se tiene del negocio presentado.
- La falta de conocimiento con respecto al sector económico en el que se desarrollará el proyecto.
- El desconocimiento del procedimiento de capitalización y de la toma de participaciones en nuevas empresas.
- La falta de proyectos que cubran las expectativas de inversión.
- La aversión al riesgo (no se ofrecen garantías).

2.5.7. Marco de relación

Las relaciones humanas no son nada fáciles, como tampoco lo es el que dos personas que no se conocen de nada se entiendan a la primera y después de un «noviazgo» de cuatro o cinco meses inicien un camino que muchas veces será difícil y arriesgado y en el que es probable que pierdan dinero.

Por lo tanto, las condiciones previas para que la relación entre el emprendedor y el business angel prospere deberán tener en cuenta los siguientes factores:

a) Cooperación: el business angel será un miembro de hecho dentro del equipo.

b) Compromiso: el equipo promotor invertirá todos los recursos necesarios con el fin de alcanzar el plan de negocio planteado.

c) Competencia: del business angel hacia el equipo directivo.

d) Carisma: el business angel tiene que ser capaz de transferir sus conocimientos en lugar de imponerlos.

e) Complicidad: el business angel se tiene que llevar bien y entenderse cordialmente con los promotores del proyecto.

f) Control: el business angel, desde un buen principio, tendrá que establecer los mecanismos de control de la gestión del proyecto en el que quiere invertir.

2.5.8. Aportación de valor

Como vía de financiación que son, los inversores privados se caracterizan porque, además de aportar capital y asumir un riesgo importante, también aportan valor a la empresa en la que invierten. Esta aportación de valor del business angel implicará un aumento del valor de la empresa que, al final de la inversión, se tendrá que ver reflejado con unas importantes plusvalías y con unos rendimientos económicos que cubran las expectativas iniciales del business angel.

Esta aportación de valor estará condicionada a los siguientes aspectos:

a) Nivel de implicación dentro de la empresa.

- Pasiva (socio silencioso): seguimiento según pactos o seguimiento financiero.
- Reactiva (asesor): aportación de valor limitada. Se hace un seguimiento.
- Activa (trabajo dentro del equipo directivo): se alcanzará una aportación de valor plena con una gestión empresarial conjunta.

b) Tipo de aportación.

- Estratégica: puede asumir o bien un rol de consultor o bien de asesor financiero.
- Contactos: puede ayudar a seleccionar futuros directivos, al mismo tiempo que puede aportar una importante red de contactos.
- Trabajo personal dentro de la empresa.

c) Funciones a desarrollar dentro de la empresa.

- Presidente del consejo de administración.
- Miembro del consejo de administración.
- Consejero delegado.
- Consultor del proyecto.
- Mediador en alianzas.
- Captador de fondos de financiación.
- Captador de clientes clave.

- Asesor empresarial.
- *Coach*.

d) Tipo de información necesaria.

- Informe de ventas y resultados, tanto contables como operativos.
- Detalle de ventas y cartera de nuevos pedidos o contratos.
- Detalle de costes y gastos.
- Gestión financiera. Nuevas vías de financiación.
- Gestión de la tesorería.
- Detalles de la organización.
- Incidencias.

e) Errores que debe evitar.

- No leer los informes de los promotores.
- No preparar las reuniones del consejo o las de la dirección.
- No estar disponible para la toma de decisiones importantes o no participar en ellas.
- Enviar analistas o consultores a las reuniones de dirección.
- Ser demasiado exigente con los pequeños errores.
- No coordinarse con el resto de socios en reuniones externas a la propia empresa.

La expresión *aportación de valor* a menudo puede ser difícil de configurar, ya que cada business angel puede entender y medir su participación de valor de forma distinta. Aun así, un posible perfil de inversor privado

que aporta valor a un proyecto empresarial presenta estas características:

- Tiene experiencia como directivo en el ámbito del consejo de dirección en empresas industriales o de servicios.
- Tiene experiencia en distintas áreas de gestión y negociación.
- Tiene una fuerte integridad moral.
- Tiene una buena capacidad de comunicación y relación.
- Tiene capacidad para analizar ágilmente volúmenes considerables de información poco estructurada.
- Tiene la capacidad de trabajar con dureza.

Un business angel, independientemente de su capacidad de aportar más o menos valor a la empresa, no tiene miedo al fracaso, ya que éste forma parte del juego. En palabras del Dalai Lama:

«Si pierdes, no pierdas la lección.»

3. Las redes de business angels

Las redes de business angels son agrupaciones de inversores privados que tienen un objetivo común: la toma de participación en nuevos proyectos empresariales. El concepto de redes surge de la necesidad de los business angels de encontrar un canal donde poder evaluar proyectos de inversión, y a su vez, compartir experiencias y profesionalizar esta actividad. Así pues, las redes de business se constituyen como punto de encuentro entre business angels y emprendedores.

3.1. Programa piloto europeo sobre las redes de business angels

El *Programa Piloto de la Red de Business Angels* se inició como respuesta al estudio de viabilidad de 1998, en el contexto del *Third Multiannual Programme for SMEs* (1997-2000). Su objetivo era que las redes de business angels aumentaran las inversiones en nuevas empresas. El programa pretendía afrontar los prejuicios culturales responsables de que los emprendedores no busquen financiación en el sector «informal» y transmitir buenas prácticas a las redes de business angels activas en Europa. El programa financió tres tipos de acciones:

- Acciones difusoras para intensificar la concienciación y difundir las buenas prácticas.
- Estudios de viabilidad para comprobar la validez del concepto de red de business angels en un territorio concreto.
- Proyectos de creación de redes para establecer y apoyar la creación de nuevas redes.

Las conclusiones más importantes de la evaluación fueron las siguientes:

a) Aumento de la concienciación. Para afrontar los problemas de acceso a la financiación y en respuesta a los déficits continuos de fondo propio, es preciso educar a los empresarios y emprendedores y enseñarles como deben ampliar los horizontes hacia el tipo financiero más adecuado para cada etapa del desarrollo empresarial. Al mismo tiempo, es necesario transmitir de forma consistente a los emprende-

dores el concepto de beneficio potencial de la financiación de riesgo y la implicación personal que pueden aportar los business angels a la misma. Hay que transmitirlo como un recurso atractivo y adecuado para la financiación en las primeras etapas, por lo que se da la oportunidad de transmitir buenas prácticas.

b) *Financiación de la red.* Algunas características importantes de los buenos proyectos de creación de redes de business angels son las actividades que facilitan los contactos cara a cara entre emprendedores muy preparados y business angels motivados, con la ayuda de códigos de conducta adecuados en ambas partes. El acuerdo de consenso es que son necesarios fondos públicos para ofrecer esta habilidad.

c) *Beneficios de la red.* La repercusión directa que esperaban los proyectos de creación de redes de business angels es un aumento de la capacidad de encuentro que conlleva un flujo de nuevos entendimientos. Es probable que haya mayores impactos en las comunidades de business angels locales y regionales que no en las zonas más extensas que podrían ofrecer las redes transnacionales. Aun así, la continuidad actual de la red de business angels necesitará más de los dos años concedidos a los proyectos piloto.

d) *Proceso de encuentro.* La inversión informal es un proceso muy personal y la experiencia individual permite pensar que un business angel prefiere estar cerca del emprendedor como parte de las condiciones necesarias para sacar adelante una red de éxito. Todas las partes coinciden en que las inversiones son un medio oportuno para encontrarse, a través del cual el *marketing* dirigido crea la mejor concienciación entre los inversores y los emprendedores.

e) *Sistemas de redes en Europa.* Los mejores resultados del programa piloto suelen encontrarse en la fase de posinversión, especialmente en los sistemas de redes y en el establecimiento de relaciones en cualquier parte de Europa. La experiencia de gestión de las redes de business angels sigue siendo un problema para lograr los objetivos deseados, en parte debido a la falta de herramientas operativas. Aunque se espera que el programa tenga una repercusión favorable en el conocimiento sobre la actividad de los business angels de la UE, se mantienen las reticencias sobre su importancia real.

En cuanto a la relevancia del programa piloto, el informe considera lo siguiente:

a) Proyectos seleccionados. El ámbito de los proyectos era importante por los problemas detectados y por los objetivos del programa piloto de la red de business angels. Con todo, había proyectos menos relevantes que otros y hubiera podido existir más variedad de temas (por ejemplo, concienciación sobre la creación de proyectos). Habría que haberse fijado más en la adecuación de las organizaciones que acogen redes de business angels para asegurar el apoyo a los objetivos de la red. La presentación de proyectos depende de la cultura de capital —por ejemplo, de la acogida de los business angels externos—, la cual está menos desarrollada en algunos estados miembros.

b) Acciones menores. Pese a que se puede discernir la trascendencia global del programa piloto, su falta de visión y el presupuesto exiguo destinado a un asunto de esta magnitud lo convierten en un asunto de relevancia global indiscutible, por lo que habrá que buscar otras vías de financiación para destinar más fondos.

c) Política integrada. Parece importante seguir destinando fondos públicos para estimular la evolución de las habilidades de las redes de business angels y sus aptitudes en cualquier parte de Europa. Si esta ayuda sirve para enderezar el fracaso continuo del mercado en el ámbito europeo, es necesaria la integración de las iniciativas de los inversores privados en redes empresariales y en las políticas y los programas de los emprendedores.

La efectividad del programa piloto sobre las redes de business angels se ha concretado de la forma siguiente:

a) Impacto limitado. Entre los distintos proyectos estudiados en el informe, algunos de ellos han sido efectivos, pero la contribución general a los objetivos del programa ha sido limitada. A pesar de ello, cabe recordar que la comunidad de redes de business angels todavía se encuentra en la fase inicial. Los principales impactos han sido el aumento de la concienciación, que la red europea ha encontrado su sitio y, finalmente, que podemos afirmar que el programa piloto ha rentabilizado un pequeño presupuesto.

b) *Falta de presencia.* El programa ha tenido poca presencia en el entorno de los business angels y de las redes de business angels a lo largo del territorio. Como consecuencia del desconocimiento de la existencia de este programa piloto, no se han realizado demasiados esfuerzos para asegurar la eficacia de los proyectos y el aprendizaje y la divulgación de las lecciones extraídas de los estudios de viabilidad de financiación y de los proyectos de creación de redes.

c) *Necesidad de continuidad.* Para que el programa tenga una repercusión a largo plazo, es necesario que continúe con un diseño nuevo. Se conseguiría más repercusión si aumentase su presencia, su influencia en las políticas y la incorporación de iniciativas en el ámbito de las políticas empresariales.

Los resultados de la evaluación dejan claro que el ámbito del programa piloto era limitado tanto por lo que respecta a la financiación como a su alcance. No obstante, los resultados de la evaluación remarcan que los beneficios de la construcción de una red son considerables y que la aplicación de medidas relacionadas con los business angels en el ámbito de la política general podría dar lugar a mejores resultados.

3.2. Las redes como organización y canal

Es evidente la voluntad de la Unión Europea de extender nuevas políticas y medidas que faciliten y ayuden al desarrollo de nuevos servicios de apoyo al espíritu emprendedor. En este ámbito, es importante reflejar la voluntad de la Unión Europea de potenciar el desarrollo de la figura del business angel, tal y como se cita 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).

Con el fin de que exista un mercado para realizar y cerrar acuerdos (*deals*) entre emprendedores y business angels, es preciso que haya una oferta (business angels) y una demanda (emprendedores) de capital, y que esta oferta se halle en el mercado. La tendencia actual implica que la mayoría de los inversores privados con capacidad e iniciativa inverso-

ra no encuentran oportunidades de inversión adecuadas a sus expectativas. Al mismo tiempo, los emprendedores tienen dificultades para identificar business angels potenciales, ya que un buen número de estos inversores privados valoran en exceso el anonimato y, en la mayoría de los casos, no están agrupados en redes. Esta tendencia se hace más evidente en países mediterráneos, ya que la inversión en empresas de nueva creación se lleva a cabo bajo una gran discreción; en cambio, en los países de cultura anglosajona se valora muy positivamente y es motivo de ostentación social.

Hasta ahora los únicos ámbitos donde se podía conocer a estos business angels y contactar con ellos eran los círculos de amistad, profesionales y de confianza. También podemos encontrar varios prescritores que actúan habitualmente de forma desinteresada y *amateur* (banqueros, agencias de desarrollo, economistas, abogados...). No obstante, el informe de la Comisión Europea de 1998 se ha convertido en un primer paso muy importante para el desarrollo de este nuevo mercado donde oferta y demanda de capital ya disponen de un punto de encuentro formal: las redes de business angels.

Los inversores privados son la parte más visible del mercado de capital riesgo «informal» y, por lo tanto, deben permitir infundir más dinamismo al resto del mercado. En este sentido, las redes de business angels tienen que ser instrumentos al servicio de este objetivo y deben:

- Hacer visible el mercado mediante una elevada difusión del concepto que permita que oferta y demanda crezcan.

- 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, que tengan en cuenta los requerimientos específicos.

Uno de los principales riesgos con que se pueden encontrar las redes es su voluntad de reunir varios intereses y a varias personas a su alrededor. No debemos olvidar que los business angels y los emprendedores generalmente se caracterizan por una cierta tendencia a la independencia de actuación y al individualismo, características a menudo relacionadas con

la capacidad de liderazgo. Por este motivo, para que las redes se desarrollen correctamente es preciso conseguir:

- Un volumen crítico de business angels.
- La búsqueda, la identificación, el asesoramiento y la preparación de buenos proyectos de inversión.
- La identificación de vías de salida para los business angels.

Resumiendo, la gran relevancia de las redes de business angels dentro del sector del capital riesgo «informal» (decimos informal para diferenciarlo del capital riesgo formal regulado por la Ley 17/1999, de 5 de enero) se fundamenta teniendo en cuenta dos factores principales:

- La aversión al riesgo de las entidades financieras, sobre todo en operaciones planteadas por pequeñas empresas.
- El apoyo tan importante de la Comisión Europea a través de la agrupación de las principales redes europeas en la EBAN (European Business Angels Network).

3.3. La difusión del concepto *red de business angels*

El primer paso para desarrollar el mercado de business angels es concienciar de los beneficios y de los servicios que aportan. Tanto los inversores privados potenciales como los emprendedores tienen que conocer las ventajas de las redes de business angels. La tarea de concienciación es una actividad que requiere esfuerzos ininterrumpidos y en la cual los organismos públicos y privados han demostrado su utilidad en muchos países. Las redes de business angels tienen mucha importancia en este proceso, ya que dedican importantes cantidades de tiempo a identificar a los business angels potenciales y les aportan propuestas.

Si tenemos en cuenta que las redes de business angels son todavía un fenómeno innovador en muchos lugares, también hay que concienciar al sector público tanto a nivel nacional como regional. La experiencia nos enseña que conseguir la cobertura de los medios de comunicación es una técnica efec-

tiva de aumentar la concienciación general. A grandes rasgos, este aumento de la concienciación también tendría que incluir el ámbito administrativo, legal y fiscal en el que trabajan los business angels y las redes.

El aumento de la concienciación tiene varias vertientes. Las redes en los Países Bajos, en Italia, en Austria y en Bélgica han utilizado los seminarios para informar a los business angels potenciales y a los emprendedores sobre las ventajas del mercado de los business angels. Este tipo de seminario suele reunir a inversores experimentados y emprendedores potenciales y consolidados que comparten información sobre el mercado. En general, el aumento de la concienciación es un proceso lento, y pueden ser necesarias acciones muy activas que duren entre tres y cinco años para poder ver sus resultados.

Un buen ejemplo del aumento de la concienciación del beneficio que reportan las redes de business angels lo encontramos en Austria. La financiación pública y la red austriaca i2, vinculada a AWS, han prestado mucha atención a la cobertura de los medios de comunicación. Se ha intentado presentarla en varios medios (periódicos, revistas y televisión) y en cualquier rincón del país. Ha desarrollado una gran página en Internet y se sirve de socios locales en todas las provincias para promover la idea de la inversión informal. Además, ha intentado situar a «arcángeles» que ayuden a reclutar a nuevos inversores privados para la red de business angels i2. Además, la i2 también ha organizado seminarios para emprendedores con el objetivo de aumentar su situación en las negociaciones con business angels potenciales. Estas sesiones de entrenamiento significan una comisión de participación de 100 euros para los miembros y de 150 euros para los que no los son. Estos seminarios han servido para formar y aumentar la concienciación. Incluían ejemplos de business angels experimentados y presentaciones de banqueros y asesores sobre el proceso de inversión. La red i2 también ha publicado directrices para emprendedores en relación con el proceso de inversión privada.

3.4. Marco legal de las redes

En el terreno europeo, el camino hacia el mercado único implica que se están aplicando propuestas de tipo legislativo y de otro tipo para aplicar el *Plan de Acción sobre Capital Riesgo*, en 2003, y el *Plan de Acción de*

Servicios Financieros, en 2005. Es importante tener en cuenta la necesidad de desarrollar el mercado de capital riesgo. La modificación de la propuesta de la Comisión para una directiva sobre prospectivas de emisión incluye una exención donde las PYME pueden aumentar el capital hasta unos 2,5 millones de euros en un año sin tener que publicar la información. Esta exención va dirigida directamente al mercado de los business angels y permite su libre desarrollo.

En Bélgica, a los emprendedores no se les piden comisiones. En el Reino Unido, las redes disponen de comisiones, pero si quisieran obtener beneficios tendrían que someterse a la legislación sobre servicios financieros, lo que requeriría más beneficios. En general, las redes del Reino Unido tienen que obtener el visto bueno de la autoridad de servicios de financiación o tienen que formar parte de una iniciativa de desarrollo económico. Pese a que existen aspectos reguladores menores, en general las redes de business angels parece que son capaces de operar en los estados miembros sin trabas reguladoras.

Es importante que tanto los estados miembros como las instituciones europeas no pierdan de vista las necesidades del mercado de capital riesgo «informal» a la hora de legislar. Debido a la naturaleza informal de este mercado, esta tarea no siempre resulta fácil.

A medida que las redes de business angels han ido creciendo y han dejado de ser invisibles, los estados miembros han ido incorporando medidas favorables para los business angels a las políticas económicas.

Algunos de estos estados miembros experimentan con herramientas destinadas a ayudar en la inversión de los business angels. Así, en Austria la agencia pública de desarrollo de las PYME, AWS, atorga garantías a las inversiones de los business angels. Bélgica trabaja en iniciativas políticas favorables a las inversiones de los business angels y el Reino Unido ha anunciado varios proyectos piloto para potenciar la predisposición a invertir.

No obstante, en oposición a políticas de condiciones operativas favorables (como los bajos impuestos y los mercados de financiación líquida), los proyectos específicos de ayuda a la inversión pública siempre tienen que respetar la legislación de ayuda estatal para las PYME, tal y como establece la Comisión.

3.5. Las redes como inductoras de la competitividad

Una característica global del mercado de capital riesgo, que incluye la parte de los business angels, es la competitividad. Solamente los mejores proyectos obtienen financiación de los inversores privados y sólo algunos de estos proyectos crecen rápidamente. No se puede conocer con antelación qué empresas tendrán éxito y cuáles fracasarán. Muchos proyectos no se seleccionarán en las inversiones y un gran número de empresas financiadas fracasarán o no crecerán al ritmo esperado.

En este proceso competitivo, las perspectivas de éxito se pueden mejorar con el incremento de voluntad de inversión de los empresarios. Este elemento es importante en el proceso de encuentro porque el emprendedor necesita entender las diferencias entre las fuentes de financiación y aquello que realmente afecta a los business angels.

Podemos definir la voluntad de inversión como la comprensión del emprendedor y la respuesta a las preocupaciones del business angel al presentar un proyecto. En este sentido, la herramienta clave son los planes de empresa. A menudo, los emprendedores no se pueden poner en la piel de los inversores privados y no son capaces de amoldar las propuestas de modo que las perspectivas de los business angels contengan la información que ellos desean. Normalmente, los ámbitos en los que el emprendedor tiene que guiar al business angel son:

- La evaluación de la empresa.
- La posible estrategia de éxito.
- La protección de los accionistas minoritarios.
- Los aspectos fiscales.
- La necesidad de la debida diligencia.

Según el estudio sobre las políticas de ayuda pública de varios estados miembros, los medios más efectivos para estimular el mercado de capital riesgo confluyen en la parte de la demanda. Este hecho significa la superación de incertidumbres y la resistencia de los emprendedores, que

son demasiado ortodoxos y dependen del sistema educativo, del entorno empresarial, de las tradiciones administrativas y de la política pública.

La falta de comprensión de los emprendedores sobre los requerimientos de los business angels se puede reconducir mediante varios servicios de ayuda. Un ejemplo de estos servicios es el proyecto británico alRe, en el contexto de construcción de un plan de empresa atractivo en el marco del programa de e-contenidos de la Unión Europea. Por ejemplo, este programa suministra a los emprendedores que buscaban financiación una herramienta para autoevaluar su disposición inversora, con servicios mejorados y acceso a la información con un servicio de encuentro. El proyecto concluyó que no existen soluciones fáciles para aumentar la financiación y que, incluso con una propuesta de inversión al momento, la media de tiempo que los emprendedores invierten en la búsqueda de business angels era de doce a dieciséis meses.

Otro ejemplo de servicio de voluntad de inversión lo lleva a cabo el Finnish National Fund for Research and Development. Ofrece garantías de hasta 36.000 euros a los emprendedores que se encuentran en la etapa de preestablecimiento para que creen un plan de empresa viable y preparen el equipo de gestión para la financiación de los business angels mediante su servicio de encuentro.

Efectivamente, las redes de business angels intentan, de forma activa, proporcionar servicios de asesoramiento a los emprendedores que buscan business angels informales. De la red alemana, el 25% ofrece estos servicios y el 58% tienen pensado hacerlo. Pero, pese a que la propuesta de un emprendedor pueda estar a punto técnicamente, en el análisis final es el «atractivo» el que determina si un business angel decide invertir. Este atractivo incluye la presentación de todas las aptitudes del emprendedor, la química personal entre éste y el business angel, y el potencial total que el inversor vea en la propuesta.

3.6. El efecto multiplicador de las redes

El nivel de financiación requerido depende de cada empresa: algunas de ellas recurren a una combinación de varias fuentes de financiación, mientras que otras no se pueden beneficiar de los business angels o de los

fondos de capital riesgo. En consecuencia, la cooperación entre proveedores de financiación podría traducirse en resultados que no se lograrían si los agentes financieros actuasen de forma individual.

Las redes de business angels pueden cooperar entre ellas, con viveros de empresas y con fondos de capital para potenciar sus experiencias y convertirse en servicios de referencia unos y otros. La cooperación entre las redes de business angels es el primer paso para mejorar las operaciones.

Por ejemplo, las redes alemanas citan los aspectos siguientes como los más importantes para la cooperación:

- Intercambio de buenas prácticas.
- Planificación de foros comunes.
- Aportación de programas comunes de asesoramiento.
- Concesión de una segunda oportunidad para los planes de empresa.

Los viveros pueden actuar como servicios de preselección para los business angels. Las empresas emergentes que trabajan conjuntamente con viveros ya han vivido dificultades principales, y los viveros pueden aportar oportunidades de formación entre empresas. Además, los viveros también pueden sacar partido de las economías de escala en sus operaciones de ayuda. Los business angels se pueden beneficiar de la presencia de un grupo integrado de empresas participadas potenciales, y los emprendedores pueden sacar provecho de un entorno de ayuda integrado.

Según un estudio británico, existen complementariedades potenciales entre los inversores privados y los fondos de capital riesgo. Son sobre todo los business angels los que se pueden beneficiar de estas complementariedades, pero la relación se ve más positiva que negativa tanto para los business angels como para los fondos, y también para las empresas de inversión potencial. La cooperación entre los inversores privados y la aportación de capital riesgo son ámbitos en los que se podría explorar el potencial de las sinergias.

En Alemania, el 64% de los business angels ven sus experiencias de coinversión positivas, sobre todo en términos de compartir experiencias. La cooperación también tuvo éxito con la Technologie-Beteiligungs-Geschellschaft mbH (tbg) pública, del Deutche Ausgleichsbank (DtA), ya que esta participación tendió a reducir el tiempo de contacto. En general, los business angels alemanes ven la participación de las instituciones del sector público (tbg o KfW) crucial por lo que al trato se refiere.

La cooperación entre los viveros y los business angels puede mejorar las posibilidades de aportar experiencia empresarial. Por ejemplo, en el año 2001 se crearon cinco redes regionales danesas de business angels vinculadas a viveros. Este experimento ha ayudado a mantener un flujo de tratos constante.

Otra forma de cooperación es combinar la inversión de los business angels con avales de capital del sector público. En Austria, la red i2 trabaja en cooperación con la agencia de desarrollo de las PYME y garantiza las inversiones de los business angels contra pérdidas totales de hasta 20.000 euros, o hasta el 50% de inversión (hasta dos millones de euros).

La red italiana IBAN coopera con la asociación de capital riesgo italiana y con un banco activo en cualquier parte de Italia. El banco entiende que, además de los motivos de identidad y de las relaciones públicas, la cooperación puede:

- Reducir su riesgo en los préstamos a las PYME.
- Conceder oportunidades de nuevos servicios y de nuevos business angels para los clientes del banco.
- Brindar oportunidades de participación privada en capital social.

A los efectos, podemos citar un ejemplo de cooperación regional en Francia. En este país, se lleva a cabo un nuevo esfuerzo que combina las inversiones de los business angels con los fondos de capital riesgo regionales. Esta hazaña ha sido emprendida por la Union Nationale des Investisseurs en Capital pour les Enterprises Régionales (UNICER) y tiene por objetivo combinar la experiencia de gestión y empresarial de

los business angels con los recursos abundantes y con las estrategias metodológicas de las empresas regionales de inversión. Normalmente, la inversión total oscila entre 300.000 y 2.000.000 de euros, de los cuales entre 45.000 y 170.000 corresponden a los business angels. A pesar de que la implicación de los business angels varía, representa entre el 17% y el 40% de las operaciones del UNICER de estos últimos años. A menudo, el business angel, uniendo esfuerzos con otros business angels, establece una sociedad para acciones, que aporta un régimen beneficioso del impuesto de plusvalía. Un factor crítico de éxito en este tipo de cooperaciones es el deseo del business angel de aceptar socios adicionales y de trabajar con ellos. Los fondos de capital regional pueden aportar experiencia legal y financiera que no poseen todos los business angels. El objetivo de las inversiones todavía se encuentra en sus inicios.

3.7. Establecimiento de las redes de business angels

Establecer una red de business angels puede requerir la cooperación de:

- Bancos.
- Agencias de desarrollo regional.
- Proveedores de servicios profesionales.
- Business angels y emprendedores potenciales.

En muchas ocasiones, la red existente de business angels ofrece soporte logístico y de asesoría para las nuevas redes, como lo hacen las agencias financieras de desarrollo nacional.

Desde sus inicios, la EBAN ha proporcionado un foro para el intercambio de información, para la red cara a cara y para el establecimiento de buenas prácticas entre los operadores de red. En grandes países con un número elevado de redes de business angels como el Reino Unido, Alemania y Francia, una red nacional de redes ofrece un foro para la cooperación. Y los países nórdicos estudian las posibilidades de establecer una red de redes transnacional.

Puede ser difícil encontrar business angels actuales y potenciales para formar una red. El método usual es el sistema de redes cara a cara, trabajando de un business angel a otro. En cambio, encontrar empresas potenciales para la financiación puede resultar más sencillo, ya que se pueden encontrar en muchas organizaciones de accionistas, también en las agencias de desarrollo, en los viveros y en los bancos.

La construcción de redes en los países candidatos es mucho más difícil que en los estados miembros, porque se encuentran en las primeras fases de desarrollo del mercado de capital riesgo. En consecuencia, los países candidatos necesitan ayuda y asistencia considerables en el establecimiento y en la gestión de redes de business angels.

Está claro que el concepto de redes de business angels tiene acogida en la mayoría de los estados miembros. El mercado de business angels del Reino Unido es el más maduro de Europa. Allí, las redes han sido operativas durante varios años y tanto las operaciones como la financiación se han estabilizado. Alemania, Francia, el Reino Unido y Dinamarca cuentan con el mayor número de redes, en términos relativos (el número de redes en relación con el número de PYME).

Sin embargo, la comunidad de business angels aún no refleja la diversidad de la sociedad europea. Tanto las mujeres como las minorías étnicas están infrarepresentadas y este hecho únicamente puede cambiar con el paso del tiempo, cuando un número suficiente de emprendedores de éxito que provengan de grupos infrapresentados entren en la comunidad de business angels. Aun así, para lograr este objetivo, las campañas para aumentar la concienciación tendrían que centrarse en estos aspectos y animar, de forma particular, a los grupos infrapresentados de business angels potenciales para que entren a formar parte de ella y sean activos.

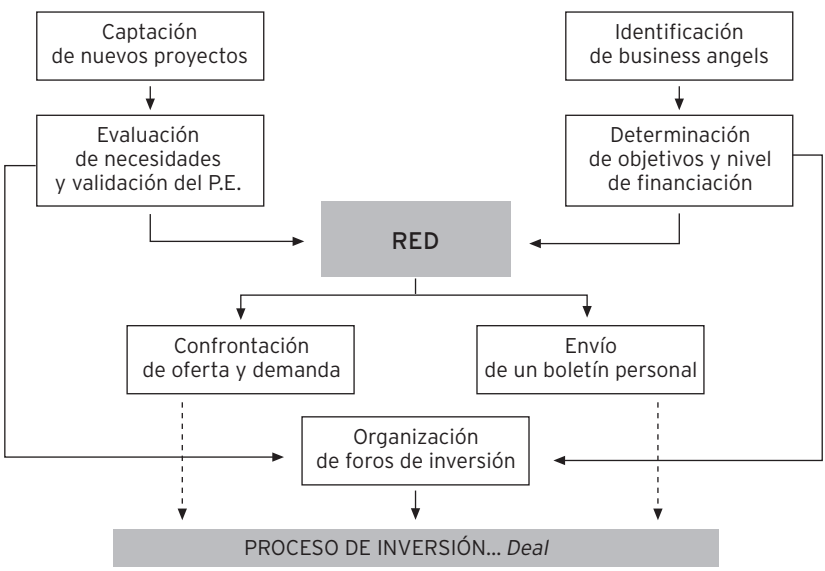
Este hecho también es importante para que los grupos infrapresentados puedan ser activos en otros sectores en los que no lo son los business angels actuales. Por ejemplo, las mujeres pueden ser más activas en los servicios, en el bienestar y en la educación. Las estadísticas actuales confirman bastante estas suposiciones. En Alemania, a pesar de que los business angels tanto masculinos como femeninos invertirán mucho (más del 50%) en tecnologías de la información, las muje-

res invertirán más en el sector de servicios que los hombres. Existen iniciativas para compensar el desequilibrio en la comunidad de business angels. De esta forma, existe en Suecia una red de mujeres profesionales de Hernova (financiada en parte por el Fondo Social Europeo) que intenta unir a mujeres emprendedoras y a business angels, y que ha iniciado una red de business angels, la HerBAN. Esta iniciativa cuenta también con el apoyo de Nutek, la agencia de desarrollo empresarial sueca.

3.8. Funcionamiento de las redes de business angels

Las redes de business angels funcionan como catalizadores de dos posiciones básicas: por un lado, la oferta, y, por el otro, la demanda de capital. Desde un punto de vista pedagógico e ilustrativo, hay quien compara este tipo de redes con agencias matrimoniales cuyo objetivo básico es presentar y poner en contacto ambas partes. El esquema de trabajo de una red de business angels es bastante sencillo (fig. 1).

Figura 1. Esquema del funcionamiento de una red



P.E.: plan de empresa.

Fuente: EBAN.

Tal y como se muestra en la figura 1, por un lado se incorporan a la red proyectos empresariales, tanto de empresas de nueva creación como de empresas que quieren poner en funcionamiento un plan de crecimiento. La captación de proyectos empresariales se puede realizar por vías distintas (universidades, escuelas de negocios, viveros de empresas, parques tecnológicos, consultorías...). Estos proyectos son analizados y validados, y se descartan de la red aquéllos que no son susceptibles de recibir financiación en capital. Por otro lado, se identificarán business angels potenciales con capacidad y sobre todo con expectativa de invertir en proyectos empresariales con un nivel de riesgo elevado. Una vez se han identificado estos business angels por varias vías (patronales, cámaras de comercio, consultorías y otros círculos económicos), también se sigue un proceso para identificar las expectativas de inversión de cada uno.

A medida que los dos actores de la red, business angel y emprendedor, se van incorporando, se inicia automáticamente un proceso de relación, tanto personal como a distancia, que al cabo de unos meses y en condiciones óptimas puede concluir con una boda o *deal*, es decir, en la inversión de un business angel en el proyecto de un emprendedor.

Este proceso de relación o *matching*, que finalizaría en el *deal*, se puede realizar mediante varios instrumentos:

a) *Presentaciones personales.* Tan pronto como el business angel realiza una primera valoración positiva del proyecto analizado con la coordinación de la red, se prepara una primera reunión entre las partes en la que el emprendedor presentará su proyecto. Así pues, ésta es la primera toma de contacto, un momento muy importante, ya que las reacciones subjetivas que se deriven determinarán el futuro de todo el proceso.

b) *Foros de inversión.* Su objetivo es hacer posible un primer contacto entre business angels y emprendedores aunque sólo sea en el ámbito de la presentación pública del plan de negocio. En los foros se presentan proyectos previamente seleccionados con los que se sigue un proceso para planificar y preparar las presentaciones públicas. Este proceso es muy importante, ya que el foro es la primera presentación pública que se hace de un proyecto y, probablemente, también es la

primera toma de contacto entre emprendedores e inversores potenciales. Seguramente, de esta primera impresión derive un acuerdo final muy provechoso para las partes.

c) *Boletín personal.* Todos los business angels adscritos a la red reciben periódicamente un boletín electrónico o impreso que les informará de las actualizaciones de los nuevos proyectos introducidos en la red. Los datos de los nuevos proyectos incluidos en el boletín serán los datos definidos en el perfil ciego inicial.

d) *Presentaciones a través de plataformas tecnológicas.* Estas plataformas gestionan una base de datos que permite, en parte, hacer posible el proceso de *matching* entre emprendedores y business angels, y, en parte, tener un control estadístico de los miembros de la red. Gracias a Internet, los business angels se pueden conectar a la plataforma de la red y consultar en tiempo real todos los proyectos que contiene. Los datos presentados serán los que se hayan definido en el perfil ciego inicial.

Sin lugar a dudas, se trata de un proceso largo, difícil, que suele extenderse más allá de los tres meses y del que solamente se acabará invirtiendo en un 10% de los contactos iniciales.

3.9. Servicios que pueden ofrecer las redes

Las redes de business angels suelen tener como objetivo ofrecer los servicios que necesitan tanto los emprendedores como los business angels. Aunque cada red ofrece sus propios servicios para lograr sus propios objetivos, ya sean asociativos o mercantiles, los servicios que ofrecen las redes se pueden resumir en:

a) Referentes a los emprendedores.

- Presentación del proyecto a business angels que pueden aportar financiación.

- Presentación del proyecto a business angels que pueden aportar gestión y contactos.

- Contacto con business angels a través de plataformas tecnológicas.
- Asesoramiento en la realización del plan de empresa.
- Preparación para la exposición del proyecto en foros de inversión.

b) Referentes a los business angels.

- Preparación y disposición de una masa crítica de proyectos empresariales.
- Contacto con emprendedores a través de plataformas tecnológicas.
- Participación en foros de inversión.
- Asesoramiento y formación en todo el proceso de capitalización.
- Seguimiento de la gestión económica de la empresa en la que se invierte.
- Tratamiento fiscal en el proceso de desinversión.

Dado que este mercado todavía es muy incipiente, la formación y el asesoramiento son dos variables a tener muy en cuenta. En consecuencia, existen varios ejemplos en este sentido. Concretamente ya se están organizando escuelas de business angels en Francia y España. La red nacional francesa de business angels, France Angels, lleva a cabo una iniciativa educativa llamada *École des business angels*, la cual pretende aumentar la concienciación entre los business angels y, al mismo tiempo, reclutar nuevos inversores privados impartiéndoles sesiones de asesoramiento de alto nivel.

El programa contiene temas tales como el de definir diferentes aspectos:

- El perfil del business angel típico y las perspectivas de inversión.
- Las expectativas de recompensa y de salida.

- El papel del business angel al invertir en una empresa.

- Las complementariedades y los conflictos entre agentes financieros.

- Los pasos en la inversión de los business angels (incluyendo aspectos legales y fiscales).

Existe información sobre cómo llegar a ser un business angel y sobre los aspectos de la relación emprendedor-inversor privado. Esta relación se ve desde la óptica de la esperada contribución del business angel en la financiación y en el proceso de decisión, en la relación contractual, en la organización de intercambio de información, en el acceso a los contactos de las redes de business angels y en las distintas salidas de los business angels.

Por otro lado, en España, las principales redes que actualmente están trabajando en todo el territorio organizan anualmente su propia escuela de business angels donde, además de formación, se pretende crear una plataforma para el intercambio de información y de experiencias. Normalmente este tipo de escuelas incluye presentaciones de expertos externos y de emprendedores.

También hay otros ejemplos, como puede ser en Alemania, donde se ha editado un manual en el que se facilita información sobre todos los aspectos relacionados con el inicio de una empresa. La guía trata las características del mercado de capital riesgo en general y el mercado de los business angels en particular. Hace una incursión en las bases de cooperación entre emprendedores y business angels, en la preparación de un plan detallado de financiación y en la selección de proyectos por parte de los inversores privados. La guía también comenta los aspectos legales de cooperación, incluyendo errores evitables, los problemas del progreso de la cooperación y los medios para poner punto final a la cooperación. También incluye una sección amplia sobre redes de business angels, sus tareas, sus operaciones y las normas por las que se rigen. El Ministerio de Economía de Renania del Norte-Westfaliano ha encargado un estudio detallado sobre el entrenamiento a los business angels, que incluye seminarios piloto, con el fin de desarrollar una metodología coherente en la formación de los business angels.

Suecia y Finlandia se han servido de competiciones de planes empresariales enfocados a fomentar el espíritu empresarial en las universidades. La Red Danesa de Business Angels (DBAN) organizó un seminario de formación para 24 de sus business angels que se centraba en la relación entre el emprendedor y el business angel, en el sistema de redes y en el intercambio de experiencias. El seminario giraba en torno a los aspectos sociales y de comportamiento de las relaciones emprendedor-business angel, desde el punto de vista del inversor, de los especialistas y de los emprendedores. Del seminario se desprendió que los business angels necesitan sinceridad, franqueza y humildad cuando tratan con los emprendedores. Este punto de vista psicológico proporcionó perspectivas nuevas a los inversores privados, aunque se tuvo que superar la resistencia inicial al concepto de entrenamiento. Los grupos de discusión y el intercambio de experiencias fueron fundamentales para transformar el seminario en un acto de conocimiento.

Por lo que a los ingresos de la redes se refiere, según el tipo de red y su finalidad, el conjunto de servicios se pueden ofrecer de forma gratuita o haciendo efectiva una contraprestación. En este último caso, el sistema de precios se define por tres vías:

- Cuotas por inscribirse en la red (business angels y emprendedores).
- Cuotas de éxito (cuando se cierra una operación).
- Cuotas por otros servicios: publicaciones, formación, presentación en foros...

3.10. Las redes como punto de encuentro

El sistema de toma de contacto entre el business angel y el emprendedor se realiza personalmente, es decir, cara a cara, lo que limita en gran medida el número de emprendedores que pueden contactar con un business angel si tenemos en cuenta que la mayoría de estos últimos dan prioridad a un trato totalmente privado. Por su lado, y dada la poca madurez del mercado, los business angels echan de menos un flujo de proyectos empresariales para su estudio. En este sentido, se observa

que, de forma individual, cada parte tiene problemas de comunicación y contacto con la otra parte.

Es en este marco donde las redes de business angels juegan un papel importantísimo, ya que permiten establecer un contacto fluido entre ambas partes. Este contacto empieza con la posibilidad de que los business angels dispongan de un número elevado de proyectos empresariales (*deal flow*) ya filtrados por las redes. Si bien las limitaciones geográficas y las expectativas de interés de los business angels pueden provocar que se reduzca este *deal flow* en las redes locales o de dimensión reducida, por el contrario tanto el trato personal y los sistemas de filtración de proyectos como también todo el proceso metodológico de las redes suponen un aumento de la posibilidad de cerrar las operaciones (*deals*).

Ofrecer asesoramiento sobre financiación a business angels y emprendedores es una forma de aumentar la probabilidad de encuentro. Dicho esto, hay aspectos en esta relación que son difíciles de enfocar en programas formales de asesoramiento. Estas dificultades incluyen la voluntad de ambas partes de trabajar en equipo y la creación de confianza. En muchos sentidos, los colectivos de business angels son una buena forma de transmitir conocimientos prácticos entre business angels novatos y experimentados. En Dinamarca, por ejemplo, la inversión en corporaciones es muy frecuente.

A menudo, los business angels necesitan sentirse alentados para ampliar sus horizontes más allá de los mercados y de las situaciones geográficas que mejor conocen. Eso puede significar un problema si el inversor privado ha obtenido sus beneficios de sectores tradicionales, ya que las oportunidades aparecen, sobre todo, en el sector tecnológico. Estos obstáculos se pueden superar si el business angel se asocia o si le ayudan en los requisitos de estricto cumplimiento.

Existen muchas redes que organizan programas y seminarios para ambas partes para aclarar las perspectivas de compartir el poder, la protección de la inversión, la salida y otros aspectos importantes. Otra forma típica de transmitir experiencias es entrenar a los ejecutivos de nuevas redes a cargo de ejecutivos más experimentados. Este método también lo encontramos en el ámbito europeo, donde muchas redes que

se acaban de establecer se benefician de la transmisión de experiencias de otras redes. Con esta finalidad, la EBAN ha organizado seminarios sobre la gestión de redes de business angels y, en general, ha aumentado la concienciación sobre las actividades de la red.

Aparte de los sistemas de encuentro por contacto personal y con un plan de empresa bien estudiado, en Alemania se puso en marcha una plataforma tecnológica que ofrece un servicio de precontacto vía Internet llamado *Foro de los Business angels*. Este sistema de encuentro es bastante interesante ya que fomenta los primeros contactos de los que se desprenden los siguientes datos:

- 1.500 proyectos presentados.
- 30.000 contactos generados entre business angels y emprendedores.
- 23% de business angels que han invertido en proyectos presentados en este foro virtual.

Las redes, que actúan como punto de encuentro, también permiten que, ante un gran proyecto empresarial con un elevado nivel de riesgo, grupos de inversores unan su capacidad financiera y formen una sindicación, que a la vez les permitirá diversificar su riesgo individualmente.

Según estudios realizados en varias redes del Reino Unido, Dinamarca, los Países Bajos y Finlandia, se establece que el grado de operaciones sindicadas oscila entre el 25% y el 45%. En Alemania, los business angels adscritos en un 88% de las redes eran favorables a participar en operaciones sindicadas y un 29% del total de business angels del país habían realizado ya operaciones como éstas. Como referente de este tipo de operaciones están los Estados Unidos, donde el sistema de trabajo de los business angels se basa en agrupaciones formadas por ellos mismos donde actúan de forma solidaria en la mayoría de las operaciones.

La figura de los business angels está bastante arraigada en los países centroeuropeos, siendo el Reino Unido el país con más experiencia y tradición debido a la influencia de los Estados Unidos. Por su parte, la red nacional inglesa, NBAN (National Business Angels Network), es pionera

como modelo de organización y es hoy por hoy un referente para el resto de redes nacionales de Europa.

En 1998, dentro del marco del *Tercer Programa Plurianual para la PYME (1997-2000)* se elaboró un estudio de viabilidad que, entre otras medidas, proponía crear un programa piloto de redes de business angels.

El objetivo de este programa se centraba en canalizar recursos financieros de los business angels y aplicarlos a nuevos proyectos empresariales. Este programa, por un lado, pretendía romper con los miedos de muchos emprendedores a la hora de buscar nuevas vías de financiación en capital privado, y, por el otro, asumía el reto de ser modelo para el sector del capital riesgo informal.

Fruto de este programa, en 1998 se constituyó la EBAN (European Business Angels). La EBAN es una asociación sin ánimo de lucro que actúa como red de redes a nivel europeo con el objetivo de liderar y representar este sector al mismo tiempo que incrementa la visibilidad del valor añadido que suponen los business angels, así como las redes, en el mercado de la inversión privada «informal». La EBAN promueve y extiende el concepto del business angel al mismo tiempo que difunde las experiencias y las buenas prácticas entre los estados miembros. Igualmente ha influido en las políticas públicas para que apoyen las actividades desarrolladas por las redes.

3.11. Características de las redes de business angels

Si bien la mayoría de las redes de business angels son de dimensiones reducidas, su tipología es muy diversa, lo que nos permite clasificarlas atendiendo a varios criterios.

3.11.1. Según su ámbito de actuación

Según su ámbito de actuación, las redes de business angels pueden ser:

a) Nacionales. Actúan como red de redes a nivel nacional.

b) Regionales. Actúan de forma operativa en un territorio determinado.

c) Locales. Actúan como las redes regionales, pero dentro de un espacio geográfico mucho más reducido. Muchas de estas redes suelen actuar como clubes de inversión.

d) Sectoriales. Son redes que si bien actúan a nivel regional o local, sólo se concentran en proyectos de inversión de un sector concreto o de más de uno.

La tabla 1 reproduce diferentes tipos de redes que operan en Europa y su ámbito de actuación:

Tabla 1. Redes que operan en Europa con diferentes ámbitos de actuación

País	Red	Ámbito
Europa	EBAN	Europeo
España	ESBAN	Red nacional
España	BANC	Red regional
España	BANG	Red regional
España	Alicante Emprende	Red provincial
Francia	France Angels	Red nacional
Francia	Club B2A	Red regional
Italia	IBAN	Red nacional
Italia	Veneto BAN	Red regional
Reino Unido	NBAN	Red nacional
Reino Unido	LINC Scotland	Red regional
Reino Unido	London Seed Capital	Red local / regional

Fuente: EBAN.

3.11.2. Según su forma jurídica

Atendiendo a su forma jurídica, las redes pueden adoptar varias fórmulas para constituirse de forma legal (tabla 2). Básicamente, muchas de ellas, ya sean entidades públicas o privadas, se constituyen bajo la forma jurídica de entidad sin ánimo de lucro dados sus fines sociales.

Sin embargo, otro tipo de redes se constituyen bajo la forma jurídica de sociedad mercantil cuyo objetivo principal es el lucro económico.

Tabla 2. Redes que operan en Europa con diferente forma jurídica

País	Red	Forma jurídica
Bélgica	Vlerick School Business Angel	Entidad sin ánimo de lucro
Bélgica	BAMS	Sociedad limitada
Bélgica	BizzBees	Entidad sin ánimo de lucro
Dinamarca	Business Angel Agentur Ruhr	Entidad sin ánimo de lucro
Dinamarca	Netzwerk|nordbayern	Sociedad limitada
Dinamarca	BANOW	Entidad sin ánimo de lucro
Francia	Club B2A	Entidad sin ánimo de lucro
Italia	Veneto BAN	Organización regional
Italia	BAN Aosta Valley	BIC
Holanda	Nebib	Sociedad limitada
Reino Unido	LINC Scotland	Sociedad limitada
Reino Unido	Techinvest	Agencia de desarrollo local

Fuente: EBAN.

3.11.3. Según sus promotores

Otra forma de clasificar las redes de business angels se basa en la tipología de sus entidades fundadoras o promotoras (tabla 3). Según datos estadísticos de la EBAN, las redes pueden ser creadas por:

- Entidades públicas (estatales, regionales o locales).
- Asociaciones empresariales.
- Escuelas de negocios.
- Agrupaciones de business angels individuales.

Por otro lado, las redes de business angels generalmente suelen tener un volumen reducido de actividad ya que su objetivo no tiene carácter mercantil. Según el volumen de business angels adscritos a las redes y también del volumen de proyectos incorporados, las necesidades de recursos humanos que se necesita contratar varían, pero normalmente oscilan entre las dos y las cinco personas.

Tabla 3. Redes que operan en Europa con diferentes promotores

País	Red	Promotores
Bélgica	Vlerick School Business Angel	Business School
Bélgica	BAMS	Business angels individuales
Bélgica	WABAN	Empresas y centros de innovación
Dinamarca	BANOW	Business angels individuales
España	BANC	Asociación empresarial
España	BCN BA	Business angels individuales
España	UNIBA	Universidades
Francia	Invest'Essor 92	Entidades locales / regionales
Francia	Sofia Antipolis	Parque científico
Holanda	Nebib	Business angels individuales
Italia	IBAN – Aosta Valley	Business Innovation Centre (BIC)
Mónaco	BusinessAngels.com	Business angels individuales
Reino Unido	LINC Scotland	Entidades locales / regionales
Reino Unido	Xenos	Agencia de desarrollo local

Fuente: EBAN.

En 2001 la BAND (Business Angels Netzwerk Deutschland) elaboró una encuesta sobre las redes adscritas en Alemania en la que se detectaba que, como media, el número de empleados por red era de 1,6 personas y que los business angels adscritos a las redes no superaban los 25. Al mismo tiempo, la encuesta reflejaba que el número de proyectos cerrados por año oscilaba entre los nueve y los diez.

Por otra parte, en Francia se realizó un estudio entre las distintas redes del que se desprendía que el número de business angels adscritos a la red se movía entre los quince y los cien. Referente a su forma jurídica, en la mayoría de los casos estas entidades no tienen afán de lucro. No obstante, en el caso alemán el 47% de las redes se constituyeron como empresa; el 38%, como asociación; el 17%, como sociedad limitada, y el resto no habían decidido su forma jurídica. En el caso de Francia, inicialmente se constituyeron dieciséis redes sin afán de lucro y otras seis con una forma mercantil determinada y con un objetivo puramente comercial.

Sin duda, en el conjunto de Europa, el Reino Unido representa el mercado más desarrollado y más maduro. Por eso, este país proporciona el mayor volumen de información de que disponemos a partir de varios estudios realizados. A partir de éstos, el perfil del mercado de este país se podría resumir en estas cifras:

- Volumen de redes operativas: 100.
- Durante el periodo 1999-2000 un total de 386 business angels registrados invirtieron más de 28 millones de libras (44 millones de euros) en 215 empresas del Reino Unido.
- Un tercio de las empresas que recibieron financiación de los business angels atrajeron otras fuentes de financiación tales como: entidades financieras, otros business angels, entidades públicas y fondos de capital riesgo. Hay que añadir que estas fuentes de financiación adicionales consiguieron aumentar el volumen de inversión en 51 millones de libras (80 millones de euros).
- En términos estadísticos, dentro del conjunto de la Unión Europea la mayoría de los business angels activos y operativos prefieren invertir a través de las redes, especialmente los más inexpertos, los que dedican menos tiempo a la actividad o los que tienen un claro interés por la cooperación. El resto prefiere quedar al margen de cualquier organización de su actividad, y por lo que respecta a las redes, sólo valoran de ellas los esfuerzos por mejorar el entorno fiscal y legal.

3.12. Códigos deontológicos de las redes

Las redes de business angels son servicios basados en la confianza. Los business angels confían en que las redes tengan una selección de buenos proyectos disponible y que no pierdan el tiempo con proyectos de baja calidad. La confianza del emprendedor se basa en que la red de inversores privados le suministre una buena oportunidad para presentar sus proyectos a business angels serios y que estén interesados en ellos.

El emprendedor necesita asegurarse de que se preserva la confidencialidad de su información, ya que las redes no son objeto de la legislación sobre secreto bancario. De este modo, la fuerza de su imagen es la clave en las operaciones con redes de business angels.

Es por este motivo que no sorprende que el código de conducta sea ahora popular entre las redes de business angels. Estos códigos proporcionan una herramienta de apoyo a los estándares de la red, ya que aclaran los principios de comportamiento de todos los accionistas, acentuando su transparencia e incrementando su confianza. Tanto las redes de business angels como los mismos business angels han introducido estos códigos de conducta.

El objetivo de un código de conducta es proporcionar directrices sobre cómo tendría que operar una red. La comisión de expertos no sabía si hacer llegar demasiado lejos estos códigos de conducta, ya que, en muchos casos, el mercado tendría que indicar el método operativo correcto.

El intercambio de buenas prácticas entre las redes debería cumplimentar un código de conducta. Un ejemplo era la tendencia creciente de organizar competiciones de planes de empresa. Se consideró un buen ejercicio para la empresa, puesto que los planes de empresa ganadores tendrían más posibilidades de encontrar un business angel. Según el grupo de expertos, este tipo de cooperación se tendría que promocionar pero no transformarla en un código de conducta.

Es muy interesante el planteamiento de si las redes como entidades privadas deberían invertir junto con los business angels en determinadas empresas como contraprestación a sus servicios de intermediación. Por ejemplo, el código ético de la BeBAN belga prohibió esta práctica, excepto si se trata de una participación de hasta el 5%, como compensación de los servicios ofrecidos por la red. En Escocia, la LINC ha implementado esta práctica para aumentar la probabilidad de autofinanciación de la red.

Por lo tanto, está claro que los códigos de conducta son sólo líneas directivas, indicadores sobre temas que se tienen en cuenta en el proceso de encuentro de business angels y emprendedores. Este tipo de códigos no garantizan el comportamiento: es la integridad real de los business

angels, los emprendedores y las redes la que determina si el mercado opera según los principios citados. Los códigos de conducta pueden proporcionar información para fines de políticas públicas para que presten atención a los estándares de lealtad.

A continuación citamos un ejemplo de códigos de conducta en Bélgica y en Dinamarca. La Red Europea de Business Angels (EBAN) ha introducido un modelo de código de conducta para las redes de business angels. Entre otros países, este código lo ha adoptado la Asociación de Redes de Business Angels de Bélgica (BeBAN). El código de EBAN comprende 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.

Las Red Danesa de Business Angels (DBAN) ha introducido líneas directivas para business angels individuales. Estas líneas contienen estos elementos:

- Mantener el buen estatus y la buena reputación de los business angels.
- Mantener el estándar de inversión y de adhesión al código de conducta.

- Evitar fondos de procedencia dudosa.
- Prohibir el pago de efectivo a los business angels.
- Preservar la confidencialidad de la información.
- Evitar declaraciones difamatorias de otros business angels.
- Divulgar plenamente información en inversiones asociadas.
- Proporcionar información estadística a la red.
- Prohibir el abuso de la información recibida.

3.13. La financiación de las redes de business angels

Las fuentes de financiación potencial para las actividades de las redes de business angels incluyen:

- Garantías públicas.
- Comisiones.
- Cuotas de socios.
- Cuotas de entrenamiento.
- Patrocinio.

Aproximadamente, la mitad de las redes de business angels recibe como mínimo alguna ayuda pública, ya sea de autoridades locales, regionales o de los estados miembros. Muchas redes de business angels no serían posibles sin esta ayuda financiera, especialmente al inicio de su actividad.

No obstante, los fundamentos para poder garantizar este apoyo inicial tendrían que ser transparentes y no discriminatorios, independientemente de la forma legal o del estatus de la red. Las ayudas del sector

público también han sido canalizadas a través de los Fondos de Desarrollo Regional Europeo, como mínimo en Bélgica y en el Reino Unido. Algunas redes reciben patrocinios de bancos, de empresas de contabilidad, de bufetes de abogados, de empresas de facturación o de corredores de bolsa.

Una vía parcial de autofinanciación es un sistema basado en cuotas, muy común en el Reino Unido. Una cuota puede ser una mezcla de cuotas de inscripción y comisiones o sólo de inscripción. Las cuotas de inscripción oscilan entre las 100 libras (162 euros) y las 300 libras (488 euros) y las comisiones entre el 1% y el 5%, aunque hay algunas que son negociables. Una comisión puede conducir a tratos que no se comuniquen a las redes con el fin de evitar pagar las comisiones. Como vía alternativa de financiación, algunas redes del Reino Unido cobran una cuota de 650 libras por cada presentación de proyecto.

La financiación de las redes parece surtir efecto en sus actividades de inversión. La red británica patrocinada tiene una media de inversión de 95.000 libras (149.000 euros), mientras que la media de las redes comerciales es de 182.000 libras (285.000 euros). Además, el 70% de las inversiones de las redes patrocinadas sin ánimo de lucro se destinaron al establecimiento y a las primeras fases empresariales, mientras que esta cifra sólo representó el 40% para las redes comerciales.

La experiencia británica nos muestra que las redes de financiación pública y las «publicitarias» tienden a servir segmentos distintos del mercado, ya que las comisiones para transacción de las redes comerciales suele ser mayor, lo cual ahoga a los pequeños business angels. Por otra parte, un componente de ayuda pública muy potente puede tener un impacto en la imagen de las redes. Si se las empieza a identificar con instituciones de servicio público, esto puede reducir su atractivo, desde el punto de vista de los business angels, ya que pueden ser identificadas con burocracia y rigidez. Así mismo, en la fase de concienciación de inversión es muy necesario un elemento de apoyo público, sobre todo porque es un requisito general para que el mercado de los business angels prospere.

Según datos estadísticos de la EBAN, los presupuestos ordinarios de la actividad de cada red oscilarán en función del tipo de red, ya sea nacional, regional o local. En la tabla 4 se reproducen varios presupuestos según el tipo de red.

Tabla 4. Tipos de presupuestos según el tipo de red

Redes	Total	Origen de los fondos (€)	
		Públicos	Cuotas
BAN 1	350.000	220.000	130.000
BAN 2	115.000	114.400	3.600
BAN 3	270.000	230.000	40.000
BAN 4	250.000	250.000	–
BAN 5	204.200	173.000	31.200
BAN 6	161.954	38.764	123.190

Fuente: EBAN.

Las partidas de mayor coste para las redes son las referentes a la estructura de personal (gestores de la red). La tabla 5, según datos estadísticos de la EBAN, nos muestra la siguiente correlación:

Tabla 5. Coste de las redes

Ejemplos	Presupuesto de la red (€)	Coste de los gestores (€)	Porcentaje del coste de los gestores	Gestores	Coste medio de los gestores (€)
Red regional (D)	115.000	22.400	19%	2	11.200
Red regional (F)	204.200	64.000	31%	2	32.000
Red regional (UK)	328.508	83.000	25%	3	27.667
Red regional (B)	161.954	102.784	63%	2,5	41.114
Red nacional	350.000	200.000	57%	9	22.222
Red nacional	270.000	210.000	78%	6	35.000

Fuente: EBAN.

3.14. Indicadores de las redes de business angels en Europa

3.14.1. Distribución de las redes por países

Los datos presentados y analizados a continuación están basados en el informe *Statistics compendium 2008* desarrollado por la Red Europea de Business Angels (EBAN). Los datos presentados no cuantifican la actividad global de los business angels en Europa, ya que, por un lado, existen redes locales y regionales que no están asociadas a la EBAN, y por el otro, también existen muchos business angels que no están vinculados a ninguna red. Así pues, según datos de la red europea EBAN, se estima que el número total de inversores activos ronda los 75.000, con una inversión de capital aproximado de tres millones de euros al año.

Sobre un total de 297 redes identificadas en Europa, la red EBAN ha analizado los datos procedentes de 170 redes (con una tasa de retorno del 57%). También forman parte del estudio las siguientes organizaciones que engloban varias redes locales y regionales:

- BeBAN (Bélgica).
- SVCA (Suecia).
- France Angels (Francia).
- FNABA y APBA (Portugal).
- CIDEM / ACC1O (España).
- ESBAN (España).
- BBAA (excepto Reino Unido y Escocia).
- LINC Escocia (Escocia).
- TechnoPartner (Países Bajos).

En consecuencia, cabe destacar que los datos de redes o agrupaciones de inversores que no son miembros de estas organizaciones, ni de las

distintas redes asociadas a la EBAN, no quedan reflejadas en las tablas de este apartado.

El número de redes europeas ha aumentado significativamente durante el 2007. Esto es debido principalmente al aumento constante del número de redes en Francia, a la inclusión de las federaciones escocesas que operan bajo el paraguas de LINC Escocia y al crecimiento en el número de redes en los mercados emergentes, en particular en el este, centro y sur de Europa.

Durante los últimos años, las redes de business angels han disminuido en países donde el sector de la inversión privada «informal» se encuentra en una fase más madura, como es el caso del Reino Unido (excepto Escocia), Suecia, Alemania, Bélgica, Italia y los Países Bajos. Todo ello es consecuencia de la progresiva profesionalización del sector, que ha dado lugar a la desaparición de las redes menos operativas. Esta tendencia se ve en ocasiones compensada por un mayor ritmo de creación de redes, puesto que esta actividad es cada vez más conocida.

En España y Portugal el número de redes ha aumentado considerablemente a lo largo de los últimos tres años. En el caso de España, se refleja un ritmo creciente de nuevas redes, si bien en Cataluña existe un proceso de concentración de redes dado que en este territorio se inició la actividad inversora, a nivel nacional, y es el territorio con un mayor peso inversor. En el caso de Portugal, hace tres años sólo operaba una red, mientras que en el año 2008 ya son nueves las redes en activo.

Francia ha experimentado un fuerte aumento en el número de redes debido principalmente a la sensibilización y la actividad de *lobby* de la red France Angels. Esta red es muy activa, y, de entre las distintas actividades que realiza destacamos la Semana de los Business Angel, que ha contribuido en gran medida a aumentar la consideración de la figura de los business angels como instrumento alternativo de financiación. Por otra parte, el apoyo gubernamental francés ha contribuido al fomento y desarrollo profesional de 22 redes.

En Europa Central y del Este el sector muestra una tendencia de desarrollo lenta, aunque constante, con la aparición de dos nuevas redes en Bulgaria y una en Ucrania durante el 2008.

En el conjunto de Europa existe una distribución bastante homogénea en cuanto al nivel de desarrollo del mercado de inversión privada (tabla 6).

Tabla 6. Redes de business angels en Europa

País	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Francia	4	13	32	48	48	40	38	35	41	66
Alemania	1	43	36	40	40	40	43	41	38	38
España	0	1	1	2	3	11	20	21	33	37
Reino Unido*	49	52	48	48	51	51	35	34	36	34
Suecia	1	2	2	2	9	28	28	23	21	22
Escocia	–	–	–	–	–	–	–	–	–	18
Italia	2	5	12	11	10	12	12	11	10	11
Portugal	0	0	1	1	1	1	1	2	7	10
Países Bajos	1	1	2	2	3	3	5	4	5	9
Suiza	1	3	3	2	3	7	7	7	6	8
Noruega	0	0	1	1	3	7	7	6	8	7
Polonia	0	0	0	0	0	1	2	2	4	5
Rusia	0	0	0	0	1	4	4	2	7	4
Bélgica	4	6	7	7	7	5	6	6	5	4
Irlanda	1	1	1	1	3	1	1	1	1	4
Dinamarca	0	1	4	6	8	8	8	7	7	3
Austria	1	1	1	1	1	1	2	2	2	3
Hungría	0	0	0	0	0	1	1	1	2	3
Turquía	1	1	1	1	1	2	2	1	2	2
Rep. Checa	0	0	0	1	1	2	2	2	1	2
Bulgaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Finlandia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Grecia	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Letonia	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Malta	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Eslovenia	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Luxemburgo	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
Croacia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Ucrania	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

→

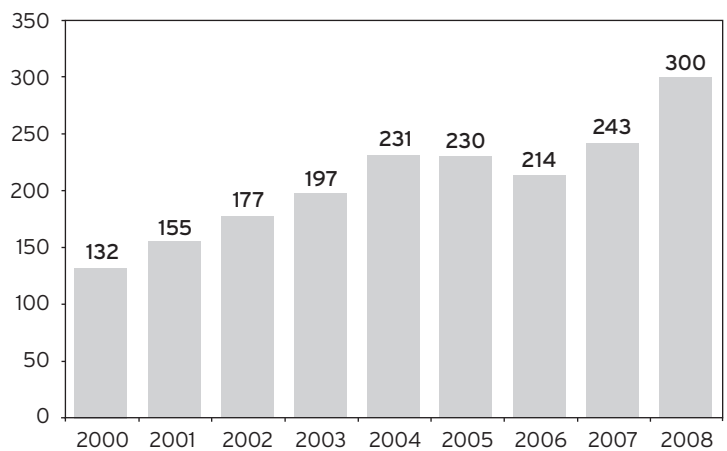
Tabla 6. Redes de business angels en Europa (cont.)

País	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Andorra	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Mónaco	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0
Total	67	132	155	177	197	231	230	214	243	300
Israel		1	1	1	2	1			2	4
Total	**67**	**133**	**156**	**178**	**199**	**232**	**230**	**214**	**245**	**304**

(*) Sin computar Escocia.

Fuente: EBAN.

Figura 2. Evolución de las redes en Europa



Fuente: EBAN.

Los países que muestran un mayor grado de madurez en este sector son Francia y el Reino Unido (contabilizando Escocia), con un total de redes al final del primer semestre de 2008 de 66 y 52, respectivamente. A continuación, se encuentra un segundo grupo de tres países (Alemania, España y Suecia) importantes tanto por su volumen de redes como por su experiencia en el sector, especialmente en el caso de Alemania. España, sin tanta tradición pasa de once redes en el año 2004 a 37 redes en el primer semestre del 2008 (tabla 7).

Tabla 7. Incremento de las redes entre el periodo 2004-2008

País	2004	2008	%
Portugal	1	10	900%
Polonia	1	5	400%
Irlanda	1	4	300%
España	11	37	236%
Países Bajos	3	9	200%
Austria	1	3	200%
Hungría	1	3	200%
Francia	40	66	65%
Suiza	7	8	14%
Noruega	7	7	0%
Rusia	4	4	0%
Turquía	2	2	0%
República Checa	2	2	0%
Finlandia	1	1	0%
Grecia	1	1	0%
Malta	1	1	0%
Eslovenia	1	1	0%
Luxemburgo	1	1	0%
Alemania	40	38	-5%
Italia	12	11	-8%
Bélgica	5	4	-20%
Suecia	28	22	-21%
Reino Unido	51	34	-33%
Dinamarca	8	3	-63%
Mónaco	1	0	-100%
Escocia	0	18	–
Bulgaria	0	2	–
Letonia	0	1	–
Croacia	0	1	–
Ucrania	0	1	–
Andorra	0	0	–
Total	231	300	30%
Israel	1	4	300%
Total	**232**	**304**	**31%**

Fuente: EBAN (2008).

Otros países con un crecimiento más que destacable en su número de redes son Portugal, con una red en 2004 y diez redes en 2008; Polonia con una red en 2004 y cinco redes en 2008 e Irlanda con una red en 2004 y cuatro en 2008.

Sin duda, en el conjunto de Europa las políticas de fomento de los business angels que se están llevando a cabo, tanto desde la Unión Europea como de los propios estados miembros, son destacables. Prueba de ello es el importante aumento en la creación de nuevas redes, un 356% (de las 66 redes en el año 1999 se ha pasado a las 301 contabilizadas por la red europea EBAN a finales de 2008).

3.14.2. Las redes miembros de la EBAN

La European Business Angels Network (EBAN) se fundó en Bruselas en 1998 y se constituyó como una asociación que actuaba como red de redes a nivel europeo con el objetivo de liderar y representar al sector de la inversión privada y dar visibilidad al valor añadido que suponen los business angels y las redes.

Desde su constitución, la European Business Angels Network ha desarrollado una destacable tarea de promoción y de difusión en el conjunto de Europa, junto con la Dirección de Empresa de la Unión Europea. De este esfuerzo deriva el hecho de que de las no más de diez redes que integraban la EBAN en sus inicios, hoy ya se pueden contabilizar un total de ochenta que están asociadas en representación de treinta países, la gran mayoría miembros de la Unión Europea (tabla 8).

España es después del Reino Unido el país con una mayor representatividad en la EBAN. Casi un 14% de los miembros de la EBAN son redes españolas. Alemania, con un 6,3%, es el tercer país con una mayor representatividad, seguida de Holanda, Portugal, Suecia y Suiza.

Las redes representadas en la EBAN son básicamente de dos tipos:

- Redes nacionales como:
  - NBAN (National Business Angels Network) en el Reino Unido.

Tabla 8. Distribución por países de las redes de business angels asociadas a la EBAN

Países con redes asociadas a la EBAN (2008)*	Núm. de miembros de la EBAN	% total de miembros de la EBAN
Reino Unido	13	16,25%
España	11	13,75%
Alemania	5	6,25%
Holanda	4	5,0%
Portugal	4	5,0%
Suecia	4	5,0%
Suiza	4	5,0%
Bélgica	3	3,75%
Francia	3	3,75%
Polonia	3	3,75%
Bulgaria	2	2,5%
EE.UU.	2	2,5%
Grecia	2	2,5%
Italia	2	2,5%
Malta	2	2,5%
Noruega	2	2,5%
República Checa	2	2,5%
Turquía	2	2,5%
Austria	1	1,25%
Emiratos Árabes	1	1,25%
Eslovenia	1	1,25%
Finlandia	1	1,25%
Luxemburgo	1	1,25%
Rusia	1	1,25%
Ucrania	1	1,25%
Croacia	0	0,0%
Dinamarca	0	0,0%
Hungría	0	0,0%
Irlanda	0	0,0%
Letonia	0	0,0%
Organizaciones supranacionales	3	3,75%
Total	**80**	**100,0%**

*Los datos de 2008 pertenecen al primer semestre.

Fuente: EBAN (2008).

- BAND (Business Angels Netzwerk Deustchland) en Alemania.
- France Angels en Francia.
- IBAN (Italian Business Angels Network) en Italia.
- ESBAN (Red Española de Business Angels) en España.

• Redes regionales, que son las que están más presentes en la EBAN.

Los criterios que adoptan las distintas redes de cada país a la hora de adscribirse a la red europea son bastante heterogéneos.

Por un lado, existe el caso del Reino Unido, donde se concentra el principal grueso de redes europeas, concretamente 52, de las que trece, casi el 25%, están asociadas a la EBAN. Lo mismo ocurre en Italia y Suecia, que solamente aportan el 18% de sus respectivas redes. En Alemania, sólo están asociadas el 13% de las redes y Francia únicamente tiene tres redes asociadas a la EBAN de un total de 66.

En otro sentido, encontramos países como España, con su valiosa aportación a la red de redes europeas, ya que de las 37 redes contabilizadas, el 30%, están asociadas a la EBAN. Un caso similar es el de Noruega, que aporta a la EBAN dos de las siete redes constituidas, un 29%. También Bélgica, Polonia, Suiza, Holanda y Portugal aportan a la estructura de la EBAN el 40% o más de sus volúmenes de redes respectivos.

Otros países que no superan las tres redes operativas únicamente aportan una a la red europea, ya que esta red asociada a la EBAN tan sólo tiene carácter nacional.

De este análisis se desprende que en el conjunto de Europa existen tres modelos de redes bien diferenciados:

• En primer lugar, tenemos aquellos países que, aunque disponen de un importante número de redes operativas, únicamente aportan las redes de carácter nacional y alguna red regional con una dimensión importante.

Tabla 9. Estructura de redes en la EBAN (2008)

Países	Redes	Redes miembros de la EBAN
Grecia	1	2
Malta	1	2
Bulgaria	2	2
Emiratos Árabes	1	1
Eslovenia	1	1
Finlandia	1	1
Luxemburgo	1	1
República Checa	2	2
Turquía	2	2
Ucrania	1	1
Bélgica	4	3
Polonia	5	3
Suiza	8	4
Holanda	9	4
Portugal	10	4
Austria	3	1
España	37	11
Noruega	7	2
Reino Unido	52	13
Rusia	4	1
Italia	11	2
Suecia	22	4
Alemania	38	5
Francia	66	3
Croacia	1	0
Dinamarca	3	0
Hungría	3	0
Irlanda	4	0
Letonia	1	0
EE.UU.	–	2
Organizaciones supranacionales	–	3
Total	**301**	**80**

*Los datos de 2008 pertenecen al primer semestre.

Fuente: EBAN (2008).

- En segundo lugar, aparecen aquellos países que disponen de muy pocas redes operativas, de carácter nacional, que están asociadas a la EBAN en su totalidad.

- Finalmente, encontramos un tercer grupo, en el que se incluye España, que, en términos relativos, aportan un número importante de redes al conjunto de la EBAN.

Si uno de los objetivos de la EBAN fuese tener una gran presencia de redes asociadas dentro de la organización, este tercer grupo de países serían los que tendrían más relevancia dentro de la EBAN (tabla 9).

3.14.3. Resumen de indicadores

Los indicadores de la tabla 10 identifican, en el ámbito europeo, el número de inversiones realizadas, la suma invertida en millones de euros y el número de business angels registrados en las diferentes redes. Los datos muestran que en el año 2007 se invirtieron casi 185 millones de euros en más de mil operaciones, representando éstas el 4,8% del total de proyectos recibidos en las redes durante mismo año.

Tabla 10. Datos agregados a nivel europeo

	2004	2005	2006	2007
Número de respuestas de las redes	111	97	117	163
Número de business angels	12.773	8.227	10.331	16.487
Inversores inscritos en el último año	–	–	1.942	3.506
Proyectos recibidos	–	–	13.189	22.734
Proyectos presentados a inversores	9.471	6.066	4.404	5.492
Número de operaciones realizadas (*deals*)	580	653	843	1.111
Cantidad invertida (millones de euros)	–	130,71	149,47	184,2
Promedio por operación (miles de euros)	–	200,17	177,31	165,80

Fuente: EBAN.

Por países, estos indicadores de pueden detallar como se expresa en la tabla 11.

Tabla 11. Datos desagregados por países

	Redes en 2007	Núm. de *deals*	Inversores en redes	Cantidad Invertida (millones)/€	Promedio (miles)/€
Bélgica	3	35	385	7,00	200,00
Finlandia	1	10	458	5,00	500,00
Francia	54	214	3.600	37,00	172,90
Italia	–	102	150	19,50	191,18
España	9	11	806	2,52	229,09
Suecia	22	99	1.042	15,00	151,52
Holanda	8	75	1.904	6,20	82,67
Portugal	9	11	430	1,66	150,91
UK (excepto Escocia)	22	388	4.991	22,63	58,32
Escocia	18	61	–	20,45	335,30
Austria	2	5	147	0,60	120,00
República Checa	1	1	41	0,50	500,00
Irlanda	4	5	232	2,20	440,00
Luxemburgo	1	2	31	0,08	40,00
Eslovenia	1	2	25	0,28	140,00
Total	**155**	**1.021**	**14.242**	**140,62**	**137,73**

UK: Reino Unido.

Fuente: EBAN.

Respecto al año 2007, las inversiones de fondos de capital riesgo en la fase *seed capital* (capital semilla) han mejorado en algunos países. Así, en el caso de Francia, mientras que no hubo ninguna inversión en proyectos semilla durante el periodo comprendido entre el 2005 y el 2006, en el 2007 se realizaron 23 inversiones. El *deal* promedio fue bastante elevado, alrededor de 656.000 euros.

En otros casos, el número de operaciones en empresas de nueva creación (*seed capital*) ha sido nulo, como en los casos de Italia e Irlanda, o incluso ha descendido considerablemente, como en España y el Reino Unido.

Las inversiones realizadas por los business angels europeos siguen una tendencia similar a la del mercado americano, donde la actividad presenta indicadores contradictorios según los territorios. Así, en Suecia la

tendencia es bastante positiva con un aumento del 25% en la financiación obtenida a través de las redes mientras que un país vecino, Finlandia, ha visto el volumen de inversión disminuido a la mitad.

Tabla 12. Estadísticas por país

		2005		2006		2007	
		EBAN	EVCA	EBAN	EVCA	EBAN	EVCA
Austria	Número de operaciones	6	–	10	2	5	33
	Cantidad invertida	1.566.000 €	–	1.800.000 €	4.325.000 €	600.000 €	7.276.000 €
	Promedio de la operación	261.000 €	–	180.000 €	2.162.500 €	120.000 €	220.485 €
Bélgica	Número de operaciones	44	15	46	4	35	21
	Cantidad invertida	5.704.200 €	3.588.800 €	7.070.075 €	126.000 €	7.006.000 €	9.650.000 €
	Promedio de la operación	129.641 €	239.253 €	153.697 €	31.500 €	200.171 €	459.524 €
Finlandia	Número de operaciones	4	–	17	65	10	103
	Cantidad invertida	15.000.000 €	–	10.395.500 €	9.121.000 €	5.000.000 €	15.808.000 €
	Promedio de la operación	319.149 €	–	611.500 €	140.323 €	500.000 €	153.476 €
Francia	Número de operaciones	157	0	150	0	214	23
	Cantidad invertida	15.304.000 €	–	26.000.000 €	–	37.000.000 €	15.093.000 €
	Promedio de la operación	97.478 €	–	173.333 €	–	172.897 €	656.217 €
Alemania	Número de operaciones	26	27	28	141	25	296
	Cantidad invertida	8.450.000 €	6.560.000 €	6.598.000 €	31.150.000 €	15.550.000 €	58.207.000 €
	Promedio de la operación	325.000 €	242.963 €	235.643 €	220.922 €	622.000 €	196.645 €
Irlanda	Número de operaciones	–	–	5	8	5	–
	Cantidad invertida	–	–	550.000 €	1.966.000 €	2.200.000 €	–
	Promedio de la operación	–	–	110.000 €	245.750 €	440.000 €	–
Italia	Número de operaciones	35	8	71	15	102	–
	Cantidad invertida	8.050.000 €	5.228.000 €	11.800.000 €	3.879.000 €	19.500.000 €	–
	Promedio de la operación	230.000 €	653.500 €	166.197 €	258.600 €	191.176 €	–

→

Tabla 12. Estadísticas por país (cont.)

		2005		2006		2007	
		EBAN	EVCA	EBAN	EVCA	EBAN	EVCA
España	Número de operaciones	–	–	25	111	11	5
	Cantidad invertida	–	–	1.983.500 €	–	2.526.000 €	4.720.000 €
	Promedio de la operación	–	–	79.340 €	0 €	229.636 €	944.000 €
Suecia	Número de operaciones	72	47	72	52	99	104
	Cantidad invertida	8.515.000 €	8.185.000 €	12.000.000 €	14.154.000 €	15.000.000 €	17.672.000 €
	Promedio de la operación	118.264 €	174.149 €	166.667 €	272.192 €	151.515 €	169.923 €
Suiza	Número de operaciones	–	–	20	1	30	27
	Cantidad invertida	–	–	13.500.000 €	581.000 €	20.500.000 €	15.282.000 €
	Promedio de la operación	–	–	675.000 €	581.000 €	683.333 €	566.000 €
Holanda	Número de operaciones	22	–	23	7	75	13
	Cantidad invertida	3.125.000 €	–	3.950.000 €	15.298.000 €	6.200.000 €	2.931.000 €
	Promedio de la operación	142.045 €	–	171.739 €	2.185.429 €	82.667 €	225.462 €
Reino Unido*	Número de operaciones	226	91	383	158	449	11
	Cantidad invertida	70.000.000 €	22.000.000 €	64.000.000 €	1.550.000 €	115.000.000 €	–
	Promedio de la operación	309.735 €	241.758 €	167.102 €	9.810 €	256.125 €	–
Escocia	Número de operaciones	38	–	56	–	61	–
	Cantidad invertida	11.800.000 €	–	20.400.000 €	–	20.400.000 €	–
	Promedio de la operación	310.526 €	364.286 €	334.426 €	–	–	–

Comparando el mercado de los business angels con el del capital riesgo (en el rango de inversión *seed capital* o *start-up*), el importe medio invertido por los business angels todavía es inferior. La tabla 12 muestra los resultados obtenidos por cada país según información de la EBAN y según información de la European Venture Capital Association.

3.15. Indicadores de las redes de business angels en España

Hasta principios del año 2005, en el conjunto del Estado no existía ninguna entidad que regulase el mercado del capital riesgo informal, es decir, las inversiones por parte de business angels, ni tampoco ninguna red que actuase a nivel nacional como entidad agrupadora.

La Fundación Privada para el Fomento de las Redes de Business Angels en España, ESBAN, se constituyó en el año 2004 por iniciativa de varias redes de business angels con el objetivo de promover, agrupar y representar, a nivel estatal, el desarrollo y la puesta en marcha de las distintas redes de inversores privados, tanto locales como regionales.

La Fundación ESBAN tiene como objetivos difundir el concepto *business angel* como una adecuada herramienta de financiación adaptada a las necesidades de las PYME, desarrollar el enorme potencial latente que pueden aportar los business angels al conjunto de nuestro país, promover la inversión por parte de los inversores privados con el fin de favorecer la creación y el desarrollo de las empresas y agrupar las redes de business angels que operen en el país.

Sus actividades persiguen potenciar el papel fundamental que representa la figura de los business angels en nuestro país en lo referente a la financiación de nuevos proyectos empresariales y de proyectos de expansión de PYME.

En el mes de marzo de 2005, y en el marco del V Congreso Anual organizado por la EBAN (European Business Angels Network) y coordinado por la red estatal francesa (France Angels), se celebró una junta extraordinaria en la que, entre otros actos, se procedió a la votación y aceptación de la red nacional española ESBAN (España Business Angels Network) como nuevo miembro de la red europea. Posteriormente, y durante el transcurso de la asamblea, se presentó y ratificó la adhesión de la nueva red española ESBAN a la red europea de business angels.

Desde ese momento la Fundación ESBAN ha actuado como representante del sector de los business angels en España, contando con el pleno reconocimiento del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio,

a través de la Dirección General de Política de la PYME, y promoviendo todo tipo de actividades coincidentes con sus objetivos, con la voluntad de dinamizar el mercado de los inversores privados en España, para conseguir su pleno reconocimiento y el desarrollo de un proceso de crecimiento empresarial basado en la aportación de capital a riesgo y conocimientos en empresas con alto potencial.

Su estructura pretende agrupar las redes públicas y privadas, de ámbito regional o local, así como todas aquellas entidades con fines coincidentes a la fundación y que quieran participar en las actividades que en ella se organicen.

El esfuerzo continuado de los inversores informales, en sus ámbitos de influencia, de ESBAN y de otras instituciones impulsoras ha permitido poner en marcha un conjunto de programas y redes, con varios niveles de desarrollo, formalización jurídica y actividad, que vienen a ser la punta del iceberg del conjunto de actividades que la inversión informal desarrolla en nuestro país.

Podemos observar la continua aparición de redes, que se disponen en una estructura regional y de comunidad autónoma, así como local o municipal, además de las que dependen o surgen de centros de innovación, escuelas de negocios, patronales y universidades.

La tabla 13 muestra una relación de agrupaciones, programas de fomento y redes operativas en España.

Desde ESBAN se han desarrollado instrumentos de apoyo y de *lobby*, tanto para los business angels como para las redes y entidades que los agrupan. Algunos de estos instrumentos son los siguientes:

- Asesoramiento en la creación y puesta en marcha de nuevas redes.
- Establecimiento de estándares de transferencia de planes de negocio entre las distintas redes.
- Coordinación de contenidos, estadísticas y realización de estudios y documentación.

Tabla 13. Agrupaciones, programas de fomento y redes operativas en España

Comunidad autónoma	Red
Andalucia	Málaga Business Angels
Asturias (Principado de)	ASBAN, Red Asturiana de Business Angels
Balears (Illes)	Centro Europeo de Empresas e Innovación Baleares
Canarias	Sociedad Canaria de Fomento Económico PROEXCA
Cantabria	SODERCAN, Sociedad para el Desarrollo Regional de Cantabria
Castilla y León	BANCAL, Business Angels Castilla y León
Castilla-La Mancha	GOBAN, Red Business Angels de Castilla-La Mancha
Cataluña	BANC, Business Angels Network Cataluña
	ESADE, Club de Emprendedores, Inversores y Empresarios
	ESADE Alumni
	Red de Inversores Privados y Family Offices de IESE
	UNIBA, Xarxa interuniversitària d'Inversors Privats
	BCN BA, BCN Business Angels
	Xarxa d'Inversors Privats XIP MATARÓ
	Keiretsu Forum BCN
	XARXAP, Xarxa d'Inversors Privats d'Alta Partners
	XIPJEC, Xarxa d'Inversors Privats de l'Associació Independent de Joves Empresaris de Catalunya
	Lleida Business Angels
	Programa XIP d'ACCIO-CIDEM-COPCA
Comunidad Valenciana	Alicante Emprende
	IMPIVA
	Centro Europeo de Empresas e Innovación Valencia
	Centro Europeo de Empresas e Innovación Castellón
	Centro Europeo de Empresas e Innovación Alcoy
	Angel Capital-Atitlan Capital
	Maban-Creama
	Realiza Business Angels
	CV BAN, Comunitat Valenciana Business Angels Network
Extremadura	Extremadura Emprende

→

Tabla 13. Agrupaciones, programas de fomento y redes operativas en España (cont.)

Comunidad autónoma	Red
Galicia	BANG, Business Angels Network Galicia
	InnoBAN, Red de Inversores Ángel para la Innovación
	Alamut Business Network, S.L.
	UNIBAN, University Business Angels Network
Madrid (Comunidad de)	E-Valora Financial Services, S.L.
	Club de Inversores en Franquicia
	Club Business Angels, Instituto de Empresa
	Fundación Madri+d. BAN madri+d.
	MADBAN, Madrid Business Angels
	Madrid Emprende
Navarra (C. Foral de)	Red de Business Angels de Navarra
País Vasco	BANEUSKADI, Business Angels Network Euskadi
	ENTRINNOVA
Rioja (La)	Banco Rioja

- Organización de eventos tales como congresos, jornadas, foros de inversión y *workshops*.

- Realización de más de sesenta sesiones de difusión de los business angels en España.

- Organización de programas de capacitación para business angels y gestores de redes.

- Representación española en la red europea EBAN con sede en Bruselas.

- Generación y difusión de conocimiento:

  – Portal web www.esban.com

  – Boletín quincenal.

- Realización del estudio *Los business angels en España* por encargo de la DGPYME. Presentación en la sede del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

- Realización del estudio *Análisis de tributación comparada de la figura de los business angels en Europa – Estudio para la propuesta de medidas fiscales de fomento*.

- Colaboración con la Administración Pública para la regulación de un marco jurídico y fiscal.

- Colaboración en la creación y puesta en marcha de nuevas redes de business angels con instituciones y gobiernos autonómicos de la Comunidad Valenciana, el País Vasco, Cataluña, Asturias, Balears y Andalucía.

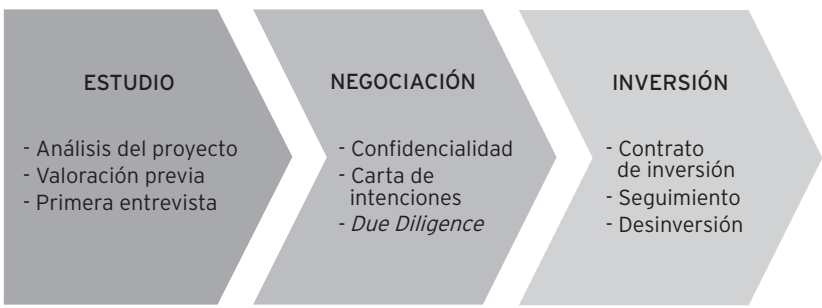
La Fundación ESBAN es a la vez el representante español y la red fundadora de la World Business Angels Association, organización mundial de reciente creación que agrupa los movimientos de business angels por representantes de veintiún federaciones estatales, entre las cuales: Angola, Australia, Brasil, Cabo Verde, Chile, China, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, India, Japón, Malasia, Polonia y Portugal. Cuenta, además, con la presencia de las principales organizaciones mundiales como la European Business Angels Network, 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.

4. El proceso de capitalización

4.1. Las fases del proceso de capitalización

El proceso de capitalización establecido entre un business angel y una empresa que busca financiación —independientemente del estado de desarrollo en que se encuentre el proyecto empresarial— se puede dividir en tres grandes bloques (fig. 1).

Figura 1. Fases del proceso de capitalización



En el primer bloque (Estudio), se incluirían las fases siguientes:

- Captación de proyectos empresariales.
- Preparación del plan de negocio del proyecto.
- Valoración del proyecto.
- Identificación del business angel.
- Preparación de la estrategia del business angel.
- Toma de contacto a través de varios canales: presentación del proyecto.
- Primera entrevista.

En el momento en que el business angel está interesado en un proyecto empresarial determinado, se inician una serie de fases que se pueden agrupar en un segundo bloque (Negociación):

- Revisión conjunta (equipo emprendedor y business angel) y actualización del plan de negocio.
- Acuerdo de confidencialidad.
- Carta de intenciones.
- Debida diligencia o *Due Diligence*.

Finalmente, si todo el proceso de negociación entre inversor y equipo emprendedor fructifica, se inician las fases finales de todo el proceso, las cuales se pueden agrupar en un tercer bloque (Inversión).

- Contrato de inversión.
- Seguimiento de la inversión.
- Desinversión.

4.2. Preparación del plan de negocio

Se conoce como *plan de negocio* la documentación que los business angels deben analizar en su totalidad. El plan de negocio tiene que contener de forma detallada la siguiente documentación:

- Un resumen ejecutivo del plan de empresa.
- Una presentación del plan de empresa.
- El plan de empresa.
- Los estados financieros (cuenta de explotación y balance) de los últimos años, siempre que la empresa ya esté funcionando.

El plan de negocio ayuda a definir la planificación estratégica que seguirá la empresa, al mismo tiempo que sirve de guía de trabajo para desarrollarlo y de carta de presentación en el momento de buscar nuevas fuentes de financiación.

Ya que probablemente un plan de empresa será analizado por varias personas, y cada una de ellas sacará sus propias conclusiones, es fundamental que el plan de negocio cumpla los siguientes requisitos:

- Tiene que ser fácil de leer y su presentación debe ser correcta y ordenada, ya que será la primera herramienta para la toma de decisiones.
- Tiene que ser una herramienta viva y en constante evolución.
- Tiene que plantear soluciones en lugar de problemas.
- Tiene que marcarse unos objetivos muy claros, aunque éstos sean pequeños.
- Tiene que reflejar un beneficio o una rentabilidad a medio plazo o a largo plazo.
- Tiene que poder argumentar y contrastar todos los datos que en él se reflejen.

El plan de empresa, como elemento clave que es de todo el plan de negocio, debe incorporar, como mínimo, los siguientes apartados:

- La necesidad del mercado.
- La idea de negocio.
- El análisis estratégico del negocio.
- La puesta en escena.
- La planificación.

- La organización interna.
- El plan de *marketing*.
- El plan de operaciones.
- El plan financiero.
- El arranque del negocio.
- La mejora continua y el control de gestión.

Un plan de empresa debe evitar los siguientes riesgos:

a) Referente al mercado:

- Hacer una previsión excesiva del nivel de ventas.
- Equivocar la estrategia de segmentación.
- Supervalorar el ciclo de vida del producto.
- Infravalorar la respuesta de los competidores.

b) Referente al plan financiero:

- Dedicar demasiada atención a las previsiones económicas.
- Equivocar la estrategia de precios.
- Poner poco énfasis en las necesidades de capital circulante en el momento de poner en marcha el proyecto.
- Realizar un análisis poco detallado de las fuentes de financiación.

Finalmente, un buen plan de empresa será el reflejo de un buen equipo directivo. Por este motivo, las características del equipo directivo son muy importantes en el momento de evaluar la posible inversión en un

proyecto empresarial, y más aun en aquellos proyectos en fase de creación o desarrollo. Así pues, se deben tener presentes:

- El grado de implicación del equipo promotor: evitar «socios virtuales».
- La experiencia de cada uno de los socios y la aportación que realizará cada uno en el proyecto.
- La participación inicial de cada promotor (porcentaje de capital).
- La relación personal entre los miembros del equipo.
- Las expectativas de futuro del equipo promotor.

Como es probable que varias personas lo analicen y que cada una de ellas saque sus propias conclusiones, es fundamental que el plan de negocio esté bien expuesto, que sea preciso y fácil de leer, y también que la documentación recogida en el plan esté argumentada y contrastada con datos reales.

4.3. Valoración del proyecto

La valoración del proyecto o de la empresa no es una tarea fácil, si tenemos en cuenta que a menudo convergen factores externos que el emprendedor no puede controlar y que otras veces son difíciles de cuantificar o medir. No obstante, este proceso se tiene que realizar de la forma más precisa posible, ya que la valoración de la empresa marcará la base de la negociación y, por lo tanto, el precio final de venta.

Existen varios sistemas de valoración: por un lado, están los métodos basados en datos contables, es decir, en datos históricos de la empresa, y, por el otro, los métodos que utilizan proyecciones de datos futuros. Este último caso suele ser el más utilizado, ya que si tenemos en cuenta que los inversores privados participan en nuevos proyectos que pueden generar futuros rendimientos, es lógico pensar que los métodos de valoración también se basarán en estos futuros rendimientos (tabla 1).

Tabla 1. Métodos de valoración de un proyecto

Métodos de valoración	
Métodos patrimoniales:	Basado en el activo neto contable Basado en el activo neto contable corregido Basado en el valor sustancial Basado en el valor de liquidación
Métodos comparativos:	Basado en el PER Basado en el PCFR Basado en el DYIELD
Métodos mixtos:	Basados en el *goodwill*
Métodos dinámicos:	Basados en el descuento de flujos

PER: *Price Eming Ratio*; PCFR: *Price Cash Flow Ratio*; DYIELD: *Divident Yield*; *goodwill*: fondo de comercio.

4.4. La primera entrevista

Estamos ante uno de los momentos clave de todo el proceso de capitalización, entendido en su globalidad, ya que será la primera vez que ambas partes, emprendedor y business angel, se encontrarán cara a cara y podrán mostrarse tal y como son. Cada parte expresará sus expectativas sobre el proyecto, y, en el caso del emprendedor, éste tendrá la oportunidad de describir al business angel la bondad del proyecto y las perspectivas de negocio que se podrán generar con el desarrollo del proyecto que presenta, e intentar convencerle. Este primer contacto lo suele promover un intermediario, generalmente la red de inversores privados donde está inscrito el business angel. El encuentro se organiza en la sede de la red con el fin de que ambas partes se sientan más cómodas.

La agenda de esta primera entrevista se puede resumir en:

- La presentación del proceso de capitalización por parte del gestor de la red.

- La presentación del business angel y de las expectativas que tiene acerca del proyecto.

- La presentación del promotor y del proyecto empresarial.

- El análisis de temas genéricos del proyecto.

Este primer contacto servirá a las partes para conocerse personalmente y detectar el grado de sintonía entre ambas. Si recuperamos el símil de que una red actúa como una agencia matrimonial, ahora es el momento de detectar si existe «amor a primera vista».

En esta fase, es importante que cada una de las partes tenga claras las expectativas supuestas en todo el proceso de inversión. Al respecto, y de modo indicativo, podríamos diferenciar estas expectativas entre:

a) Expectativas por parte del equipo promotor del proyecto:

- Preparación de aquella documentación necesaria para atraer a posibles business angels:
  - Plan de empresa.
  - Publicidad.
  - Contratos.
- Toma de contacto con los actores necesarios para el correcto desarrollo del proyecto:
  - Clientes.
  - Proveedores.
  - Abogados y asesores.
- Determinación del perfil del business angel:
  - Perfil.
  - Nivel de inversión.

- Grado de implicación.

- Valor añadido de la inversión: sinergias.
- Capacidad para afrontar una pérdida de propiedad.

b) Expectativas por parte del business angel:

- Perfil del equipo promotor:
  - Atributos personales.
  - Atributos profesionales.
  - Grado de integración entre el equipo.
- Análisis preciso de los datos económicos:
  - Cifra de negocio.
  - Costes.
  - Aplicación de las inversiones.
- Rendimiento de la inversión:
  - TIR (tasa interna de rendimiento) (tabla 2).

Tabla 2. Coeficientes de retorno de la inversión

	Años / coeficiente			
TIR	**2**	**3**	**4**	**5**
15%	1,32	1,52	1,75	2,01
20%	1,44	1,73	2,07	2,49
25%	1,56	1,95	2,44	3,05
30%	1,69	2,20	2,86	3,71

Coeficiente: número de veces en que habrá que multiplicarse la inversión inicial; coeficiente: $(1 + TIR)^n$; donde (n) serán los años que dure la inversión.

  - Valor final de la inversión.

- Esfuerzo económico de los promotores del proyecto.

- Fase del proyecto y nivel de riesgo:

  - *Seed capital* → riesgo elevado.

  - Expansión → riesgo moderado.

- Sistemas de control de gestión.

4.5. El acuerdo de confidencialidad

A lo largo del proceso de capitalización, el flujo de información que se origina de la empresa hacia el business angel y el volumen de datos traspasados de cualquier tipo son importantes y considerables.

A fin de poder analizar ampliamente el plan de negocio, es lógico que el inversor privado quiera conocer todos los aspectos del proyecto o de la empresa donde realizará la inversión.

En este momento el plan de negocio y los anexos complementarios se transfieren al business angel contra la entrega de un documento que recoge el compromiso del inversor privado de hacer un uso confidencial de la información proporcionada por la empresa. Este documento se conoce con el nombre de *acuerdo de confidencialidad*, y se considera en su abanico más amplio y no sólo restringido al business angel al cual se entrega la documentación.

Además de este acuerdo concreto entre las partes, las redes de business angels suelen llegar a un acuerdo genérico con los inversores privados que están inscritos en ellas para toda la información que se les facilitará mientras pertenezcan a la red (tabla 3).

Tabla 3. Contenido del acuerdo de confidencialidad

Emisor	Red, emprendedor.
Receptor	Business angel.
Objetivo	Preservar el modelo de negocio ante terceras personas.
Carácter	Vinculante.
Estructura	Nombre del documento: *acuerdo de confidencialidad.* Las partes: business angel + emprendedor. Contenido: • Manifestaciones. • Cláusulas. • Firmas.

4.6. La carta de intenciones

La carta de intenciones, también conocida como *Letter of Intent*, *Term Sheet* o *Engagement Letter*, expresa las intenciones del business angel en relación con el proyecto (tabla 4).

Tabla 4. Contenido de la carta de intenciones

Emisor	Business angel.
Receptor	Emprendedor.
Objetivo	Expresar la intención del business angel sobre el proyecto.
Carácter	No vinculante (excepto en algunos casos).
Estructura	Nombre del documento: *carta de intenciones.* Las partes: emprendedor + business angel. Contenido: • Antecedentes. • Cuantía de la inversión (acciones, precio, porcentaje...). • Información. • Política de dividendos y desinversión. • Órganos de gestión y organización. • Proceso de *Due Diligence* y garantías. • Cláusula de confidencialidad.

En la carta de intenciones el inversor:

- Declara su compromiso formal de continuar las negociaciones con el fin de llegar a un acuerdo final de inversión.
- Si es conveniente, fija los acuerdos a que se hayan comprometido las partes hasta el momento.
- Establece que todas las negociaciones posteriores partirán de los acuerdos establecidos en la carta de intenciones.
- Marca los puntos iniciales o básicos de todo el acuerdo: el volumen de la inversión que debe realizarse, la participación que se venderá, la duración, la voluntad de la salida, etc.
- Establece un conjunto de normas, de carácter temporal, que regirán las negociaciones futuras, como la realización de una debida diligencia o *Due Diligence*, o un calendario para delimitar los periodos de negociación, entre otras.

El alcance del documento puede variar de un proyecto a otro en función de su complejidad, así como las cláusulas que contenga.

Aunque la carta de intenciones no es vinculante, suele incluir unos apartados que, generalmente, son de aplicación mínima y vinculante. Estos apartados son los siguientes:

- La cláusula de confidencialidad.
- La cláusula de exclusividad.
- Los gastos generados por el proceso y quien los asumirá.

Una de las cláusulas que se fijan en la carta de intenciones es la cláusula de exclusividad, la cual tiene una cierta relevancia, ya que en este estadio de la negociación especifica que el emprendedor o la empresa no pueden poner en marcha ningún otro proceso de negociación con ningún otro business angel. El incumplimiento de esta cláusula, si así se especifica, puede conllevar una indemnización a favor del business angel.

La finalidad de esta cláusula es asegurar al inversor que las negociaciones, si van por buen camino, no se verán perjudicadas por una «doble negociación» del emprendedor.

Para que el proceso se desarrolle correctamente, el business angel y el emprendedor se tienen que comprometer a que seguirán las «reglas del juego».

4.7. La debida diligencia o *Due Diligence*

La debida diligencia o *Due Diligence* es un proceso técnico por el cual el business angel puede conocer la situación actual de la empresa en la que desea invertir, y que determina y cuantifica la veracidad de los activos y pasivos de la empresa, es decir el conjunto de bienes, derechos y obligaciones. Con la debida diligencia se establece una posición más favorable para el inversor privado, ya que inicialmente el nivel de información y conocimiento del proyecto es muy asimétrico entre las partes.

La finalidad de la debida diligencia se concreta en la determinación de unas bases objetivas con el fin de:

- Tomar la decisión de invertir.
- Negociar el precio de la compra.
- Negociar la cobertura de garantías.

Además de detectar riesgos inherentes al proyecto que probablemente el promotor desconoce, la debida diligencia se puede utilizar como una herramienta de creación de valor. No olvidemos que puede poner de manifiesto ciertos mecanismos de gestión hasta ahora ineficientes y, que una vez corregidos, pueden ayudar a aumentar el valor futuro de la empresa y, por lo tanto, el valor intrínseco de la parte emprendedora y de la inversora.

Así pues, no sólo serán objeto de revisión los estados financieros, sino que también lo serán los departamentos y las personas que estén implicados. Como resultado de este proceso, los consultores expertos confir-

marán que no existen vicios ocultos, y se realizará una primera aproximación a la valoración de la empresa.

En función del objetivo final y del alcance del proceso, la debida diligencia puede ser:

- Legal.
- Comercial.
- Industrial.
- Económica y financiera.
- Contable y fiscal.
- Mediambiental.

Aunque no existe un procedimiento legalmente establecido, para realizar este proceso se acostumbra a seguir la metodología siguiente:

a) El equipo de trabajo:

- Coordinación del equipo de trabajo externo con el equipo de trabajo interno de la empresa donde se realiza la debida diligencia.

b) Fuentes de información:

- Varias listas o *Check list*.
- Información pública (registros oficiales).
- Cuestionarios internos.

c) Informe:

- Recoge el estudio realizado según el alcance de las áreas analizadas.

- Incluye las contingencias detectadas, es decir la enumeración y la cuantificación.

- Se incluye como anexo dentro del acuerdo final del pacto de accionistas.

En el caso de un proceso de debida diligencia legal, se analizarían dentro de la empresa los siguientes puntos y ámbitos:

a) Aspectos societarios:

- Estatutos sociales.

- Registro de participaciones o acciones.

- Órganos de gobierno.

b) Composición de los activos de la empresa:

- Verificación de registro de bienes inmuebles.

- Verificación de registro de bienes muebles: propiedad, precio de adquisición, cargas sobre el bien...

- Verificación de marcas y patentes.

c) Aspectos contractuales:

- Alquileres.

- Agencia.

- Gastos y penalizaciones por incumplimientos.

d) Aspectos laborales:

- Contingencias por el incumplimiento de la normativa laboral.

- Tipos de contratos laborales existentes.

e) Aspectos fiscales:

- Nivel de cumplimiento de las obligaciones fiscales de la empresa.
- Contingencias por el incumplimiento de la normativa fiscal.
- Aplazamiento de impuestos.

f) Otros aspectos:

- Protección de datos.
- Prevención de riesgos laborales.
- Cumplimiento de la normativa urbanística (licencias municipales, permisos de obras, etc.).

4.8. El contrato de inversión

Un proceso de capitalización culmina con el acuerdo final entre las partes. Este proceso se materializa mediante la formalización de un contrato de inversión, el cual determina como se participa en la empresa, las condiciones en que se realizará la inversión y el plan o calendario de actuaciones que se seguirá. Al contrato de inversión se adjuntan una serie de documentos que dan consistencia al acuerdo. Estos documentos son los siguientes:

- El pacto de accionistas.
- La carta de manifestaciones y garantías.
- La ejecución de los acuerdos.
- El plan de empresa.

El contrato de inversión es una herramienta de gestión para el futuro que, además de recoger las condiciones de precio de venta de los títulos, también determina el conjunto de cláusulas que servirán de base para la

relación futura entre las partes (las condiciones de entrada, las de cohabitación y las de salida).

El tipo de contrato de inversión que resulte de una operación en la que la empresa receptora de los fondos se considere una *start-up* será distinto en parte de aquel otro que pueda surgir de una operación de capital riesgo. Por este motivo, dado que el efecto temporal de la inversión estará limitado, este tipo de contrato tendrá que incluir las siguientes cláusulas específicas:

- Las condiciones de salida del business angel.
- La fórmula de permita valorar el precio de salida.
- Las condiciones de venta de las participaciones en el caso que un tercero realice formalmente una oferta de compra de la empresa.
- Las condiciones de permanencia de los promotores del proyecto y las posibles cláusulas de indemnización.
- Las condiciones de no competencia de los promotores del proyecto y las posibles cláusulas de indemnización.
- Las condiciones de entrada de otros inversores privados en una segunda ronda de financiación antes de que se produzca la salida del business angel.

4.8.1. El pacto de accionistas

Independientemente del tipo de empresa en la que se invierta y de la fase de desarrollo en que ésta se encuentre, este acuerdo o pacto de accionistas se estructura, en términos generales, teniendo en cuenta:

- El precio de compra.
- El gobierno y la administración.
- La transmisión de las participaciones y los gastos.
- El arbitraje.

4.8.1.1. El precio de compra

La aportación de fondos por parte del business angel, aunque suele realizarse por vía de una ampliación de capital, también puede hacerse mediante la concesión de un préstamo participativo y hasta de forma conjunta con estos dos vehículos de inversión.

En este apartado se detalla el total de los fondos aportados, la parte de esta inversión que representa capital social y la parte de la inversión que representa prima de emisión, así como el porcentaje de participación equivalente a la inversión realizada.

Cabe añadir que la aportación de fondos se podrá realizar en un solo acto o bien de forma gradual en sucesivas aportaciones. En este caso, las distintas aportaciones estarán condicionadas al desarrollo correcto del plan de negocio.

Con la finalidad de premiar la buena gestión de los socios promotores se pueden estipular unas cláusulas de premios en las que el business angel establezca a favor de los promotores un premio o *ratchet* cuantificado en un porcentaje de las participaciones que haya adquirido, y por el cual se procederá a la reventa de las participaciones a los socios promotores siempre que se cumplan unas circunstancias determinadas. Una de estas circunstancias podría ser el grado en que se haya logrado un EBITDA anual medio durante un periodo de tiempo concreto.

4.8.1.2. Gobierno y administración

En el pacto de accionistas se define el tipo de control que debe ejercer el business angel sobre la gestión de la empresa. Este control se realiza sobre la base de:

- La participación en los órganos de administración de la empresa (consejo de administración y designación de los consejeros).

- La participación en la toma de decisiones (junta de accionistas y consejo de administración).

- La participación en la gestión operativa de la empresa (sistema de

información, auditoría de la empresa y establecimiento de mecanismos para afrontar imprevistos concretos o excepcionales).

4.8.1.3. Protección del business angel

Como en la mayoría de las operaciones la parte inversora no posee más del 50% del capital social de la empresa, por lo que está en minoría sobre los derechos de voto de la parte emprendedora, se acuerdan una serie de cláusulas con el fin de proteger esta posición minoritaria del business angel.

Algunas de estas cláusulas son las siguientes:

- Cláusula antidilución, que garantiza el mismo nivel de participación si se producen nuevas rondas de inversión.

- Derechos preferentes en determinadas operaciones societarias.

En este apartado también se incluyen las cláusulas que hacen referencia a la estabilidad de los socios promotores dentro de la empresa, ya que a menudo son los propios promotores los que aportan el conocimiento técnico del producto o el servicio que se ofrece al mercado.

Las cláusulas que se pueden incluir en el apartado de protección del business angel son:

- Cláusulas de permanencia en la empresa por parte de los socios promotores.

- Cláusulas de no competencia por parte de los socios promotores.

- Cláusulas de protección de la propiedad industrial o intelectual (se pretende que los emprendedores cedan la propiedad de tales derechos a la empresa).

4.8.1.4. Transmisión de las participaciones

Para cuando llegue el momento de la desinversión del socio business angel, ya se tienen que haber establecido en el pacto de accionistas

unos mecanismos que faciliten la salida del inversor con la máxima liquidez posible. Las vías de salida en el momento de la desinversión pueden ser:

- La transmisión de las participaciones al resto de socios o a la propia empresa.
- La transmisión de las participaciones a un tercero.
- La transmisión conjunta de las participaciones.
- La salida a bolsa.

La desinversión se produce en el momento más delicado de todo el proceso. Si la actividad de la empresa se ha desarrollado según lo previsto en el plan de negocio, lo más seguro es que no surjan problemas de ningún tipo y que todas las partes queden satisfechas. En cambio, si la actividad o la gestión no se han realizado tal y como se esperaba, probablemente se perderá una parte o la totalidad de la inversión efectuada y la empresa tendrá que ser liquidada.

4.8.1.5. Gastos y arbitraje

Finalmente, los últimos apartados que de una forma genérica se deben incluir en el pacto de accionistas son, por un lado, la asignación de los gastos generados a lo largo del proceso y, por el otro, los mecanismos que regularán y arbitrarán la resolución de cualquier conflicto.

a) Asignación de gastos. Hay que determinar quien se encargará de los gastos generados en todo el proceso, que como mínimo serán:

- Los gastos de formalización ante fedatario público.
- Los honorarios de los asesores y auditores u otros profesionales derivados de la negociación, formalización y ejecución de los contratos.
- Los tributos que resulten de la formalización y ejecución de los contratos.

b) Arbitraje y jurisdicción. En general, una de las últimas cláusulas que se incorporan al contrato se refiere a la resolución de cualquier controversia que resulte de la interpretación y/o el cumplimiento del contrato (con esta cláusula las partes se someten al arbitraje de conformidad según lo dispuesto por la ley). Estas controversias pueden ser provocadas por:

- La valoración de la empresa.
- Situaciones de bloqueo en una determinada toma de decisiones.

4.8.2. La carta de manifestaciones y garantías

La carta de manifestaciones y garantías es un documento anexo que se añade al contrato de inversión y que da garantía y cobertura a los socios promotores sobre la veracidad y el cumplimiento de toda la documentación entregada a los business angels. Esta carta suele incluir los siguientes apartados:

- Asuntos societarios: inscripción en el Registro mercantil, permisos y licencias, y titularidad de las participaciones.
- Inmuebles y otros activos.
- Contratos formalizados por la empresa.
- Propiedad industrial e intelectual.
- Asuntos laborales.
- Asuntos fiscales.
- Asuntos financieros.
- Litigios.
- Otros aspectos.

En el caso de que se produjeran contingencias por la no veracidad de los aspectos reflejados en la carta de manifestaciones y garantías, la asun-

ción de estas contingencias por parte de los promotores se podrá resolver de varias formas:

- La cuantía generada por la contingencia, realizada esta última antes de que el business angel invirtiera en la empresa, será asumida íntegramente por los socios emprendedores.

- La cuantía generada por la contingencia, realizada esta última antes de que el business angel invirtiera en la empresa, será asumida por los socios emprendedores a partir de un valor determinado. La primera parte, o franquicia, será asumirá por la empresa.

- La cuantía generada por la contingencia, realizada esta última antes de que el business angel invirtiera en la empresa, será asumida por la empresa con la condición de que los socios promotores transmitan una parte de sus participaciones a los socios business angels.

4.8.3. Ejecución de acuerdos

De forma paralela al pacto de accionistas y a la carta de manifestaciones y garantías, se deberán realizar obligatoriamente una serie de acuerdos que se añadirán como anexos al contrato de inversión. Estos acuerdos son los siguientes:

a) El acta de la junta general extraordinaria. En el caso de que la aportación de fondos por parte del business angel se formalice mediante la ampliación de capital, se convocará una junta general extraordinaria de socios en la que se aprobará este aumento de capital en las condiciones pactadas. Si es preciso, en esta junta también se introducirán modificaciones en los estatutos.

b) El acta del consejo de administración. En el acta se aprueba el nombramiento de nuevos consejeros y los cambios en los órganos de administración, si es conveniente.

Tanto el pacto de accionistas como la carta de manifestaciones y garantías, junto con estos acuerdos anteriores (acuerdos de junta general y consejo de administración), serán los únicos documentos válidos entre

ambas partes. Por lo tanto, los demás documentos formalizados que no sean el contrato entre socios quedarán sin efecto alguno.

4.8.4. El plan de empresa

Finalmente, el plan de empresa también se integrará en el conjunto del contrato de inversión. Hay que tener en cuenta que este plan también puede recoger los resultados históricos de años anteriores.

Es importante que el plan de empresa conste como anexo, ya que dentro del pacto de accionistas se incluirán varias cláusulas que hacen referencia a los datos o hechos contenidos en este plan. Algunas cláusulas importantes que se refieren al plan de empresa se detallan a continuación:

- El bono o *rachet* en la transmisión de participaciones.
- La penalización por incumplimiento de pactos del contrato.
- Sistemas de información de la gestión de la empresa.
- Limitaciones por la transmisión en el momento de la desinversión.
- Garantías referentes a aspectos financieros reflejados en los estados contables anuales presentados por la empresa.

4.9. La inversión

Una vez finalizado todo el proceso de inversión, y habiendo llegado a un acuerdo favorable entre las partes, el nuevo socio inversor formalizará ante notario y escritura pública la aportación de capital a la sociedad.

Esta aportación de capital, en función del tipo de operación y de la estrategia de inversión que haya seguido el business angel, puede ser:

- Inversión completa mediante aportación de capital.
- Inversión en varias fases (en función de los objetivos conseguidos por el equipo promotor) mediante aportación de capital.

- Inversión completa mediante aportación de capital más suscripción de un préstamo participativo.

- Inversión en varias fases (en función de los objetivos conseguidos por el equipo promotor) mediante aportación de capital más suscripción de un préstamo participativo.

En todos los supuestos anteriores, a no ser que se trate de una operación de inversión muy especial, el nuevo socio inversor tomará una participación de la sociedad ya creada, o de la nueva sociedad si ese fuera el caso, más o menos representativa en función del riesgo y la valoración de dicha inversión.

Lógicamente, la aportación de capital, y su representatividad en porcentaje, que realice el nuevo socio inversor no será proporcional al capital social existente en el balance de la sociedad en ese momento. Así pues, si el capital social de una empresa es de 50.000 euros y ésta recibe una ampliación de capital de un business angel de 150.000 euros, la proporción matemática del 75% del capital correspondiente para ese nuevo socio inversor no se mantiene.

En las primeras rondas de financiación, los socios promotores suelen poseer la mayoría de la representatividad del capital de la empresa, es decir, más del 50% del capital social.

Para mantener esas proporciones de representatividad del capital social, y a su vez, ajustar las partidas de fondos propios del balance de la sociedad, se realizarán los siguientes cálculos e imputaciones contables:

Supongamos una sociedad con un capital social suscrito y desembolsado por un importe de 50.000 euros, formado por 10.000 participaciones de 5,00 euros de valor nominal cada una. Esta sociedad recibe una aportación de capital de un nuevo socio inversor por un importe de 150.000 euros representativa del 30% de la sociedad. En este supuesto, para determinar la estructura de los fondos propios y de la prima de asunción (para una sociedad limitada) o prima de emisión (para una sociedad anónima), haremos el siguiente planteamiento.

Número de acciones (si es una SA) o participaciones (si es una SL) de la sociedad:	10.000
Valor nominal de la acción / participación:	5,00 €
Capital social (CS)	**50.000,00** €
% CS de los socios fundadores	100%
Inversión realizada por un business angel	**150.000,00** €
% CS del nuevo socio business angel	**30%**
% CS de los socios fundadores	**70%**

A los efectos, la ampliación de capital se dividirá en:

Capital social (4.286 nuevas acciones / participaciones de 5,00 euros de valor nominal y suscritas al 100%):	**21.428,57** €
Prima de emisión / asunción (4.286 nuevas acciones / participaciones de 5,00 euros de valor nominal y suscritas al 600%):	**128.571,43** €

La nueva estructura de los fondos propios de la empresa será:

CS de los socios fundadores	50.000,00 €	70% del capital
CS del socio business angel	21.428,57 €	30% del capital
Prima de emisión / asunción	128.571,43 €	
Total de fondos propios	**200.000,00** €	

Este mismo supuesto, a nivel contable, se reflejaría de la siguiente manera:

Empresa promotora del proyecto

* Contabilización de la ampliación de capital social:

Cuenta	Descripción	Debe	Haber
572	**Bancos**	**150.000,00 €**	
100	**Capital social**		**21.428,57 €**
110	**Prima de emisión / asunción**		**128.571,43 €**

Observaciones:		
Capital social	N.º de acciones:	4.286
	Valor nominal:	5,00 €
	Suscripción:	100 %
Prima de emisión / asunción	N.º de acciones:	4.286
	Valor nominal:	5,00 €
	Suscripción:	600 %

Business angel (supongamos que se vehicula la operación mediante una sociedad)

* Contabilización de la inversión financiera en capital:

Cuenta	Descripción	Debe	Haber
250	**Inversión financiera permanente en capital**	**150.000,00 €**	
572	**Bancos**		**150.000,00 €**

4.10. Seguimiento de la inversión

Una vez realizada la inversión empieza la fase más larga de todo el proceso: el seguimiento de la inversión del business angel en el proyecto empresarial.

Esta fase de seguimiento será más o menos complicada, o simple, en función de varios parámetros directamente relacionados con el inversor privado y el equipo de emprendedores que lideran el proyecto empresarial. Estos parámetros son los siguientes:

- Perfil del propio business angel (empresario, trabajador, consultor o financiero).
- Perfil del equipo de emprendedores (motivaciones, capacidades personales y técnicas, roles y liderazgo, actuación ante los problemas).
- Alineación de objetivos entre el business angel y el equipo emprendedor (normalmente ambas partes se fijan objetivos distintos, por lo que, en repetidas ocasiones, se desarrollará un proceso de negociación entre éstas).
- Grado de implicación del inversor privado dentro del proyecto empresarial.
- Resolución de conflictos (falta de liquidez, nuevas rondas de financiación, políticas salariales de los emprendedores, asimilación de la deuda bancaria, desacuerdos entre el equipo emprendedor, ejecución del pacto de salida del business angel, etc.).
- Forma de la toma de decisiones entre el business angel y el equipo promotor.
- Tipo de información que gestionará el inversor privado (indicadores de información cuantitativa y cualitativa así como la frecuencia de análisis de la información).
- Participación en el consejo de administración u órgano gestor.
- Seguimiento de la rentabilidad de la inversión.

4.11. La desinversión

Por último, después de haber analizado todas las fases que configuran el proceso de capitalización, y transcurridos los años indicados en el Acuerdo de socios, se inicia la fase final de todo el proceso: la desinversión.

El devenir de esta última fase estará sujeto a los pactos suscritos en el Acuerdo de socios y se llevará a cabo en alguno de los siguientes supuestos:

- Cuando finalice el periodo de la inversión pactado entre las partes.
- Cuando uno de los socios exprese su voluntad de abandonar el proyecto y desee vender su participación en la empresa.
- Cuando por motivos jurídicos, o por acuerdo de las partes, se proceda a liquidar el patrimonio de la empresa.

Llegado este momento, la empresa se puede encontrar en alguna de las siguientes situaciones:

- La empresa logra los objetivos y resultados esperados según su plan de empresa.
- La empresa aún no ha alcanzado los resultados esperados según su plan de empresa, pero su evolución es positiva.
- La empresa no ha logrado los objetivos y resultados esperados y se encuentra en este momento en una situación delicada.

Ante estas posibles situaciones, y según lo establecido en el Acuerdo de socios (si así fuere), en la fase de desinversión el socio inversor podrá optar por diferentes opciones o estrategias: recompra de las participaciones por parte del equipo promotor, transmisión de las participaciones a otros socios inversores, incorporación del business angel como socio permanente, introducción de las acciones de la empresa en el mercado de valores y liquidación de la empresa.

4.11.1. Recompra de las participaciones por parte del equipo promotor

En este caso, el equipo promotor del proyecto adquiere la participación del socio business angel. Con respecto a otras alternativas, ésta tiene la ventaja de que el comprador forma parte de la empresa, de modo que es consciente de la dinámica y el devenir de la sociedad. Por acuerdo de las partes implicadas, el pacto de recompra se podrá realizar en cualquier momento o según lo establecido en el Acuerdo de socios.

El pacto de recompra tendrá que especificar el momento en que se ejecute, así como las condiciones en que se materialice la transmisión de las participaciones. En este sentido, la valoración económica de la participación a transmitir puede acarrear una negociación interesante entre las dos partes, comprador y vendedor, dado que normalmente los modelos y las variables utilizadas en la valoración de la participación están condicionadas por datos del futuro, y por lo tanto, por la incertidumbre.

4.11.2. Transmisión de las participaciones a otros socios inversores

Esta otra alternativa en la transmisión de las participaciones conlleva que un nuevo socio inversor, ya sea un business angel, un socio industrial o una entidad de capital riesgo, entre en el accionariado de la sociedad. En este caso, el proceso de transmisión puede seguir dos estrategias diferentes:

- Durante el proceso de negociación del Acuerdo de socios, se puede considerar la desinversión como uno de los diferentes acuerdos a pactar con el fin de identificar los posibles compradores de la participación sujeta a transmisión.

- No tener en cuenta este aspecto hasta que no llegue el momento oportuno.

Siguiendo el ejemplo del apartado 4.10 «Seguimiento de la inversión»:

Supongamos ahora que, al cabo de cuatro años, el business angel que realizó la inversión de 150.000 euros, y según lo establecido en el Acuerdo de socios, venda su participación a otro socio inversor. El socio busi-

ness angel valora su participación del 30% de la sociedad en 360.000 euros, obteniendo de este modo una rentabilidad de su inversión (TIR), a cuatro años, del 25% aproximadamente. Con estas premisas, encuentra a un nuevo socio industrial dispuesto a comprar su participación al valor estimado. A nivel contable, este supuesto se reflejaría de la siguiente manera:

Empresa promotora del proyecto

* No realiza ningún apunte contable, ya que la transmisión de la participación se efectúa con terceros. Esta operación no afecta a la estructura patrimonial de la sociedad.

Business angel (supongamos que se vehicula la operación mediante una sociedad)

* Contabilización de la desinversión:

Cuenta	Descripción	Debe	Haber
572	Bancos	360.000,00 €	
250	Inversión permanente en capital		150.000,00 €
766	Beneficios en valores negociables		210.000,00 €

4.11.3. Incorporación del business angel como socio permanente

Dentro del grupo de las micro o pequeñas empresas, donde un business angel puede realizar su inversión y su aportación de valor (conocimientos, contactos, experiencia, etc.), podemos encontrar casos en que sea el propio inversor quien realice una segunda ronda de financiación de carácter permanente. En este caso, el objetivo del business angel ya no es generar una plusvalía a corto o medio plazo, sino que ahora su principal objetivo será formar parte de un proyecto empresarial consolidado que puede generar dividendos anuales y, a largo plazo, pueda generar una plusvalía importante por una posible venta de la empresa a un grupo industrial o a una empresa multinacional del sector.

4.11.4. Incorporación de las acciones de la empresa en el mercado de valores

Para aquellos proyectos que se encuentran en una fase de expansión y que ya han recibido varias rondas de financiación, incluidas el capital riesgo, y siempre y cuando concurran unas determinadas circunstancias, los inversores podrán ofrecer sus acciones a un mercado organizado.

Así pues, la introducción de estas acciones en un mercado de valores organizado facilita el hecho de que nuevos inversores puedan adquirir las acciones del socio financiero, facilitando de esta forma la materialización de las plusvalías estimadas.

Sin embargo, el proceso de incorporación de una empresa en un mercado de valores (la bolsa) supone un proceso costoso y complejo que acostumbra a estar intermediado y gestionado por un banco de negocios.

4.11.5. Liquidación de la empresa

Por un lado, esta opción se llevará a cabo cuando el proyecto empresarial no se haya podido realizar como inicialmente se había planificado y la situación patrimonial de la empresa sea insostenible. En este caso, se intentará obtener el máximo valor de liquidación de los activos para así poder minimizar las pérdidas generadas.

Por otro lado, en ocasiones esta opción de liquidación se plantea cuando la empresa no evoluciona en la dirección prevista. En este caso, el business angel o el grupo de inversores se encuentran ante dos situaciones:

- Mantener en cartera una inversión en capital que no es rentable.
- Transmitir una participación sin ninguna opción de generar plusvalía, es decir, con pérdidas importantes.

5. La fiscalidad de los business angels

5.1. Marco tributario de los business angels en los Estados miembros

Los tributos que gravan las inversiones en capital afectan directamente a su poder de atracción. Así pues, en relación a la actividad de los business angels, esta atracción disminuirá si no existe un marco fiscal favorable que incentive las inversiones en capital. De igual importancia serán la estabilidad y la previsión del entorno impositivo global. Lógicamente, cada país de la Unión Europea tiene su propia legislación en materia tributaria, por lo que, en función del país de origen, la carga impositiva de las operaciones realizadas por inversores privados será diferente. En el caso concreto de España, desde el año 2007 se ha producido un cambio legislativo relevante en relación a este tipo de inversiones.

Generalmente, un sistema tributario sencillo, equitativo y fácilmente comprensible es adecuado en una sociedad democrática. Si tenemos en cuenta que las inversiones en empresas emergentes (normalmente PYME o microempresas de marcado perfil tecnológico) son generadoras de riqueza, puestos de trabajo y crecimiento económico, probablemente no se deberían gravar las ganancias de capital, ya que éstas representan la recompensa por la toma de riesgo en este tipo de empresas. Así pues, la creación de planes específicos para aminorar de forma considerable la presión fiscal sobre los inversores individuales (business angels) podría potenciar inversiones de capital reiteradas en el tejido empresarial, con la correspondiente generación de riqueza para el territorio.

Según los informes nacionales de que disponemos, el impuesto sobre las plusvalías puede ser perjudicial para el mercado del capital riesgo o de los business angels. Una presión fiscal fuerte provoca una importante reducción del deseo de invertir y, a la inversa, la reducción de estos impuestos aumenta en los business angels y el capital riesgo el deseo de tomar participaciones empresariales.

Por lo tanto, un marco tributario atractivo sería la condición necesaria —aunque no suficiente— para un verdadero crecimiento del mercado de la inversión en capital por parte de los business angels.

A partir de un estudio de fiscalidad comparativa entre los países de nuestro entorno europeo, se hace evidente que la dificultad de conciliar y armonizar los distintos sistemas fiscales ha sido una barrera importante a la movilidad empresarial en el seno de la Unión Europea.

El estudio analiza las medidas tomadas por las economías de nuestro entorno y de aquéllas más crecientes, en el ámbito fiscal y, por extensión, en el jurídico, para impulsar el desarrollo de la figura de los business angels. Ante la necesidad de fomentar la inversión en los países de la Unión Europea, la Comisión Europea está promoviendo las inversiones en capital realizadas por los business angels mediante medidas fiscales. Estas recomendaciones de la Comisión Europea han sido recogidas por las administraciones públicas de los diferentes países europeos, que a su vez también están promoviendo medidas concretas para el fomento de la figura de los business angels en sus respectivos territorios.

La tabla 1 muestra los diferentes tipos impositivos aplicados a las plusvalías, según un estudio realizado por la Red Europea de Business Angels (EBAN), con la colaboración del conjunto de las redes nacionales, entre las cuales se encuentra la Red Española de Business Angels (ESBAN).

Los incentivos fiscales que se indican se generan de la siguiente forma:

- Aplicando una deducción fiscal.
- Reduciendo el tipo a aplicar en el impuesto sobre plusvalías.
- Permitiendo la reinversión de las plusvalías.
  - Compensando las pérdidas con las plusvalías.

Tabla 1. Tributación comparada de las plusvalías en los países miembros

Estado miembro	Impuesto sobre las Plusvalías de las Personas Físicas	Observaciones
Alemania	No se aplica el impuesto sobre participaciones mantenidas durante más de 1 año, siempre que dicha participación sea inferior al 1%.	Si las participaciones se han mantenido durante menos de 1 año o si la participación es importante (1% o superior), sólo la mitad de los beneficios estará sujeto al impuesto sobre la renta (2002: entre el 19,9% y el 48,5%; 2003-2004: entre el 17% y el 47%; 2005 y años posteriores: entre el 15% y el 42%, con una carga suplementaria del 5,5%). No se aplicará el impuesto para las participaciones vendidas por una sociedad anónima.
Austria	No se aplica el impuesto si se mantiene la participación más de 1 año y si la participación es inferior al 1%.	Si la participación representa el 1% o una cifra superior (durante los últimos 5 años), los ingresos derivados de inversiones están sujetos a la mitad de del porcentaje medio de los ingresos totales (hasta el 50%) para inversiones mantenidas más de 1 año.
Bélgica	No se aplica el impuesto a excepción de inversores profesionales.	Se aplica un tipo del 17% (más impuestos locales) si se vende a una empresa extranjera una participación superior al 25% de una empresa belga. Si el vendedor es un inversor profesional, las plusvalías del capital siempre se gravan como un ingreso ordinario.
Dinamarca	Para menos de tres años, entre el 38,5% y el 59%. Si se mantienen un mínimo de 3 años, se aplica un impuesto del 28% para cantidades hasta 5.337 € y del 43%, si la cantidad es superior. No se aplica el impuesto si el valor total de las acciones cotizadas durante los 3 años anteriores a la venta es inferior a 16.817 €.	Si las acciones se mantienen durante menos de 3 años, las pérdidas sólo son deducibles con plusvalías de capital de otras participaciones vendidas en un periodo de 3 años. Las pérdidas de las acciones no cotizadas que se han mantenido un mínimo de 3 años son deducibles en ingresos de participación.

→

Tabla 1. Tributación comparada de las plusvalías en los países miembros (cont.)

Estado miembro	Impuesto sobre las Plusvalías de las Personas Físicas	Observaciones
España	18%.	Tipo progresivo de hasta el 48% si se mantiene la participación menos de 1 año.
Finlandia	29%.	
Francia	26%.	Pagable sólo si las actuaciones totales sobrepasan los 7.623 € por año. Las pérdidas de hasta 15.200 € por año son deducibles de otros ingresos susceptibles de imposición. Después de un periodo de 5 años, sólo se deben pagar los impuestos relativos a la seguridad social. El 25% de las inversiones en PYME que no coticen en bolsa pueden deducirse de los ingresos susceptibles de imposición. La facturación de la empresa debe ser inferior a los 21 millones de euros y el balance tiene que ser inferior a los 10 millones de euros.
Grecia	No se aplica el impuesto sobre aquellas acciones que cotizan en la Bolsa de Atenas.	Se aplica un impuesto del 5% sobre cada transacción accionarial para empresas que no figuren en el mercado de valores.
Irlanda	20%.	Libre de impuestos hasta 1.270 € por año. Para inversiones en empresas que no coticen en bolsa superiores a 5 años, se ofrecen desgravaciones en el impuesto sobre la renta que llegan hasta los 31.750 € por año. Se ofrecen desgravaciones por reinversión para trabajadores y directivos de empresas (y sociedades mercantiles). Las pérdidas pueden deducirse del impuesto sobre las plusvalías durante los años posteriores.

→

Tabla 1. Tributación comparada de las plusvalías en los países miembros (cont.)

Estado miembro	Impuesto sobre las Plusvalías de las Personas Físicas	Observaciones
Italia	12,5%.	Si la participación supera entre el 2% y el 5% para empresas que coticen en bolsa o entre el 20% y el 25% por empresas que no coticen, siendo el impuesto sobre las plusvalías del 27%.
Luxemburgo	No se aplica el impuesto si se mantiene la participación más de 6 meses.	Si la participación es superior al 25% o bien ésta se ha mantenido durante menos de 6 meses, se aplica un impuesto progresivo sobre la renta.
Países Bajos	Impuesto del 1,2% por las plusvalías que superen un límite determinado (de 18.146 € hasta 240.166 €, dependiendo del tramo impositivo).	Si la participación es superior al 5%, se aplica un impuesto del 25%. Se ofrecen desgravaciones fiscales para aquellas empresas que se hallan en su inicio de la actividad.
Portugal	No se aplica el impuesto si se mantiene la participación más de 1 año y si la participación es inferior al 1%.	
Reino Unido	Entre el 10% y el 40%.	Estarán libres de impuestos 11.977 € al año dependiendo de los márgenes impositivos. El tipo impositivo se reduce hasta el 10% para fondos de comercio después de 2 años. En el caso de reinversión de beneficios, se aplazará el pago de impuestos.
Suecia	Suecia 30%.	El tipo impositivo oscila entre el 30% y el 55% para particulares. Éstos deben pagar a la Seguridad Social el 24,26% de los beneficios. En el caso de que las participaciones sean de una empresa gestionada de forma conjunta, el 50% de los beneficios estará gravado como ingreso salarial y el otro 50% como ingresos de capital. El beneficio máximo gravado tiene su límite en los 418.000 €.

5.2. Marco fiscal de los business angels en España

Actualmente, a diferencia de las inversiones realizadas por las entidades de capital riesgo, las inversiones realizadas por los business angels en España no reciben ningún trato favorable en lo referente a su fiscalidad. En consecuencia, su tributación se asimilará a la de cualquier inversión mobiliaria y, por lo tanto, se ajustará a las figuras tributarias correspondientes.

5.2.1. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)

Básicamente, en este impuesto destacan dos hechos imponibles: los dividendos y las plusvalías.

a) Dividendos.

Según los artículos 25.1 a) y b) y 7 y) de la Ley del IRPF, los dividendos se integrarán en la base imponible general, estando exentos los dividendos y las participaciones en beneficios, con el límite de 1.500 euros. Sin embargo, si tenemos en cuenta las características de los business angels que, como es lógico pensar, tributarán a un tipo marginal del 43% —considerando que el importe total del dividendo abonado al socio no supera los 1.500 euros—, el coste final del dividendo recibido en la sede del socio tendrá un coste total del 30% (según la tributación acumulada).

b) Plusvalías.

- En el supuesto de plusvalías positivas en la transmisión de las participaciones, en todo caso tributan en la base del ahorro al tipo impositivo del 18%.

- En el supuesto de plusvalías negativas en la transmisión de participaciones se pueden compensar únicamente con las ganancias patrimoniales generadas en los cuatro siguientes años. No se pueden compensar ni con los rendimientos positivos de capital mobiliario que tributan en la base del ahorro ni tampoco con la base general.

5.2.2. Impuesto sobre Sociedades

En referencia al Impuesto sobre Sociedades tampoco no existe ningún tipo de regulación especial en relación con aquellas sociedades dedicadas a la inversión tipo business angels. Así pues, el régimen aplicable será el general. Básicamente, los principales aspectos de tributación serían los descritos a continuación:

a) Cualquier rendimiento derivado de la actividad de este tipo de entidades (por la prestación de servicios, intereses, dividendos, plusvalías) tributará a los tipos de gravamen establecidos por el impuesto con carácter general (32,5% para el año 2007 y 30% para el año 2008 y siguientes), salvo que se considere la entidad de dimensión reducida, es decir, que su cifra de negocios sea inferior a seis millones de euros; en este último caso, la entidad tributará a los tipos reducidos del 25% hasta los primeros 120.202,41 euros de base imponible y del 30% a partir de dicha cantidad.

b) Habrá una deducción plena de los dividendos percibidos por la sociedad (que actúe como business angel) de la empresa *target* (empresa donde realice la inversión) sólo si el porcentaje de participación es como mínimo de un 5%.

c) Respecto a socios de la sociedad bajo la forma de personas jurídicas, éstos tendrán derecho a deducción por doble imposición plena siempre y cuando tengan una participación superior al 5% en la sociedad. En el caso de que los socios de la sociedad sean personas físicas, los dividendos recibidos de la sociedad tributarán como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%.

d) En el supuesto de que la sociedad transmita alguna participación en empresas *target*, existirá una deducción por doble imposición plena por la parte de reservas no distribuidas de la sociedad *target* generadas durante el periodo de mantenimiento de la inversión por la sociedad invertida (siempre y cuando ésta tenga como mínimo un 5% de participación).

Si tras dicha deducción subsiste una ganancia patrimonial, ésta podrá ser objeto de deducción por reinversión si se cumplen todos y cada uno de

los requisitos establecidos por la Ley del impuesto sobre sociedades a tal efecto. En este caso, la tributación de esta parte de la plusvalía se vería reducida al 18%.

En el supuesto de que la transmisión genere pérdidas fiscalmente deducibles, éstas podrán ser objeto de compensación con bases imponibles positivas generadas en el mismo ejercicio de la transmisión de la empresa *target* o en los ejercicios que se cierren en los quince años posteriores a su acreditación.

5.2.3. Impuesto sobre el Patrimonio

La actual regulación del Impuesto sobre el Patrimonio (Ley 19/1991, de 6 de junio, del impuesto sobre el patrimonio) tampoco prevé ningún beneficio fiscal específico para las inversiones realizadas por los business angels.

En este sentido, las inversiones llevadas a cabo por inversores privados tributarían plenamente en el Impuesto sobre el Patrimonio, como cualquier otro tipo de inversión, salvo que a las participaciones de la sociedad se les pudiera aplicar el régimen especial de la empresa familiar regulado en el artículo 4.8.2 de la citada ley; en este caso, estarían exentas del impuesto. A este respecto, cabe destacar que para que se aplique el régimen de la empresa familiar deben cumplirse los siguientes requisitos:

- La participación directa en la sociedad debe ser de al menos el 5% a nivel individual del business angel o del 20% si se computa a nivel del grupo familiar del inversor privado (cónyuge, ascendiente, descendiente y colateral hasta segundo grado).

- Deben realizarse funciones de dirección (presidente, director general, gerente, administrador, consejero, etc.) y recibir una retribución por tales funciones de más del 50% del resto de rendimientos empresariales, profesionales y del trabajo personal.

- Cuando el cómputo de la participación se realiza a nivel de grupo familiar, es suficiente con que los requisitos de dirección y retribución los cumpla una sola persona del grupo.

- Se excluyen (para el cómputo) las rentas o retribuciones procedentes de otras actividades económicas exentas o de entidades también exentas.

- La entidad participada debe realizar una actividad empresarial.

De no cumplirse los requisitos anteriores y, por tanto, de no ser de aplicación el régimen de empresa familiar, las inversiones realizadas por los business angels tributarían plenamente en el Impuesto sobre el Patrimonio.

5.2.4. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

No existe ningún beneficio fiscal establecido ni para la constitución de sociedades cuyo objeto principal sea la inversión temporal en entidades *target* ni para su posterior ampliación de capital. Por tanto, existirá tributación en la modalidad de Operaciones Societarias al tipo de gravamen del 1%.

Igualmente, tampoco no existe ningún tipo de exención en el supuesto de que el business angel persona física o jurídica realice una aportación de capital a una empresa *target*.

5.2.5. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

En caso de que se produzca la defunción del business angel, sus participaciones tributarán de la misma forma que el resto de sus bienes, sin especialidades, salvo que el inversor cumpla las condiciones de exención en el Impuesto sobre el Patrimonio de las Personas Físicas. Por consiguiente, solamente si el business angel tuviera participación activa y cumpliera los requisitos para considerar la participación exenta del Impuesto sobre el Patrimonio, sus herederos podrían beneficiarse de una reducción del 95% sobre el valor de las participaciones, si fuera necesario mantener cinco años los bienes adquiridos.

5.3. Marco fiscal de las entidades de capital riesgo

Las entidades de capital riesgo, en forma de sociedades o fondos, son entidades financieras cuyo objeto principal es la toma de participaciones

temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de la Bolsa de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE.

Dichas entidades están sometidas al cumplimiento estricto de una serie de requisitos, tales como:

- La necesidad de autorización administrativa.
- La constitución a través de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.
- La inscripción en un registro especial en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Un capital social mínimo de 1.200.000 euros.

En la actualidad, estas entidades están reguladas por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Esta normativa es causa de todo un proceso de regulación del capital riesgo en nuestro país que tuvo su origen en el año 1976, por lo que cuenta con una cierta tradición en nuestro ordenamiento jurídico.

A modo de resumen, las dos principales figuras tributarias que afectan a las entidades de capital riesgo son el Impuesto sobre Sociedades y el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

5.3.1. Impuesto sobre Sociedades

En el ámbito fiscal y, en concreto, en el Impuesto sobre Sociedades, las entidades de capital riesgo reguladas en la Ley 25/2005 disfrutan de un régimen especial muy favorable, establecido en el Capítulo IV del Título VII de la Ley reguladora del Impuesto (TRLIS). Las características básicas del mismo son las que se exponen a continuación:

a) Deducción plena de los dividendos percibidos.

Los dividendos y participaciones en beneficios que las entidades de capital riesgo perciban de las sociedades que promuevan o fomenten disfrutan de una deducción por doble imposición interna del 100%, o bien de exención en las condiciones establecidas en el artículo 21 del TRLIS, con independencia del grado de participación que tengan en ellas, así como del tiempo de tenencia de las participaciones.

b) Deducción plena de los dividendos distribuidos en la sociedad beneficiaria.

Los dividendos que los socios o partícipes de estas entidades (sujetas al Impuesto sobre Sociedades) perciban de las mismas disfrutan de una deducción por doble imposición interna del 100%, con independencia del grado de participación que tengan en ellas y del tiempo de tenencia de esas participaciones. Adicionalmente, las rentas positivas obtenidas por los socios o partícipes, originadas por la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas de sociedades y fondos de capital riesgo, disfrutan de la deducción por doble imposición sobre plusvalías de fuente interna, con independencia de cual sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia del mismo.

c) Exención del 99% en rentas obtenidas en inversiones con duración superior a un año e inferior a dieciséis años.

Las rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones de las empresas promovidas o fomentadas gozan de exención parcial en el Impuesto sobre Sociedades, conforme a la siguiente escala de coeficientes en función del año de transmisión computado desde la fecha de la adquisición o de exclusión de cotización de la participación (tabla 2).

Tabla 2. Exención parcial en el Impuesto sobre Sociedades

Momento de la transmisión	Coeficiente
En el primer año	0,00
En el segundo año hasta el decimoquinto inclusive	0,99
En el decimosexto año y siguiente	0,00

El plazo de quince años puede ampliarse a veinte años en determinados supuestos y condiciones establecidos reglamentariamente.

5.3.2. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

La constitución y el aumento de capital de las entidades de capital riesgo están exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales en su modalidad Operaciones Societarias.

En conclusión, en España, la legislación vigente no ofrece incentivos fiscales para los business angels que inviertan capital y favorezcan la creación y el desarrollo de nuevas empresas. Sin embargo, sí que se ofrecen incentivos fiscales para las sociedades de capital riesgo cuyo objetivo es el mismo que el de los business angels: fomentar la creación de empresas y consolidar proyectos empresariales.

5.4. Medidas fiscales para favorecer la figura de los business angels

El conocimiento cada vez más amplio de la figura de los business angels y su destacada aportación al crecimiento empresarial permitió que en el proceso de tramitación de la última ley de capital riesgo, en el mes de octubre de 2005, se discutiera, aunque no se llegara a aprobar, la posibilidad de tratar el régimen fiscal aplicable a los inversores privados.

A pesar de ello, varias iniciativas políticas impulsadas por ESBAN volvieron a llevar al Pleno del Congreso de los Diputados una proposición no de ley relativa al reconocimiento de la figura de los business angels y a la adopción de políticas de apoyo a los emprendedores mediante business angels.

En ella se propuso reconocer en la normativa legal las peculiaridades de estas asociaciones —entre emprendedores y business angels—, incorporando suficientes incentivos a nivel fiscal y administrativo para los inversores privados y sus redes que realicen inversiones en capital y favorezcan la creación y el desarrollo de nuevas empresas.

Especialmente, se destacó la necesidad de considerar la posibilidad de incentivar la figura de los business angels mediante un tratamiento legal y fiscal más beneficioso con el objetivo de ayudar a la creación de empresas.

El Pleno del Congreso de los Diputados, en su sesión del día 27 de junio del 2006, con motivo del debate acumulado de las iniciativas de los grupos parlamentarios, aprobó por unanimidad una proposición no de ley relativa al reconocimiento de la figura de los business angels y a la adopción de políticas de apoyo a los emprendedores con el siguiente texto:

«El Congreso de los Diputados insta al Gobierno a desarrollar, en colaboración con las Comunidades Autónomas, las estrategias necesarias para la potenciación del espíritu emprendedor, la mejora de la formación empresarial, y el asesoramiento y apoyo financiero a los nuevos proyectos de emprendedores, para lo cual propone que el Gobierno elabore políticas públicas y acciones dirigidas a:

1. Adoptar una posición activa de reconocimiento y fomento de la actividad que desarrollan los business angels, como instrumento de financiación privada y alternativa que posibilitan una inyección de capital a proyectos empresariales:

a) Apoyando las redes de business angels existentes e impulsando la creación de nuevas redes.

b) Elaborando un estudio sobre la adaptación de la legislación mercantil y fiscal con objeto de facilitar la creación de figuras societarias mercantiles unipersonales de inversiones privadas, a fin de conseguir un marco fiscal favorable de impulso a sus iniciativas similar al de las sociedades de capital riesgo.

c) Realizando a corto plazo campañas de difusión entre las PYME, las microempresas, las universidades, escuelas profesionales y de negocios, centros de investigación, etc., de la figura del business angels.»

Nuevamente el pleno del Congreso de los Diputados, en su sesión del Debate de la Nación, de 5 de julio de 2007, aprobó una nueva propuesta de resolución, en el sentido de recoger la necesidad de aprobar un pro-

grama de medidas de apoyo a los emprendedores que contemple, entre otras, las siguientes medidas:

a) Presentar ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados un informe relativo a las medidas adoptadas por el Gobierno en relación al mandato aprobado por el Pleno de la Cámara, en su sesión del día 27 de junio de 2006, sobre las estrategias necesarias para la potenciación del espíritu emprendedor, la mejora de la formación empresarial y el asesoramiento y apoyo financiero a los nuevos proyectos de emprendedores, especialmente en lo que se refiere a los business angels.

b) Articular un marco legal para las inversiones desarrolladas a través de redes de business angels.

Las medidas propuestas por ESBAN que afectarían a las figuras tributarias, tales como el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o el Impuesto sobre Sociedades, y que se recogen a continuación, tienen su fundamento en este impulso político. Este último tiene en cuenta que actualmente existe un marco tributario favorable para otro colectivo de similares características —e incluso con menor grado de asunción de riesgo, como serían las entidades de capital riesgo— y que entre sus objetivos está el convencimiento de que el impulso de las inversiones en capital realizadas por los business angels conllevaría un beneficio social indirecto de innovación, creación de empleo, dinamización de la economía y competitividad asociada a la economía española.

5.4.1. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

Estas medidas estarían dirigidas lógicamente al inversor o business angel (persona física) que directamente invierte en una empresa *target*, tomando una participación minoritaria en la misma y, en su caso, otorgando un préstamo participativo. En todo el proceso de inversión intermediaría una red de business angels.

a) Deducción de la cuota íntegra.

La inversión inicial del business angel en la empresa *target* daría lugar a una deducción del 25% de la inversión efectuada. Como tal, se conside-

raría tanto el capital y prima desembolsada como el préstamo participativo, en su caso, otorgado a la empresa *target*. La base de deducción tendría un límite máximo de 300.000 euros anuales. A su vez, también computaría a los efectos del límite establecido por el artículo 69.1 de la LIRPF (junto con otras deducciones no podría exceder del 10% de la base liquidable del inversor).

La deducción generada y no aplicada por insuficiencia de cuota o base liquidable podría aplicarse en los cuatro siguientes años a su acreditación.

De establecerse un periodo de inversión mínimo, e incumplirse éste, el inversor privado debería reintregar la deducción aplicada con los oportunos intereses de demora, en la primera declaración que deba presentar tras el mencionado incumplimiento.

La existencia y el volumen de la inversión serían certificados por la red que intermediase en la operación. Dicha certificación serviría para acreditar el régimen fiscal derivado tanto de la inversión como de los rendimientos y desinversiones que, seguidamente, se detallan.

b) Rendimientos de la inversión.

Los dividendos que pudiera percibir el business angel de las empresas *target* recibirían el tratamiento normal dado por la Ley del IRPF, es decir, tributación como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%.

Los intereses que pudiera percibir el business angel de las empresas *target* por los préstamos participativos que pudiera haber concedido tributarían como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%. En este apartado, no se aplicaría la exclusión como renta del ahorro de los intereses procedentes de entidades vinculadas establecida en el artículo 46 de la Ley del IRPF. Esta excepción tendría su fundamento en la especial vinculación existente entre el business angels y la empresa *target*.

Los rendimientos que el inversor privado pudiera obtener por funciones de asesoramiento a la *target* tendrían el tratamiento normal dado por la Ley del IRPF, es decir, tributación como renta general al tipo de gravamen que resulte de aplicar la escala general del Impuesto.

c) Rendimientos de la desinversión.

Las ganancias patrimoniales que se obtengan por la desinversión (transmisión de las participaciones) tendrían el tratamiento normal dado por la Ley de IRPF, es decir, tributación como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%.

En el supuesto de generarse una pérdida patrimonial, incluida la pérdida de un préstamo participativo por concurso de la empresa *target*:

- En primer lugar, se compensaría con la base imponible del ahorro sin limitación alguna.

- En segundo lugar, en caso de quedar saldo negativo, éste se compensaría con la base general con un límite del 25% de la misma.

- En tercer lugar, de mantener un saldo negativo por insuficiencia de bases imponibles se compensaría en los cuatro años siguientes, manteniendo el mismo orden establecido anteriormente.

Éste sería un punto de vital importancia para el régimen fiscal especial de los business angels dado que, para fomentar realmente esta figura, sería necesario que las posibles pérdidas que se derivaran de la inversión en capital no tuvieran problemas de compensación. La probabilidad de obtener pérdidas en este tipo de inversiones, de alto riesgo empresarial, es muy elevada si se compara con otro tipo de inversiones tradicionales.

5.4.2. Impuesto sobre Sociedades

Estas medidas estarían orientadas a aquellos business angels que realizaran sus inversiones mediante una sociedad mercantil (en adelante BA'Sociedad), tomando una participación minoritaria en la empresa *target* u otorgando un préstamo participativo. Como ya se ha reiterado, en todo el proceso de inversión debería intermediar una red.

Así pues, se propone la creación de un Capítulo nuevo en el Título VII del TRLIS que regule un régimen tributario especial en este Impuesto sobre Sociedades para la BA'Sociedad. El régimen fiscal especial podría contemplar los siguientes aspectos:

- Exención del 99% de las rentas generadas por la inversión, ya sea por las plusvalías generadas en la transmisión de las participaciones o por los intereses de los préstamos participativos otorgados a la *target* dentro del periodo fijado.

- La naturaleza y el volumen de la inversión estarían certificados por la red de business angels que interviniera en el proceso.

- Deducción fiscal de las dotaciones por insolvencias que pudieran producirse en los préstamos participativos otorgados por la BA'Sociedad sin las limitaciones establecidas en el artículo 12 del TRLIS.

- Aplicación del régimen general para las rentas generadas en su caso en la prestación de servicios a las empresas *target*.

- No incompatibilidad con el régimen de grupos de sociedades establecido en el Capítulo VII del Título VII del TRLIS.

- Deducción plena de los dividendos percibidos de las empresas *target*.

El régimen fiscal del socio business angel, actuando bajo la BA'Sociedad, consideraría que:

- Si la BA'Sociedad está formada por personas jurídicas, se aplicará una deducción plena de los dividendos percibidos con independencia de su porcentaje de participación. En los supuestos de transmisión de participaciones de la BA'Sociedad existiría la deducción por doble imposición por las reservas generadas en la misma durante la tenencia de la participación independientemente del porcentaje transmitido.

- Si la BA'Sociedad está formada por personas físicas, se aplicará una tributación de los dividendos percibidos según el régimen general de tributación; es decir, tributación como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%. En los supuestos de transmisión de participaciones de la BA'Sociedad, se consideraría el régimen general de tributación, es decir, tributación como renta del ahorro a un tipo de gravamen del 18%.

5.4.3. Impuesto sobre el Patrimonio

En referencia al Impuesto sobre el Patrimonio, se propone la total exención para las inversiones realizadas por los business angels, tanto para las inversiones en capital, como para los préstamos participativos.

Esta exención podría enlazar fácilmente con la regulada en el artículo 4 de la Ley 19/1991 del Impuesto sobre Patrimonio en el que se hace referencia a la denominada, coloquialmente, exención de la empresa familiar.

Para adaptar la propuesta de exención del Impuesto al actual redactado de la Ley, y dada la particularidad de las inversiones realizadas por los business angels, tan solo se debería eliminar el apartado citado en la letra c) de dicho artículo 4. Según este apartado, la sociedad supondría para el accionista (en este caso, el business angel) la principal fuente de rendimientos empresariales, profesionales o del trabajo personal por el ejercicio de funciones de dirección efectiva.

Uno de los requisitos exigibles para la aplicación de la exención sería la emisión de un certificado por parte de la red que hubiese intervenido en la operación de inversión y en el cual se acrediten las características y los parámetros de la inversión, tanto si es mediante capital como si es por préstamo participativo.

5.4.4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

En este sentido, se propone la equiparación de las inversiones realizadas por los business angels a la regulación existente para donación mortis causa de inversiones en la empresa familiar. Es decir, se propone la reducción del 95% en la transmisión mortis causa de inversiones realizadas por los business angels (tanto las participaciones representativas del capital como préstamos participativos).

Esta reducción podría incorporarse como un nuevo apartado en el artículo 20.2 de la Ley 29/1987 del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Frente a la normativa existente para la reducción en los supuestos de empresa familiar, habría que reflexionar sobre el plazo de tiempo en que el heredero debería retener las inversiones realizadas en el pasado para consolidar esta reducción. Así, según la normativa, el establecimiento de

un plazo de diez años para las empresas familiares parece alejado del espíritu existente al realizar este tipo de inversiones. Lo más coherente sería que el heredero se subrogase en los límites temporales establecidos inicialmente para el business angel fallecido.

5.4.5. Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

En referencia al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (modalidad Operaciones Societarias), la propuesta de beneficio fiscal sería doble: por un lado se beneficiaría a la sociedad cuyo objeto social principal sea la inversión (BA'Sociedad) en sociedades *target*, y, por el otro, se beneficiaría a las mismas sociedades *target* en particular.

- El beneficio fiscal para la BA'Sociedad se concretaría en establecer la exención del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales, en su modalidad de Operaciones Societarias, a las operaciones de constitución y ampliación de capital. Este beneficio ya existe actualmente para las entidades de capital riesgo (artículo 45.I b) 11ª del Real Decreto Legislativo 1/1993 del texto refundido de la Ley del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

- En un segundo ámbito, el beneficio fiscal también sería de aplicación en las ampliaciones de capital realizadas, esta vez, por las empresas *target* como consecuencia de la inversión realizada por el business angel (ya sea persona física o jurídica). Las mismas quedarían exentas del impuesto en su modalidad de Operaciones Societarias.

De forma análoga al resto de figuras tributarias, para la acreditación de dicha exención se requeriría la disposición de un certificado emitido por la red de business angels que hubiera intervenido en la operación. Este certificado se adjuntaría a la escritura pública de constitución o ampliación de capital.

Así pues, una vez analizadas estas medidas de carácter fiscal, resulta indiscutible la necesidad de promover y fomentar la figura de los business angels como mecanismo de financiación, tanto de proyectos empre-

sariales de nuevos emprendedores, como de aquellas empresas que se encuentran en una fase de crecimiento o expansión. En este sentido, en la mayoría de las ocasiones, las dificultades para acceder a las fuentes de financiación tradicionales suponen un freno al desarrollo de nuevos proyectos innovadores, es decir, un freno al incremento de la actividad empresarial (con el correspondiente aumento de riqueza y bienestar) del territorio.

Como consecuencia de todo ello, resulta de vital importancia fomentar la existencia de los business angels, es decir, personas que deciden arriesgar su capital y su tiempo en nuevos proyectos empresariales de elevado riesgo. Estos inversores privados se caracterizan por su aportación del denominado «capital inteligente» (dinero, experiencia, contactos, saber hacer...), el cual tiene una clara incidencia en el desarrollo de la economía como impulsor de factores clave como la productividad, la creación de empleo y la competitividad. En definitiva, los business angels representan el impulso a la cultura empresarial emprendedora e innovadora en una coyuntura socioeconómica donde estos factores resultan ser un bien escaso.

La base del nuevo régimen legal y fiscal que fomente la figura de los business angels debería fundamentarse en la adaptación del actual marco tributario aplicable para el capital riesgo en España.

6. El préstamo participativo

6.1. Características

Como respuesta a las limitaciones financieras que las PYME soportan, en estos últimos años han surgido varios instrumentos de financiación que tienen como objetivo proteger la continuidad y el desarrollo de estas empresas. Puede que el más desconocido de todos ellos sea el préstamo participativo. Aunque se trata de un instrumento financiero no tradicional para las empresas, el préstamo participativo, junto con la figura del business angel, empieza a despuntar en el panorama financiero, ya que cubre un segmento del mercado generalmente muy desatendido por las tradicionales fuentes de financiación.

A pesar de que el préstamo participativo se regula como una operación de préstamo, sus singulares características legales y financieras lo convierten en una figura híbrida entre los recursos propios y los recursos ajenos.

La regulación de estos préstamos se recoge en el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio (modificado por la disposición adicional segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre).

El préstamo participativo presenta las siguientes características básicas:

a) Consideración como fondos propios. Tan sólo a efectos de reducción de capital social o disolución de la sociedad como consecuencia de pérdidas, los préstamos participativos serán considerados patrimonio contable. Este hecho supone una ventaja para el prestatario, ya que, en el caso de que se produzca una situación empresarial desfavorable, el préstamo participativo atrasará el momento del reconocimiento de la quiebra, y, por lo tanto, permitirá remontar las pérdidas al dilatar la vida de la empresa.

Fondos propios	Patrimonio contable
+ Capital suscrito	+ Fondos propios
+ Prima de emisión	+ Subvenciones de capital
+ Reservas	+ Diferencias positivas de cambio
+/− Resultados de ejercicios anteriores	+ Ingresos fiscales a distribuir en varios ejercicios
+/− Pérdidas y ganancias de ejercicios anteriores	**+ Préstamos participativos**
− Dividendos a cuenta	
− Acciones o participaciones propias	

Ejemplos:

1. *Supongamos una empresa en cuyo balance no figure ningún préstamo participativo:*

Capital social	200.000,00 €
Pérdidas del ejercicio anterior	-110.000,00 €
Patrimonio contable	90.000,00 €
50% del capital social	100.000,00 €

En este ejemplo el patrimonio contable es inferior al 50% del capital social.

Consecuencia: Existe la obligación de disolver la sociedad.

2. *Supongamos una empresa en cuyo balance figure la concesión de un préstamo participativo:*

Capital social	200.000,00 €
Perdidas del ejercicio anterior	-110.000,00 €
Préstamo participativo	20.000,00 €
Patrimonio contable	110.000,00 €
50% del capital social	100.000,00 €

En este ejemplo el patrimonio contable es superior al 50% del capital social.

Consecuencia: No existe la obligación de disolver la sociedad.

b) Consideración de deuda subordinada. En el orden de prelación de créditos, este tipo de préstamos se situarán por detrás de los acreedores comunes. En este caso el préstamo participativo tiene la consideración contable de pasivo exigible.

c) Tipos de interés:

- Parte fija: se trata de una parte independiente de la actividad empresarial (referenciada a un tipo Mibor o Euribor más un diferencial).

- Parte variable: en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (aunque la Ley no señala ningún criterio concreto para determinar la evolución de la actividad, se propone: beneficio neto, cifra de negocio o patrimonio total). Normalmente, el interés variable suele tener un límite máximo con el fin de evitar abusos en los periodos de bonanza.

d) Intereses deducibles. Una característica importante de este tipo de préstamo recae en el hecho de que la totalidad de los intereses, tanto de la parte fija como de la parte participativa, son deducibles en el Impuesto sobre Sociedades.

e) Amortización anticipada. En caso de realizar una amortización anticipada del préstamo, se incrementarán de los fondos propios en la misma cuantía que la amortización anticipada. El aumento de los fondos propios será por aportaciones dinerarias, pero en ningún caso para revalorizaciones de activos o ampliaciones de capital con cargo a reservas, ya que en ambos casos sólo se estaría realizando una reclasificación contable sin aportación de fondos. Este tipo de amortización conllevará una penalización por cancelación anticipada expresada como un porcentaje, según lo estipule el contrato.

6.2. El mercado: entidades oferentes

Actualmente, los préstamos participativos son concedidos por entidades vinculadas a la Administración (de capital público o mixto) y por sociedades de capital riesgo. Las sociedades de capital público, o semipúblico, que actúan a nivel operativo son las siguientes:

a) *ENISA (Empresa Nacional de Innovación, S.A.).* Se trata de una entidad de capital público que solamente concede préstamos participativos.

b) *Axis Participaciones Empresariales SGECR, S.A.* Es una sociedad pública estatal que pertenece al Instituto de Crédito Oficial (ICO). Esta sociedad tiene como objetivo financiar empresas sea cual sea su etapa de crecimiento.

c) *LUZARO E.F.C., S.A.* Se trata de un establecimiento financiero de crédito constituido por capital mixto. Sólo actúa en el País Vasco.

d) *Grupo SODI.* Es una organización de sociedades de inversión financiera que pertenece a la SEPI. Actualmente el grupo SODI está formado por SODIAR, SODICAMAN y SODIEX, ubicadas en Aragón, Castilla-La Mancha y Extremadura, respectivamente.

e) *COFIDES, S.A. (Compañía Española de Financiación del Desarrollo).* Se trata de una entidad de capital mixto que solamente financia inversiones en empresas españolas en países emergentes.

Aparte de ENISA, entidad que sólo concede préstamos participativos, las demás entidades, como también las sociedades de capital riesgo, combinan la concesión de este tipo de préstamo y la de otros productos financieros o tipos de participaciones.

Tabla 1. Criterios y condiciones de concesión

Criterios	Condiciones
Viabilidad del proyecto empresarial Actitudes y aptitudes del equipo directivo Ventajas competitivas del proyecto empresarial Participación en mercados en crecimiento *Business plan* Creación de empleo	Ser una PYME. Desarrollar cualquier actividad empresarial, excepto inmobiliaria o financiera. Disponer de unos estados financieros saneados y equilibrados. Disponer de unos estados financieros auditados.

La tabla 1 expone los criterios y las condiciones a valorar en el momento de atorgar este tipo de préstamos. Cada entidad prestadora estipula sus condiciones, pero generalmente las entidades comparten unas características comunes:

a) Importe. Se sitúa entre los 100.000 euros y el 1.000.000 de euros (esta cifra puede ser muy superior en el caso de que la entidad que la conceda sea una sociedad de capital riesgo).

b) Plazo. Se estipula entre los cinco y los diez años. Este plazo se considera suficiente para que el proyecto financiado madure y genere beneficios, y maximiza de esta forma el interés participativo que debe cobrar la entidad prestadora.

c) Periodo de carencia. No suele superar los cuatro años, por lo que proporciona a la empresa un alivio financiero.

d) Interés.

- Interés fijo o mínimo: en la práctica, este interés se referencia al Euribor o Mibor más un diferencial inferior al del mercado. La periodicidad de pago es inferior al año.

- Interés variable o participativo: es aplicable según la evolución de la empresa. La periodicidad es anual vencida una vez conocidos los resultados «auditados» de la empresa. Esta parte de interés se realiza mediante un proceso de periodicidad a un año sin coste alguno. Existen algunas entidades que aplican un límite de interés participativo para evitar que se dispare en el caso de que la empresa prestataria obtenga muy buenos resultados.

e) Garantías. No se trata de una característica indispensable. La entidad ENISA no exige, pero LUZARO E.F.C., S.A, el Grupo SODI y COFIDES, S.A. sí que lo hacen (se trata de garantías externas a la empresa, como, por ejemplo, las garantías personales de los accionistas). No obstante, en lo que sí coinciden todas estas entidades es en el hecho de exigir que los fondos propios sean mayores que el préstamo solicitado, o como mínimo iguales, para asumir, de esta forma, un riesgo compartido.

f) Nivel de endeudamiento. El nivel de endeudamiento de la empresa solicitante no es relevante. Se dan casos en los que se han concedido préstamos a empresas con niveles de endeudamiento superiores al 95%.

g) Cláusulas contractuales. Estas cláusulas se estipulan para evitar problemas de agencia entre todas las partes, tanto la prestadora como la prestataria (como ambas partes intentan maximizar sus recursos, puede darse el caso de que la entidad prestataria realice prácticas «no ortodoxas» cuando presente sus resultados contables, base para determinar el interés participativo).

En la tabla 2 se especifican las obligaciones de la entidad prestataria y los derechos de la entidad prestadora.

Tabla 2. Obligaciones de la entidad prestataria y derechos de la entidad prestadora

Obligaciones de la entidad prestataria	Derechos de la entidad prestadora
Elaborar informes trimestrales.	Participar en la junta general de accionistas de la empresa prestataria con voz, pero sin voto.
Elaborar un presupuesto anual.	Reunirse con la sociedad deudora y realizar un seguimiento semestral (o el convenido) sobre su gestión.
Realizar una auditoría anual.	
Crear una reserva de préstamo participativo y dotarla anualmente con cargo a la parte de beneficios, tal y como se establezca contractualmente.	

A modo de ejemplo, a continuación mostramos las condiciones financieras de un préstamo participativo estándar concedido por la entidad ENISA (tabla 3).

Tabla 3. Condiciones financieras de un préstamo participativo estándar concedido por ENISA

Préstamo participativo de ENISA: condiciones financieras			
Titular	PYME.	**Tipo de interés mínimo**	Euribor a 1 año, revisable anualmente, más un diferencial que oscila entre el 0% y el 2%.
Importe	Entre 100.000 y 1.000.000 de euros. 500.000 euros de media. Siempre inferior a los fondos propios de la empresa solicitante	**Liquidación**	Anual.
		Tipo de interés participativo	Entre 3 y 6 puntos porcentuales (en función de la rentabilidad de la empresa) con un máximo del 6%.
Duración	Entre 5 y 10 años. Media de 7 años.		
Periodo de carencia	Entre 3 y 8 años. 4,5 años de media.	**Liquidación**	Anual, a los 20 días de haberse aprobado las cuentas anuales.
Formalización	Contrato intervenido por fedatario público.		
Garantías	No existen.	**Comisión de apertura**	Del 0,50%
Exigibilidad	Deuda subordinada.	**Amortización anticipada**	Sujeto a un incremento de los fondos propios en la misma cuantía. A parte, cláusula de compensación.
		Comisión de amortización anticipada	2%

6.3. Determinación del tipo de interés

Aunque la Ley no determina con exactitud las variables que se deben tomar como referencia a la hora de calcular el interés participativo, actualmente el mercado sólo utiliza dos magnitudes para hacerlo: la cifra de ventas y el beneficio de la sociedad deudora.

a) *La cifra de ventas.* Es el sistema que utilizan muchas entidades de capital riesgo, ya que permite asegurar una rentabilidad mínima, aunque puede que la entidad deudora tenga pérdidas o beneficios muy moderados. Con el fin de evitar unos intereses exagerados y abusivos,

se suele fijar un límite. Desde un punto de vista financiero, esta medida es criticable, ya que el simple cálculo de aplicar un porcentaje sobre las ventas no tiene ninguna relación con el capital pendiente del préstamo participativo ni con la evolución de la empresa.

b) El resultado antes de impuestos. Aunque esta opción es mucho más lógica, tiene el inconveniente de que si se toma el resultado (BAT —beneficio antes de tributos—) como base de cálculo por el interés participativo, la entidad deudora puede intervenir en el resultado de la empresa en cualquier momento, aunque el resultado haya pasado por un proceso de auditoría de cuentas. No obstante, esta modalidad es la más utilizada por las entidades prestadoras, ya que en el caso de pérdidas, la entidad prestataria sólo tendrá que hacer efectivo el interés mínimo (inferior al del mercado) y no diferirá ni pagará ninguna retribución en concepto de interés participativo.

ENISA, como entidad que se encuentra a la cabeza en la concesión de préstamos participativos, calcula en primer lugar el interés total de la operación, es decir, la parte fija más la parte variable. A partir del interés mínimo, puede calcular, por diferencia, el tramo de interés participativo:

$$\text{IT anual} = \frac{\text{BAT}}{\text{FP medio}} - 100$$

donde,

IT: interés total; *BAT*: beneficio antes de tributos; *FP*: fondos propios medios o ponderados (auditados), ya que su saldo puede variar durante el ejercicio contable.

Con este criterio de cálculo, el tipo de interés (IT) exigido depende del resultado de la empresa deudora y de la deuda pendiente.

Entonces, según la fórmula del cálculo del tramo de interés participativo los intereses totales se liquidarían de la siguiente forma:

a) Interés mínimo. Se liquidará un interés mínimo, aplicado sobre la deuda pendiente, en la periodicidad fijada, generalmente inferior al año.

b) Interés participativo. Tan pronto como se conozca el resultado auditado, se liquidará el interés participativo calculado por la diferencia entre el interés total (IT) y el tipo mínimo ya liquidado. Esta diferencia se aplicará sobre el capital pendiente medio ponderado para conocer finalmente el interés participativo que hay que liquidar.

A partir de lo que acabamos de exponer, si suponemos un caso práctico de ENISA, con un máximo interés participativo del 6%, los intereses máximos y mínimos que deben aplicarse son los siguientes:

a) Interés efectivo mínimo = Euribor + diferencial.

b) Interés efectivo máximo = Euribor + diferencial + 6%.

Hay que tener en cuenta que para calcular la TAE de la operación con el fin de determinar el coste real deben considerarse los intereses, las comisiones, los gastos de formalización y también un gasto obligatorio para obtener el préstamo, como son los costes de las auditorías.

6.4. Comparativa del préstamo participativo con otras fórmulas de financiación

A modo de resumen, la tabla 4 muestra las ventajas del préstamo participativo como fuente de financiaclón con respecto al capital riesgo y al préstamo bancario ordinario.

Tabla 4. Ventajas del préstamo participativo

Ventajas frente al capital riesgo	Ventajas frente al préstamo ordinario
Evita la participación de terceros en la gestión de la empresa. Facilita desvincularse del prestador del capital en cualquier momento. Evita la entrada de socios hostiles. Permite que la remuneración sea fiscalmente deducible.	Aumentan los plazos de amortización del capital y la carencia. Se adapta la remuneración del capital al ciclo económico de la empresa que recibe el capital. Difiere a un año el pago de una parte de los intereses (con coste nulo).

→

Tabla 4. Ventajas del préstamo participativo (cont.)

Ventajas frente al capital riesgo	Ventajas frente al préstamo ordinario
Permite costes del capital mínimos, ciertos y periódicos. Conlleva un menor riesgo para el prestamista del capital. Permite menores costes.	Permite un mayor nivel de endeudamiento. No se requieren garantías patrimoniales. Permite retrasar el reconocimiento de quiebra.

En resumen, el préstamo participativo puede ser una buena herramienta de financiación complementaria de la inversión en capital efectuada por los business angels para empresas que quieren poner en marcha nuevos proyectos empresariales pero que están limitadas por fuertes niveles de endeudamiento.

Si bien las necesidades de financiación de capital circulante se pueden cubrir con pólizas de crédito y líneas de descuento, y las necesidades de financiación en capital fijo se pueden cubrir con operaciones de préstamos bancarios a largo plazo y operaciones de *leasing*, los proyectos de creación o expansión empresarial pueden complementarse, en lo que se refiere a las vías de financiación, con los préstamos participativos dadas las características ventajosas comentadas en este capítulo.

7. La valoración de empresas

7.1. Fundamentos de la valoración

Tradicionalmente, la valoración de empresas ha sido una materia que no ha recibido una atención demasiado prioritaria, ya que se consideraba la valoración como:

- Una materia de desarrollo profesional cuyo estudio e investigación eran residuales dentro de las disciplinas genéricas.

- Una cuestión excesivamente subjetiva, de forma que no se podía hacer demasiado al respecto, ya que eran las partes implicadas en el proceso (empresa–business angel) las que, finalmente, definían lo que entendían por valor.

- Un proceso relativamente breve por la falta de una regulación específica.

- Una disciplina poco científica por la falta de una profesión que hiciera de esta actividad su forma de vida.

Afortunadamente, hoy en día la valoración se ha convertido en una disciplina objeto de estudio específico y ha tenido una especial relevancia, ya que actualmente muchas empresas muestran un gran interés en plantear sus objetivos en términos de valor.

Además, hay que sumar, por un lado, el desarrollo tecnológico que ha hecho posible una mejor planificación y agilidad a la hora de realizar cálculos y análisis de las empresas, y, por el otro, la puesta en escena de una profesión que hace de esta actividad su forma de vida.

Si nos referimos a las pequeñas y medianas empresas (las PYME), esta preocupación por los sistemas de valoración aumenta, ya que la casuística de este tipo de empresas, con un gran protagonismo del socio fundador (propietario), conduce a confundir el patrimonio de la empresa con el patrimonio del propietario. Dado que en este tipo de empresas cada vez hay más actividad en operaciones se separación de patrimonios, es preciso realizar un proceso de valoración previa para situaciones de trans-

misión de participaciones, separación de socios, procedimientos concursales, etc.

Hoy en día se suele confundir el valor de un bien con su precio, cuando se trata de dos magnitudes distintas. Así pues, en todo el proceso de valoración habrá que establecer cada una de estas dos magnitudes.

En primer lugar hay que dejar claro a qué nos estamos refiriendo cuando hablamos de valor. Desde un punto de vista económico, el valor representa el grado de utilidad de las cosas con el objetivo de proporcionar bienestar o satisfacer necesidades. Por lo tanto, desde el punto de vista empresarial, el valor es el grado de utilidad que esta empresa proporciona a sus usuarios, es decir, a sus accionistas.

Conviene no olvidar que el valor se transforma automáticamente en dinero, es decir, que se expresa en forma de dinero, y que el dinero no es nada más que una convención para favorecer el intercambio de bienes y servicios, aunque la extensión de esta convención implica que como norma general se confundan valor y precio. Por este motivo, hay que diferenciar entre valor, coste y utilidad económica.

a) Precio. Se considera precio el equivalente monetario del valor de equilibrio. En otras palabras, es el valor en el que estarían de acuerdo un comprador y un vendedor a la hora de realizar una transacción, es decir, el importe que pagamos por el bien en el mercado. Por lo tanto, el precio depende de una negociación o de la aceptación implícita del valor asignado por una de las partes, como consecuencia de la existencia de una oferta y una demanda que se encuentren en un punto de equilibrio.

b) Coste. Se considera coste de un bien la cantidad de recursos consumidos o empleados a la hora de producirlo. Cuanto más complejo sea el bien, más complejo será determinar su coste, y todavía lo será más cuando su elaboración o fabricación se prolongue en el tiempo, ya que este hecho implicará que se tengan que añadir costes que no serán homogéneos. Dado que el coste también se considera una medida objetiva, el sistema contable ha creado un concepto de coste histórico basado en los precios de transacción, el cual se ha convertido hoy en día en el sistema más objetivo y aceptado.

c) *Utilidad económica.* Se considera utilidad económica el fruto económico esperado de un bien, es decir, las rentas económicas que se estima que llegarán a su tenedor o propietario. Así pues, podemos asimilar a esta utilidad económica los flujos de tesorería que esperamos obtener por la posesión de un bien con el paso del tiempo. Por lo tanto, el valor se puede identificar con la «riqueza» del usuario. De esta forma podemos entender que valorar es un hecho esencial a la hora de medir la riqueza de las empresas y de las personas. Por este motivo, la valoración tiene que ocupar un lugar privilegiado en el ámbito económico y empresarial.

7.2. Hipótesis básicas de valoración

En cualquier proceso de valoración, las hipótesis básicas en las que se fundamenta la valoración de una empresa son la empresa en funcionamiento, la unidad de conjunto, la teoría de la inversión y la teoría financiera.

a) *Empresa en funcionamiento.* Como norma general se admite que la valoración de una empresa se realice sobre la hipótesis de que la empresa trabajará con un régimen de permanencia continuado indefinidamente, ya que en el caso contrario no existiría la posibilidad de obtener rentas futuras.

b) *Unidad de conjunto.* Una empresa está formada por un conjunto de bienes y recursos, materiales e inmateriales, que trabajan como un todo, por lo que no pueden ser evaluados individualmente.

c) *Teoría de la inversión.* El valor de una empresa proviene de su capacidad de generar rentas. Así pues, de acuerdo con la teoría de la inversión, el valor capital de una inversión equivaldrá al valor actualizado de los rendimientos esperados en términos de flujo de caja.

d) *Teoría financiera.* El valor de una empresa está relacionado con sus características financieras, es decir, con el crecimiento, los flujos de tesorería y el nivel de riesgo esperados.

De acuerdo con estas cuatro hipótesis básicas de partida, podemos afirmar que su conjunto se puede aplicar a cualquier valoración que se rea-

lice y a cualquier tipo de negocio, aunque la existencia de hechos específicos que afectan a determinadas empresas puede dar lugar al incumplimiento de alguna de estas hipótesis, y, por lo tanto, al cambio de modelo general por otros de particulares.

7.3. Métodos de valoración

Hoy en día, y de acuerdo con los fundamentos de valoración, el valor de una empresa se encuentra en función de su capacidad de generar beneficios futuros (flujos de tesorería). En este sentido, el método de valoración con el que se trabajará tendría que basarse en el descuento de flujos en el momento o el periodo en que se realice la valoración.

Sin embargo, aunque el método utilizado ampliamente para valorar empresas sea el de descuento de flujos de caja, en función del objetivo que se pretenda en esa valoración existen otros métodos teóricos para valorar una empresa (tabla 1).

Tabla 1. Métodos de valoración de empresas

Métodos de valoración	
Métodos patrimoniales:	Basado en el activo neto contable Basado en el activo neto contable corregido Basado en el valor sustancial Basado en el valor de liquidación
Métodos comparativos:	Basado en el PER Basado en el PCFR Basado en el DYIELD
Métodos mixtos:	Basados en el *goodwill*
Métodos dinámicos:	Basados en el descuento de flujos

7.3.1. Métodos patrimoniales

Los métodos patrimoniales, también denominados métodos de valoración estáticos o clásicos, se basan en el estudio de datos históricos refle-

jados en los estados contables: cuenta de resultados, balance y estado de origen y aplicación de fondos.

En estos métodos se conocen exhaustivamente todas las partidas o variables económicas que forman parte de la valoración y se utilizan en supuestos de liquidación de empresas.

Así pues, dentro de esta categoría de métodos de valoración patrimonial se pueden diferenciar tres métodos concretos: el activo neto contable, el activo neto contable corregido y el basado en el valor sustancial.

7.3.1.1. Activo neto contable

La valoración patrimonial según el activo neto contable se obtiene a partir de la diferencia entre el valor del activo real, considerando todas las magnitudes excepto las que no tienen ninguna opción de realizarse, y el exigible total o deuda total. Efectivamente, debemos considerar todas las masas patrimoniales del balance (tabla 2).

Tabla 2. Masas patrimoniales

Masas patrimoniales a considerar		
Activo total (AT)	→	Bienes + derechos
Activo real (AR)	→	Activo total – activo ficticio
Fondos propios (FP)	→	Capital + reservas
Exigible total (ET)	→	Exigible a corto plazo + exigible a largo plazo
Activo ficticio (AF)	→	Gastos de establecimiento (constitución, ampliación de capital y primer establecimiento)

Así pues, desde el punto de vista del activo, la valoración, entendida como valor neto contable (VNC), se puede calcular de dos formas (tabla 3). La primera es la siguiente:

$$VNC = \text{activo real} - \text{exigible total}$$

La segunda es desde el punto de vista del pasivo:

$$VNC = \text{fondos propios} - \text{activo ficticio}$$

Tabla 3. Cálculo del VNC

Activo		Pasivo	
Activo ficticio	100	Fondos propios	400
Activo fijo	400	Exigible a largo plazo	200
Activo circulante	500	Exigible a corto plazo	400
Total activo	**1.000**	**Total pasivo**	**1.000**

VNC = AR – ET = 900 – 600 = 300
VNC = FP – AF = 400 – 100 = 300

7.3.1.2. Activo neto contable corregido

Dado que todas las partidas del balance están valoradas a coste histórico o adquisición, y no a valor de mercado actual, esta valoración se obtiene a partir de la actualización de los elementos que integran el balance de la empresa sustituyendo los valores contables por los valores de mercado.

En este método de valoración se tendrán que considerar:

- Las plusvalías latentes.
- Los gastos de I+D.
- Las existencias obsoletas.
- La morosidad.
- Los pasivos contingentes (financieros, laborales, de litigios, fiscales...).

El activo neto contable corregido se calcula de la siguiente forma, que se ejemplifica en la tabla 4:

VNCC = activo real corregido – exigible total corregido

Tabla 4. Cálculo del VNCC

Activo		Pasivo	
Activo fijo	300	Fondos propios	200
Activo circulante	190	Exigible a largo plazo	150
		Exigible a corto plazo	140
Total activo	**490**	**Total pasivo**	**490**
Plusvalías latentes	+30		
Existencias obsoletas	–5		
Morosidad	–10		
Total activo corregido	**505**	**Total pasivo corregido**	**490**

VNCC = total activo corregido – pasivo exigible corregido = 505 – 290 = 215

7.3.1.3. Basado en el valor sustancial

Esta valoración se obtiene a partir de la consideración del activo de la empresa como un conjunto de inversiones, de forma que sólo se tiene en cuenta la estructura económica de la empresa. Así pues, en este sistema de valoración se prescinde de las magnitudes del pasivo del balance, es decir, de la estructura financiera. Podríamos afirmar que este método proporcionaría un valor de empresa equivalente a la inversión requerida para construir una nueva empresa con las mismas condiciones que la que estamos valorando.

Concretamente, por este sistema se calculan los elementos del activo como valor de reposición en términos de mercado. De este modo, podríamos asimilar el valor sustancial como el activo neto contable corregido siempre que todos los elementos del activo estén dedicados a la explotación de la empresa.

El valor sustancial se calcula de la siguiente forma:

VS = activo neto contable corregido – elementos no necesarios para la explotación del negocio (terrenos, inversiones financieras) + reparaciones del inmovilizado + medios no propios (alquileres de instalaciones, *leasings*)

En resumen, por un lado podemos afirmar que los métodos de valoración basados en el patrimonio tienen la ventaja que ofrecen un grado de certeza muy elevado y una estabilidad del valor de la empresa. Por otro lado, a nivel financiero estos métodos no serían correctos, ya que toda inversión se realiza en función de su rendimiento futuro y no en función de su valor de liquidez (activo – pasivo).

En el siguiente ejemplo se pueden observar las diferencias de valor, dentro del mismo método de valoración patrimonial, que una empresa puede tener en función del criterio a aplicar.

1. *Ejemplo de valoraciones basado en el valor patrimonial:*

Activo fijo	
Gastos de primer establecimiento	35
Inmovilizado	7.210
Activo circulante	
Existencias	3.950
Realizable + disponible	2.575
Total activo	**13.770**
Fondos propios	7.990
Exigible total	5.780
Total pasivo	**13.770**
Consideraciones al balance:	
Inmovilizados innecesarios para la explotación	365
Plusvalías latentes	1.940
Depreciaciones de inventarios	150
Morosidad	5
Reparaciones en las instalaciones	125
Medios no propios	65
Deudas pendientes con Hacienda	145

Para calcular el valor neto contable, el valor neto contable corregido y el valor sustancial, previamente calcularemos los valores reales de las masas patrimoniales del balance.

	Coste histórico	Ajustes	Valor de mercado
Activo fijo			
Gastos de primer establecimiento (activo ficticio)	35	–35	0
Inmobilizado	7.210	+ 1.940	9.150
Activo circulante			
Existencias	3.950	–150	3.800
Realizable + disponible	2.575	– 5	2.570
Total activo	**13.770**	**+ 1.750**	**15.520**
Fondos propios (*)	7.990	+ 1.605	9.595
Exigible total	5.780	+ 145	5.925
Total pasivo	**13.770**	**+ 1.750**	**15.520**

Valor neto contable	*(7.990 – 35)*	*7.955*
Valor neto contable corregido		
** Considerando los fondos propios corregidos*		*9.595*
** Considerando el VNC corregido (7.955 + 1.949 – 150 – 5 – 145)*		*9.595*
Valor substancial (15.520 – 365 + 125 + 65)		*15.345*

(*) Ajustes a los fondos propios = 1.605 = +1.940 – 35 – 150 – 5 – 145

7.3.1.4. Basado en el valor de liquidación

Esta valoración se obtiene de la venta de todos los elementos del activo y la correspondiente cancelación de obligaciones financieras. Este sistema sólo se usa en el caso de querer liquidar por una situación de liquidación de la sociedad o por quiebra.

7.3.2. Métodos comparativos

Estos métodos comparativos tienen la consideración de métodos híbridos entre los estáticos y dinámicos. En este supuesto, se conseguirá un valor de empresa en función de la rentabilidad futura pero considerando una capitalización de los beneficios/dividendos futuros en base a datos contables.

Así pues, dentro de esta categoría de métodos de valoración comparativos se pueden diferenciar tres métodos concretos: el basado en el PER, el basado en el PCFR y el basado en el DYIELD.

7.3.2.1. Basado en el PER

La idea básica de este modelo es considerar que el valor de la empresa es igual al resultado de aplicar un factor multiplicador (F), que acostumbra a ser el PER (*Price Erning Ratio*), sobre el beneficio o una variable equivalente.

El PER es una medida financiera que representa el tiempo que se tarda en recuperar la inversión de una acción. El valor de este indicador se obtiene del cociente entre el precio de la acción y el beneficio o dividendo por acción.

$$\text{PER} = \frac{\text{precio empresa}}{\text{beneficio total}} = \frac{\text{cotización} * \text{n.º de acciones}}{\text{beneficio total}} = \frac{\text{cotización}}{\text{beneficio/acción}}$$

Como se puede observar, el PER dependerá de la cotización, del número de acciones y del beneficio. En el momento de calcular el PER, ante estas tres variables hay que tener en cuenta que:

- Cotización: la última, la media de un período determinado o la de cierre a final de año.
- Número de acciones: el actual o el de después de una ampliación de capital.

- Beneficios: el EBIT o EBIDA, ajustes a los beneficios y periodo de referencia.

Aparte de las consideraciones anteriores, el PER suele estar definido en unas tablas de tipo estadístico en las que se determina mediante la aplicación de un índice de referencia relativo al mercado u otras empresas. A su vez, el PER depende de varios factores externos a la dinámica interna de la empresa, como son:

- Los tipos de interés.
- El riesgo empresarial.
- La expectativa de crecimiento.
- La rentabilidad de las inversiones.

Así pues, en el caso de una valoración realizada según este método, tendremos que:

$$\text{Valor} = \text{beneficio} * F$$

Donde *beneficio* equivale a medidas como el EBIT, EBITDA o el beneficio neto, y *F* se refiere al factor multiplicador que sería una estimación del PER.

Si bien el PER, como factor, tiene varias carencias e inconvenientes, es ampliamente aceptado en el sector, dado que ofrece facilidad en su cálculo, y, a su vez, se puede comparar rápidamente con otras empresas o sectores.

7.3.2.2. Basado en el PCFR

El *Price Cash Flow Ratio* (PCFR) se utiliza cuando se tienen dudas razonables sobre la política de amortizaciones que utiliza la empresa a valorar. Este modelo considera el PER ajustado a las amortizaciones y provisiones, de modo que el PCFR compara el precio de la empresa con el *cash flow* generado.

$$PCFR = \frac{\text{precio empresa}}{\textit{cash flow}}$$

Donde el *cash flow* equivale al beneficio + amortizaciones + provisiones.

En este modelo se considera un *cash flow* bruto ya que realmente el *free cash flow* (flujos de caja libres) también tendría que considerar las inversiones en activo fijo y circulante, la capacidad de endeudamiento y la devolución de la deuda.

7.3.2.3. Basado en el DYIELD

El *Divident Yield* (DYIELD) considera el precio de la empresa en función del dividendo de la acción, es decir, del flujo real que recibe el accionista.

$$DYIELDC = \frac{\text{dividendo}}{\text{cotización}}$$

Este método supone que el dividendo es constante y perpetuo, suposición que no suele ser real.

7.3.3. Métodos mixtos

Estos métodos mixtos se caracterizan por tener un componente estático (métodos patrimoniales) y otro dinámico (métodos con actualización de beneficios futuros). En este caso, el método más representativo es el método del fondo de comercio o *goodwill*.

$$\text{Valor} = \text{activo} + \textit{goodwill}$$

La problemática de este método reside en determinar el valor del *goodwill* o fondo de comercio.

Así pues, este método considera el valor de la empresa como el valor que la empresa tiene por encima de su valor contable ajustado. El fondo de comercio recoge aquellos elementos intangibles de la empresa que no

figuran en los estados contable, pero que, realmente, aportan una ventaja competitiva importante sobre las otras empresas del mismo sector de actividad. Estos elementos intangibles, también denominados *capital intelectual*, pueden ser:

- La cartera de clientes.
- Marcas y patentes.
- Posición de liderazgo en el mercado.
- Partners y alianzas estratégicas.
- I+D+i.
- Otros.

Dado que este valor es complejo a la hora de calcularlo, normalmente se considera un valor mixto, es decir, el valor de los activos más un diferencial «plus» equivalente a la expectativa de beneficios futuros. Sin embargo existen distintos modelos que intentan dar valor económico al fondo de comercio (tabla 5).

Tabla 5. Métodos de valoración según el *goodwill*

Método
Basado en el método de los clásicos
Basado en el modelo de la unión de expertos contables
Basado en el método de los prácticos o alemanes
Basado en el método anglosajón o directo
Basado en el método de la tasa de riesgo y tasa sin riesgo

7.3.4. Métodos dinámicos

Los métodos dinámicos son los más utilizados en el proceso de valoración de una empresa.

De acuerdo con los fundamentos de valoración, el valor de una empresa depende de su capacidad de generar recursos o rentas futuras, es decir del *cash flow* o flujos de tesorería.

Así pues, el modelo de valoración debe basarse en el descuento de estas rentas en el momento en el que se realice la valoración efectiva. Lo que obtenemos de todo esto es una forma de actualizar la obtención de futuras rentas, lo que nos aportará la información necesaria sobre el retorno que es capaz de generar el proyecto empresarial analizado.

7.3.4.1. Basado en el descuento de flujos

Este modelo conlleva una serie de dificultades en el momento de determinar ciertos aspectos como son:

- La veracidad de los datos a largo plazo (cobros de las ventas, pagos de las compras, salarios, pagos de gastos operativos, obtención y devolución de préstamos).

- La tasa de descuento (rentabilidad de los fondos propios).

- El valor residual de una empresa.

Según este método, el valor de una empresa sería aquel equivalente a:

$$\text{Valor} = [CF_1 / (1 + k)] + [CF_2 / (1 + k)\text{^}2 + \ldots + [VR_n / (1 + k)\text{^}n]$$

Si desarrollamos esta ecuación, obtenemos la siguiente expresión:

$$\text{Valor} = \Sigma \frac{CF_n}{(1 + k)\text{^}n} + \frac{VR_n}{(1 + k)\text{^}n}$$

donde,

CF_n*: cash flow* generados por la empresa en cada periodo; VR_n: valor residual de la empresa durante el periodo n (valor actual de la renta perpetua = CF_n/k), y k*:* tasa de descuento que incorpora el riesgo de la empresa/sector (esta tasa representa el coste del capital).

Para ayudar a entender mejor los términos incluidos en la ecuación de la valoración, éstos se pueden calcular de la siguiente forma:

a) CF = fondos de libre disposición. Se trata del dinero que queda libre en la empresa después de cubrir todas las necesidades de inversión en activos fijos y circulantes (tabla 6).

Tabla 6. Fondos de libre disposición (*cash flow*)

Ventas
– Costes de explotación – Otros gastos – Amortizaciones
= BAI (beneficio antes de impuestos) – Impuestos de sociedades
= BN (beneficio neto) + Amortizaciones
= Fondo bruto – Inversiones en activo fijo – Inversiones en capital de trabajo
= Fondos de libre disposición (*cash flow*)

b) VR = valor residual.

- Si la empresa tiene un horizonte temporal: *VR* = valoración en el periodo *n* menos los gastos de liquidación.

- Si la empresa tiene un horizonte infinito de permanencia en el mercado: *VR* = valor actual de una renta perpetua (*RP*), donde *RP* es el último *cash flow* del periodo actualizado a una tasa de descuento *K*.

c) K = tasa de descuento (representa el coste del capital).

$$\text{Coste capital } K = Kfp * \frac{FP}{\text{pasivo}} + Kd * \frac{FP}{\text{deuda}}$$

donde *Kfp:* es el coste de los fondos propios; *FP:* fondos propios, y *Kd:* coste de la deuda.

Según el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), $Kfp = i + (Rs - i) * \beta$, donde *i* equivale a la rentabilidad libre de riesgo, *Rs* es la rentabilidad del sector y β es el factor de riesgo. Una vez definidos los valores (fondos de libre disposición, valor residual y coste del capital), ya se puede aplicar la ecuación de la que derivará una primera valoración de la empresa.

A partir de este valor teórico, habrá que aplicar una serie de ajustes y correcciones, ya que entorno a una empresa siempre existen variables exógenas difíciles de cuantificar matemáticamente.

El siguiente ejemplo muestra el proceso de cálculo necesario para llevar a cabo la valoración teórica de una empresa según el método de descuentos de flujos.

Consideramos una empresa start-up *con un elevado potencial de crecimiento.*

El plan de negocio se ha realizado según los datos siguientes y considerando:

- *Período de inventarios: 30 días.*
- *Período de cobros: 60 días.*
- *Período de pagos: 90 días.*
- *Impuesto de Sociedades según tipos aplicados a las PYME.*
- *Tasa de descuento de los flujos: 15% (asimilamos esta tasa al coste de capital).*
- *Consideración del último flujo (valor residual) como una renta a perpetuidad.*

		2009	2010	2011	2012	2013
Ventas		600.000	1.050.000	1.837.500	2.756.250	4.134.375
Consumos de materiales		-270.000	-472.500	-735.000	-1.102.500	-1.447.031
		45%	45%	40%	40%	35%
Personal		-120.000	-210.000	-404.250	-606.375	-1.033.594
		20%	20%	22%	22%	25%
Amortizaciones		-20.000	-25.000	-30.000	-40.000	-42.000
		3%	2%	2%	1%	1%
Otros costes variables		-12.000	-21.000	-36.750	-55.125	-82.688
		2%	2%	2%	2%	2%
Costes de estructura		-48.000	-84.000	-183.750	-330.750	-620.156
		8%	8%	10%	12%	15%
BAII (beneficio antes de intereses e impuestos)		**130.000**	**237.500**	**447.750**	**621.500**	**908.906**
		22%	**23%**	**24%**	**23%**	**22%**
BAII	+	130.000	237.500	447.750	621.500	908.906
Impuesto de Sociedades	-	-40.992	-78.617	-152.205	-213.017	-313.610
Amortizaciones	+	20.000	25.000	30.000	40.000	42.000
Variación *working capital*	-	60.625	45.469	92.969	99.531	179.443
Inversiones en activo fijo	-	15.000	10.000	20.000	10.000	30.000
Cash flow		**33.383**	**128.414**	**212.576**	**338.951**	**3.280.208**
Valoración	**Tasa (15%)**	**2.090.540**				

Conceptos financieros

Acción ordinaria

Título valor con derecho a voto en la elección de administradores y en otras cuestiones de determinada relevancia. Esta acción puede recibir dividendos, aunque no queda garantizada una rentabilidad mínima. En el caso de que la sociedad se liquide, siguiendo la orden de prelación, sus titulares serán los últimos en poder ejecutar sus derechos.

Acción preferente

Título valor que tiene preferencia ante la acción ordinaria. En determinadas ocasiones, este tipo de acción puede incorporar un derecho de rescate, un derecho de voto preferente y un derecho de conversión en acción ordinaria. En operaciones donde se produce la entrada de un nuevo socio (de capital riesgo o business angels) se articula la entrada de los nuevos socios con este tipo de acciones.

Activos de negocio

EBIT	420
+ Capitalización del fondo de comercio	+ 20
+ Valor actualizado de los contratos de explotación	+ 50
+ Recursos *factoring*	+ 25
+ Compromisos de garantías	+ 3
= Activos de negocios	**= 518**

Acuerdo de bloqueo

Pacto mediante el cual se evita que los business angels que entran en la empresa vendan sus acciones al cabo de muy poco tiempo de haber realizado la aportación de capital.

Acuerdo de confidencialidad

Pacto mediante el cual un business angel se compromete a no difundir bajo ningún concepto la información confidencial que recibirá del promotor del proyecto o de la empresa.

Capital de expansión

El capital de expansión o desarrollo es aquel tipo de financiación que tiene como objetivo cubrir la expansión de la empresa, ya sea aplicando esta financiación con el fin de aumentar la capacidad productiva o el capital circulante, o adquirir nuevos segmentos de mercado, etc.

Capital de trabajo

Activos circulantes (*stocks* de mercancías + clientes)	300
Pasivos comerciales (proveedores)	–179
= Capital de trabajo	**= 121**

Capital riesgo «informal» (*informal investment*)

Fondos aportados por un business angel de forma paralela a la inversión del emprendedor con el objetivo de financiar la fase inicial o «semilla» del proyecto (*seed capital*), la fase de puesta en marcha operativa (*start-up*) o la fase de expansión. Por estos fondos se exigirá un nivel de rentabilidad elevada para cubrir el alto riesgo que supone una inversión de capital en los estadios iniciales de un proyecto empresarial.

Carta de intenciones

Documento por el cual un business angel muestra su intención de participar en el proyecto empresarial del emprendedor. Este tipo de documento, aunque atorga formalidad al proceso, en su mayor parte no es legalmente vinculante. La carta de intenciones es el documento que establece las bases para un acuerdo final, y éste sí que es vinculante para ambas partes.

Cash wall

Momento en el que los niveles de tesorería de una empresa, normalmente en la fase de puesta en marcha y desarrollo, quedan a cero.

Coste de capital

Tipo del coste de capital	9%
Mediana de los fondos empleados	498
= Coste de capital	**= 45**

Coste de oportunidad

Representa el valor que se habría podido obtener con una dedicación diferente de los recursos utilizados.

Costes funcionales

Coste de las ventas	800
+ Costes de R+D	+ 90
+ Costes comerciales	+ 25
+ Costes de administración y estructura	+ 12
= Costes funcionales (provisiones incluidas)	**= 927**

Debida diligencia o *Due Diligence*

Proceso mediante el cual se verifica que antes del cierre de una operación de inversión todos los datos e informaciones expresados en el plan de empresa son ciertos. En el momento de tomar una decisión correcta, el business angel determinará las condiciones, los riesgos o los problemas relativos al proyecto o a la sociedad que lo desarrollará.

Derecho de adquisición preferente

Derecho de los accionistas actuales de ser los primeros en comprar las acciones que transmita otro accionista (derecho preferente sobre el traspaso) o de suscribir nuevas acciones emitidas por la empresa (derecho preferente sobre la emisión).

Derecho de arrastre

Derecho que tiene el socio business angel, en el momento de transmitir su participación, de solicitar a los otros socios que vendan sus acciones o participaciones al mismo comprador.

Derecho de información

Derecho que tiene el socio business angel de obtener información relativa a determinados aspectos de la empresa donde ha tomado participación.

Deuda subordinada

Tipo de deuda que, dentro de un orden de prelación, se encontrará en un nivel inferior al resto de deudas. En este caso será la última que se resarcirá en el caso de que se liquide la sociedad.

Dilución

Efecto que tiene lugar cuando el porcentaje de participación de un socio en la sociedad se reduce por la emisión de nuevas participaciones.

Disposición antidilución

Disposición contenida en los estatutos de una sociedad cuyo objetivo es evitar nuevas ampliaciones de capital no deseadas. Adoptan la forma de

opciones o acciones preferentes convertibles que se pueden transformar en acciones ordinarias en una nueva emisión de acciones o en una ronda de financiación posterior. El precio de esta conversión lo determinará el tipo de disposición antidilución.

Earn-out

Acuerdo por el cual el business angel que ya ha transmitido su participación de la empresa puede recibir rentas adicionales en el futuro, condicionadas al rendimiento de la empresa una vez cerrado el acuerdo.

EBIT (*earnings before interest & taxes*)

Beneficios antes de impuestos e intereses. Medida financiera usada a menudo para valorar una empresa (una valoración financiera de una empresa se podría expresar como el equivalente de la aplicación de un múltiplo *f* sobre el EBIT).

Ventas	1.000
– Coste de las ventas	– 800
= Margen bruto	**= 200**
– Coste R+D	– 90
– Costes comerciales	– 25
– Costes de administración y estructura	– 12
+/– Otros ingresos/gastos	+ 22
+/– Resultados financieros	+ 10
= EBIT =	**95**

EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation & amortization*)

Beneficios antes de impuestos, intereses, amortizaciones y depreciaciones. Medida financiera usada a menudo para valorar una empresa (una valoración financiera de una empresa se podría expresar como el equivalente de la aplicación de un múltiplo *f* sobre el EBITDA).

EBIT	73
+ Depreciación de activos	+ 50
+ Amortización	+ 10
= EBITDA	**= 133**

Flujo de caja descontado (FCD)

Método de valoración de una inversión basado en los flujos de caja futuros descontados a una determinada tasa de interés.

Fondo de comercio

Valor de una empresa por encima de sus activos materiales.

Hedge fund

Instrumento de inversión con una regulación específica que permite adoptar aproximaciones de mayor riesgo y mayor rentabilidad que los fondos de inversión tradicionales.

Margen bruto

Ventas	1.000
– Coste de las ventas	– 800
= Margen bruto	**= 200**

MBI (*management buy in*)

Compra de las acciones de una empresa por parte de directivos externos a dicha empresa. Se facilita financiación bancaria para permitir que un directivo o un grupo de directivos externos a la empresa objetivo puedan comprarla con el apoyo de business angels privados.

MBO (*management buy out*)

Compra de las acciones de una empresa por parte de los propios directivos de la empresa. Se facilita financiación bancaria para permitir que un directivo o un grupo de directivos internos a la empresa objetivo puedan comprarla con el apoyo de business angels privados.

NOPAT (*net operating profit after tax*)

Beneficio neto operativo después de impuestos.

EBIT	73
+ Reversión del fondo de comercio	+ 20
= EBITA	= 93
+ Intereses del *leasing*	+ 2
+ Descuento de efectos	– 0
+ Intereses cubiertos	+ 0
– Impuestos	– 26
= NOPAT	**= 69**

Obligaciones convertibles

Préstamo convertible en acciones en las condiciones previamente acordadas.

Opción de compra

Derecho de compra de un número específico de valores a un precio fijo y en un periodo determinado de tiempo o en un momento concreto.

Opción de venta

Derecho de un business angel a pedir la recompra por parte de la empresa o de otro business angel de un cierto número de acciones a un precio fijo durante un periodo determinado de tiempo o en un momento concreto.

Píldora envenenada

Es el mecanismo antiabsorción más popular. Normalmente se atorga a los accionistas existentes (que no sean accionistas que adquieran más de un cierto porcentaje de la compañía) la opción (que solamente se puede ejercer con motivo de ciertos acontecimientos) de comprar más acciones en términos muy favorables, como forma de diluir la posición de la persona que quiere tomar el control.

Plan de empresa

Documento que describe la gestión de la empresa, el concepto empresarial y sus objetivos. Se trata de una herramienta para las empresas que necesiten cualquier tipo de financiación.

Pledge fund

Agrupación de inversores privados cuyo objetivo es coinvertir, diversificar riesgo y conseguir cierto grado de autonomía en las decisiones de inversión.

Plusvalía

Diferencia positiva entre el precio de venta de un activo y su precio de compra.

Progresión de los costes de productividad

$$\text{Progresión de los costes de productividad} = \frac{\dfrac{\text{Ventas reales (año en curso)}}{\text{Costes funcionales reales (año en curso)}}}{\dfrac{\text{Ventas nominales (año anterior)}}{\text{Costes funcionales nominales (año anterior)}}} - 1$$

Ratchet

Incentivos o premios que el business angel puede conceder a los socios promotores siempre que se logren unos objetivos determinados.

Recursos procedentes de las operaciones

EBIT	73
+ Amortizaciones	+ 55
+/- Variación de intereses	+ 1
+/- Variación de inventarios	- 15
+/- Variación en efectos	- 1
+/- Variación en clientes	- 25
+/- Variación en cuentas a pagar	+ 45
= Recursos procedentes de las operaciones	**= 133**

ROI (*return on investment*)

Medida que analiza el rendimiento generado por los recursos o fondos utilizados. Se consideran recursos utilizados aquellas inversiones en activos fijos y circulantes necesarios para la actividad empresarial.

$$ROI = \frac{EBIT}{\text{Recursos utilizados}}$$

Start-up capital

Financiación aportada a empresas para el desarrollo de productos y la comercialización inicial. Las empresas receptoras de esta financiación pueden estar en fase de establecimiento o haber tenido actividad durante un breve plazo de tiempo, aunque todavía no han vendido sus productos a escala comercial.

TIR (tasa interna de rentabilidad)

La TIR es la rentabilidad interna previsional sujeta a una inversión inicial, y a un periodo de tiempo determinado. La TIR se calcula como una tasa de rentabilidad compuesta efectiva anual.

Valor actual de una renta

El valor actual se calcula dividiendo el rendimiento futuro por una tasa de descuento que incorpora el coste de oportunidad.

Valor añadido (desde un punto de vista conceptual)

La experiencia, la capacidad de gestión y la red de contactos que aporta el business angel a la empresa en la que participa.

Valor añadido (desde un punto de vista financiero)

EBIT	73
+ Gastos de personal	+ 320
+ Amortización y alquileres	+ 50
+ Otros gastos	+ 3
– Otros ingresos	– 0
= Valor añadido	**= 446**

Valor añadido de mercado

Valor de mercado	700
– Mediana de valoración de activos	– 498
= Valor de mercado añadido	**= 202**

Valor contable por acción

Valor neto de una empresa (activo menos pasivo) dividido por el número

de acciones en circulación. El valor contable material es el valor neto material de la empresa (activo material menos pasivo) dividido por el número de acciones en circulación.

Valor económico añadido

NOPAT	49
– Costes del capital	– 45
= Valor económico añadido	**= 4**

Cuestiones básicas

En términos generales, ante cualquier proceso desconocido surgen una serie de cuestiones y dudas (FAQ —*Frequently Ask Questions*—) que, en el caso de las inversiones realizadas por los business angels, pueden ser muchas. A continuación presentamos sólo algunas de las cuestiones más representativas que cualquier business angel o emprendedor se podría preguntar.

¿Cuál es la finalidad de una red de business angels?

La finalidad de una red de business angels puede ser:

- Difundir el concepto *business angel* o *inversor privado* como un buen recurso de financiación adaptado a las necesidades de los emprendedores, a los que los business angels pueden aportar al mismo tiempo capital, asesoramiento experto y relaciones empresariales.

- Desarrollar el gran potencial latente que pueden significar los business angels en nuestro país.

- Promover la inversión, por parte de los business angels, con el objetivo de favorecer la creación y el desarrollo de empresas, con la potenciación y la promoción del establecimiento de medidas y programas que permitan mejorar el conocimiento que tiene la sociedad sobre este tema.

¿Cómo funciona una red?

La red de business angels pone en contacto business angels potenciales y emprendedores que buscan financiación. La red selecciona para cada inversor privado los proyectos más adecuados a sus intereses; ofrece y garantiza la información de los proyectos a los business angels; permite mantener el anonimato de ambas partes hasta el momento de los primeros contactos, y hace posible un marco formal para la negociación y los intercambios entre las partes.

En la práctica, la red recibe proyectos empresariales de los cuales elabora un resumen del plan de empresa y también lo que se conoce como «perfil ciego», y los presenta a los business angels miembros de la red que están interesados en ellos.

A partir de este interés inicial de la parte inversora se pone en funcionamiento un proceso técnico y legal que, en un periodo no superior a los cinco meses y en caso de que se llegue a un acuerdo total entre las partes, desembocará en la inversión en capital.

¿En qué se diferencian una inversión realizada por un business angel y una realizada por una entidad de capital riesgo?

Mientras que los business angels aportan, además de capital propio, conocimientos y experiencia profesional, y pueden implicarse directamente en la gestión operativa de la empresa, las inversiones realizadas con capital riesgo provienen de otras fuentes y son superiores a las inversiones aportadas por los business angels.

¿Qué ejemplos de inversiones de éxito conocemos?

La tabla 1 recoge los principales ejemplos de inversiones de éxito realizadas por business angels.

Tabla 1. Ejemplos de inversiones de éxito

Empresa	Business angel	Actividad	Inversión	Desinversión
Apple Computer	(nombre oculto)	Hardware	91.000 $	154 M $
Amazon.com	Thomas Alberg	Venta de libros online	100.000 $	26 M $
Blue Rhino	Andrew Filipowski	Recambios de cilindros de propano	500.000 $	24 M $
Lifeminders.com	Franks Kok	Servicios de Internet de mensajes recordatorios por correo electrónico	100.000 $	3 M $

→

Tabla 1. Ejemplos de inversiones de éxito (cont.)

Empresa	Business angel	Actividad	Inversión	Desinversión
Body Shop	Ian McGlinn	Productos cosméticos	4.000 £	42 M £
MI Laboraties	Kevin Leech	Tratamiento médico para el riñón	50.000 £	71 M £
Matcon	Ivan Semenenko	Grandes contenedores	15.000 £	2,5 M £

Fuente: EBAN.

¿Qué rendimiento se puede esperar de la inversión efectuada?

Generalmente, las inversiones que realizan los business angels suelen ser de alto riesgo y, por lo tanto, los rendimientos también pueden ser bastante elevados. Según estudios realizados por la EBAN, una de cada cinco inversiones ha generado un rendimiento acumulado superior al 50%.

¿Qué control tiene el business angel sobre la inversión realizada?

El mayor o menor grado de implicación y control de la inversión está condicionado, por un lado, a la participación en acciones que el business angel tenga de la sociedad y, por el otro, a los acuerdos establecidos en el pacto de accionistas. Lógicamente, cuanto más elevado sea el porcentaje de acciones adquiridas por el business angel, mayor será el control sobre la empresa y también sobre su inversión.

¿Qué intermediarios actúan en un proceso de capitalización?

Generalmente, en cualquier proceso de capitalización pueden intervenir varios profesionales de distintas áreas, como por ejemplo consultores que analizarán la coherencia y la bondad del plan de empresa, asesores que realizarán las debidas diligencias sobre la empresa donde se quiere invertir y abogados que redactarán toda la documentación jurídica derivada del proceso de capitalización (carta de intenciones, carta de confi-

dencialidad, pacto de accionistas, etc.). Las redes de business angels interactúan con todos estos agentes para mejorar la eficiencia del proceso.

¿Cómo se produce la desinversión?

Pasado un periodo de tres a cinco años, que es el tiempo que los business angels acostumbran a permanecer en las empresas en las que participan, se produce la desinversión, que suele adoptar una de las siguientes fórmulas:

- Venta de las participaciones al resto de socios promotores del proyecto.
- Venta de las participaciones a un tercero (otro business angel, socio industrial o entidad de capital riesgo).
- Incorporación del business angel como socio permanente en la empresa.
- Liquidación de la sociedad.

Como norma general, los términos en que se producirá la desinversión se establecen ya de entrada en el Acuerdo de socios.

¿Cómo se puede valorar la desinversión?

El precio de salida del business angel en el momento de la desinversión viene determinado por la fórmula que estipule el contrato entre socios. Esta fórmula de salida puede sufrir modificaciones: todo dependerá de la voluntad de las partes. No obstante, existen varias fórmulas de valoración que se aplican de forma generalizada y que consisten en:

- Aplicar un factor multiplicador a la media del EBITDA (ajustado en función de la deuda) generado durante el periodo de inversión.

- Aplicar un factor multiplicador a la media del *cash flow* generado durante el periodo de inversión.

- Valorar la empresa en el momento de la desinversión mediante el método del descuento de flujos futuros.

- Aplicar la tasa de rentabilidad (TIR) sobre la inversión inicial. Esta valoración, que no depende de los resultados de la empresa, estará condicionada a la consecución de un resultado mínimo real o de un nivel concreto de logro del plan de negocio presentado durante el periodo de negociación.

¿Invierten los business angels en capital de desarrollo?

Sí que invierten, pero, como las *start-up* suelen implicar más riesgo que las empresas ya consolidadas, los inversores privados son más selectivos y al mismo tiempo más exigentes. También es muy probable que favorezcan a las empresas creadas y gestionadas por particulares con experiencia y que hayan preparado planes de empresa rigurosos con previsiones financieras realistas.

Un estudio elaborado por la EBAN remarca que el 71% de las empresas que habían recibido financiación por parte de business angels tenían menos de dos años de antigüedad.

¿Qué porcentaje de participaciones deberá transmitir el emprendedor?

Cualquier emprendedor que busque financiación en capital por la vía de un business angel tiene que estar dispuesto a vender un porcentaje del capital social como contraprestación a la financiación recibida. Según el sistema de valoración y el poder de negociación entre las partes, se determinará el precio final de la operación. En este sentido, en casi todas las operaciones los socios promotores suelen disponer de la mayoría de las participaciones de la sociedad.

¿Cómo espera un promotor que sea la ayuda de un business angel?

Un business angel suele ser un empresario o directivo con éxito que acumula una gran experiencia empresarial. Esta experiencia en gestión más una interesante red de contactos aportará un valor añadido que, sin duda, incrementará el valor de la empresa en la que haya realizado la inversión. Dado que en muchas ocasiones la desinversión se realiza en relación con el valor final de la empresa, el business angel será el primer interesado en aumentar este valor, ya sea aportando nuevos clientes, negociando con proveedores y entidades financieras o ayudando a mejorar los procesos internos de la empresa, por ejemplo.

¿Cuál es la actitud de los bancos con respecto a esta fuente de financiación?

Cinco de las entidades financieras más importantes de High Street patrocinan la red nacional de Business angels en el Reino Unido. Este hecho demuestra la creencia en el papel que juega el business angel en la financiación de las etapas iniciales de proyectos de inversión. Hay que tener en cuenta que la participación de un business angel también aporta credibilidad a un negocio, lo que puede ser muy bien valorado en el momento de buscar otras fuentes de financiación.

¿Cuánto tiempo puede transcurrir antes de cerrar un acuerdo o *deal*?

No se puede establecer un modelo válido para todos los casos, ya que cada empresa y cada proyecto de inversión son singulares. No obstante, como media son necesarios hasta cuatro meses antes de que no se firme el acuerdo final y se produzca la aportación de capital.

Caso práctico

A la hora de poner en práctica y comprender mejor el contenido de este manual sobre los business angels, presentamos a continuación una simulación de todo el proceso de capitalización que podría haber seguido una empresa, o un emprendedor, que, con el objetivo de cubrir una primera ronda de financiación con capital privado, se hubiera dirigido a una red de business angels para gestionar todo este proceso.

«A principios del año 2008 y después de haber estado trabajando durante cuatro años en empresas relacionadas con el sector de la electrónica, Irene Delgado y Pablo Nogal, dos compañeros de la universidad, decidieron que querían poner en marcha un proyecto empresarial propio con el fin de capitalizar sus conocimientos, que en los últimos años, y de forma intensa, habían ido adquiriendo. Después de muchos meses de análisis y reflexión, los dos compañeros y amigos ya tenían elaborado un plan de negocio que les serviría como herramienta para llevar a cabo su proyecto empresarial.

En el mes de febrero de 2008 comenzaron la aventura y constituyeron su propia empresa, TELCON, S.L, orientada al desarrollo de sistemas de telecontrol para el sector industrial.

TELCON, S.L. se constituyó con un capital inicial de 36.000 euros aportados a partes iguales por los dos socios fundadores, de tal forma que cada socio poseía el 50% de las participaciones de la sociedad. Con este capital empezaron a desplegar el plan operativo que habían definido en el plan de negocio y realizaron las primeras actuaciones.

Paralelamente a las primeras actividades de promoción, tenían que seguir dedicando esfuerzos y recursos con el objetivo de ofrecer al mercado soluciones innovadoras que cubrieran las necesidades de aquellas empresas que requiriesen sistemas de telecontrol. Si bien es cierto que ya se empezaron a firmar los primeros acuerdos de venta, tal y como habían previsto en el plan de negocio, había que invertir recursos en el área comercial y en el área de I+D+i.

Teniendo en cuenta que la empresa era muy joven y que no disponía de garantías patrimoniales, decidieron, tal y como habían previsto inicial-

mente, empezar la búsqueda de un socio capitalista. Irene Delgado y Pablo Nogal optaron por esta figura por dos motivos:

- Querían financiación a largo plazo sin la obligación de un reembolso constante en el tiempo.

- Querían un «compañero de viaje» que les ayudara en aquellos aspectos en los que ninguno de los dos tuviera suficientes conocimientos ni experiencia.

Irene y Pablo buscaban un business angel.

Así pues, cuando los dos compañeros tuvieron claro el camino que debían seguir, se informaron de cómo podían contactar con una red de business angels para que los asesorase. Fue entonces cuando se pusieron en contacto con una red de business angels (en adelante la RED), que les explicó el procedimiento que tenían que seguir.

En primer lugar, tenían que revisar y actualizar el plan de negocio inicial, ya que éste sería la principal herramienta de análisis de los business angels privados inscritos en la red. Transcurridos quince días, y con el asesoramiento de la RED, el plan ya estaba actualizado y se habían incorporado en él las nuevas previsiones económicas y los datos referentes a los criterios de inversión que se propondrían a los business angels interesados en el proyecto.

Teniendo en cuenta que el proyecto era atractivo y con unas expectativas de rentabilidad interesantes, uno de los business angels que había recibido el plan de negocio se puso en contacto con la RED con la intención de convocar una primera reunión y conocer los socios promotores del proyecto. Aun así, y siguiendo el procedimiento establecido por la RED, el business angel envió una carta a los promotores que decía lo siguiente:

Sra. Irene Delgado y Sr. Pablo Nogal
TELCON, S.L.
Logroño

Referencia: plan de negocio

Logroño, 1 de septiembre de 2008

Srs.,
Después de haber analizado con mucha atención su plan de negocio que la red de business angels a la cual estoy adscrito me facilitó, estoy interesado en iniciar un proceso de inversión. Por este motivo sería interesante que pudiéramos mantener un primer contacto con el objetivo de conocernos y comentar los temas que seguidamente les detallo.

• Aspectos ciertos:
(Se detallaban los aspectos ciertos resultantes del análisis del plan de negocio.)

• Aspectos inciertos:
(Se detallaban los aspectos inciertos resultado del análisis del plan de negocio.)

Así pues, con tal de poder disponer de más información sobre su interesante plan de negocio, les agradecería que me aclarasen los temas mencionados anteriormente en el apartado «Aspectos inciertos». Tan pronto como reciba esta documentación, y con la coordinación de la red, sería oportuno concertar una primera reunión con ustedes.

Reciban un cordial saludo,

Jaime Vives

Irene Delgado y Pablo Nogal recibieron con entusiasmo la carta y la respondieron rápidamente. Habiendo preparado toda la documentación que les pedía el business angel y habiendo aclarado los aspectos inciertos, los dos promotores del proyecto se pusieron en contacto con la RED para concertar la primera entrevista en sus oficinas.

Siete días después de que el business angel hubiera enviado la carta, se convocó la primera reunión. Primeramente, y siguiendo el orden del día de la reunión, se firmó el acuerdo de gestión entre las partes, por el cual,

la red, el business angel y los emprendedores aceptaban iniciar un proceso de inversión bajo la coordinación y el asesoramiento de la RED.

ACUERDO DE GESTIÓN ENTRE RED, BUSINESS ANGEL Y EMPRENDEDOR

Logroño, 7 de septiembre de 2008

REUNIDOS

El Sr. Jaime Vives (en adelante BUSINESS ANGEL) con NIF...
la Sra. Irene Delgado y el Sr. Pablo Nogal (en adelante EMPRENDEDORES) con NIF...
y el Sr. Salvador Casanovas (en adelante RED) con NIF...

PACTAN

Primero. Que el BUSINESS ANGEL ha mostrado su interés en el proyecto TELCON (en adelante PROYECTO) presentado a través de la RED en representación del EMPRENDEDOR.

Segundo. Que el BUSINESS ANGEL incluye la documentación referente al PROYECTO en el marco del Acuerdo de Confidencialidad firmado entre él mismo y la RED con fecha 01/01/2006.

Tercero. Que, en el caso de que el BUSINESS ANGEL muestre un interés real por el PROYECTO, el BUSINESS ANGEL entregará la Carta de Intenciones a la RED, que a su vez entregará al EMPRENDEDOR.

Cuarto. Que en la Carta de Intenciones se incluirá la Cláusula de Exclusividad de negociación del proyecto a favor del BUSINESS ANGEL.

Quinto. Que en el caso de que el BUSINESS ANGEL y el EMPRENDEDOR estén de acuerdo con las condiciones de participación en el PROYECTO, las dos partes firmarán el Pacto de Accionistas con los anexos correspondientes.

Sexto. Que la empresa receptora de los fondos aportados por el BUSINESS ANGEL referentes al desarrollo del PROYECTO hará efectiva a la RED, en concepto de *Fee* de éxito, una suma equivalente al ..... % (según acuerdo de servicios) del capital aportado en esta ronda de financiación.

Y para que así conste a los efectos necesarios, firman este acuerdo, por triplicado, en la fecha y el lugar indicados en la cabecera.

BUSINESS ANGEL RED EMPRENDEDOR

En la reunión del día 7 de septiembre, los socios promotores se presentaron personalmente y describieron su trayectoria profesional. A continuación, expusieron su proyecto y matizaron que éste ya no se encontraba en una etapa de capital semilla (*seed capital*), sino que ya habían empezado a cerrar los primeros acuerdos de venta y que ya tenían los primeros productos en el mercado.

Durante la exposición del proyecto se aclararon las dudas planteadas en el apartado «Aspectos inciertos» que el business angel había expuesto y se repasaron las acciones que se habían realizado hasta entonces. Por su parte, Jaime Vives, como business angel, también se presentó y expuso sus expectativas de inversión y los elementos que podía aportar al proyecto.

En esta primera reunión se establecieron ampliamente las condiciones de inversión genéricas: los fondos requeridos para el desarrollo del proyecto no superarían los 200.000 euros; el plazo de la inversión sería inicialmente de cinco años; la participación que se vendería, según la valoración de los promotores, sería de un 35%, y la transmisión de las participaciones sería a favor de los promotores, mediante un pacto de recompra.

El clima de cordialidad y sinceridad en el que se desarrolló la primera reunión fue muy positivo y las dos partes quedaron muy satisfechas. Por lo tanto, acordaron encontrarse por segunda vez al cabo de una semana. El objetivo de esta segunda reunión sería analizar más exhaustivamente las previsiones económicas y el plan comercial real que estaban desarrollando entonces.

Por problemas de agenda de las partes, la segunda reunión no se pudo celebrar hasta al cabo de tres semanas. Finalmente, el 1 de octubre los emprendedores y el business angel se volvieron a reunir en las oficinas de la red.

En esta segunda reunión se trataron los siguientes temas:

- El estado actual del proyecto.

- El análisis conjunto del plan económico financiero.

- El análisis conjunto del plan comercial.

- La aportación de valor del business angel dentro de la empresa: gestión empresarial y redes de contactos comerciales.

El marco en el que se desarrolló el segundo encuentro también fue positivo, y, de forma subjetiva, se percibían elementos que hacían pensar que la operación avanzaría y que, probablemente, se cerraría con éxito. A medida que Jaime Vives disponía de más información, estaba más convencido de que TELCON, S.L. podría realizar buenos proyectos y de que su participación en la empresa podía ser muy beneficiosa para las partes. Con el objetivo de concertar una tercera reunión y de analizar con detalle todo el plan de operaciones en su conjunto, Irene Delgado y Pablo Nogal enviaron al business angel todo el Plan de Operaciones del cuarto trimestre del 2008 y del primer trimestre del 2009. En esta tercera reunión también se tenían que aclarar algunos matices con el fin de que el business angel pudiera enviar a los socios promotores la Carta de Intenciones.

El 5 de octubre las partes se reunieron nuevamente con el fin de trabajar conjuntamente los planes de operaciones que días antes Irene Delgado y Pablo Nogal habían enviado a Jaime Vives.

El plan de trabajo incorporaba las siguientes áreas:

- Área de productos y I+D (responsable Irene Delgado).

- Área financiera / Proceso de capitalización (Pablo Nogal).

- Área comercial (Pablo Nogal).

- Área de recursos humanos (Irene Delgado).

Referente a los términos que se expresarían posteriormente en la Carta de Intenciones, Jaime Vives realizó una nueva valoración de la empresa con los datos actualizados y puso de manifiesto que la valoración que hacía de su participación ahora sería del 45%. Por otra parte, también se tenía que empezar a discutir de que forma los socios emprendedores recomprarían las participaciones en el momento en que finalizara el

plazo de la inversión (se había acordado entre las partes que se produciría al cabo de cinco años). El socio business angel propuso que la fórmula de salida se referenciase sobre un factor multiplicador del EBITDA, entendida esta magnitud como representativa de la generación de valor de la empresa al final del periodo de inversión.

En un primer momento, los socios promotores no estuvieron de acuerdo con la valoración que Jaime Vives había planteado, ya que el precio de compra propuesto, un 45%, difería mucho de su valor inicial, un 35%. Además, también se tenía que justificar el sistema de valoración de la salida, ya que el factor multiplicador que se acordara finalmente podría encarecer la operación de forma considerable. Hay que tener en cuenta que transcurridos cinco años serían los propios promotores quienes comprarían las participaciones del business angel.

Dado que Irene y Pablo eran ingenieros y no tenían formación en temas financieros, querían asesorarse para poder negociar de forma objetiva los aspectos que el business angel planteaba. Por este motivo, las partes acordaron de mutuo acuerdo que se reunirían de nuevo al cabo de una semana.

Los dos promotores aprovecharon el servicio de asesoramiento que ofrecen las redes sobre el proceso de capitalización y, más concretamente, sobre toda la documentación que se genera durante el proceso, como pueden ser la Carta de Intenciones y los distintos documentos del Contrato de Inversión. Finalmente, se reunieron con Salvador Casanovas, gestor de la red, con la intención de que éste les explicase, de forma objetiva y totalmente imparcial, los términos que había expuesto el business angel.

Respecto a la valoración que Jaime Vives había realizado, y por la consiguiente toma de participación del 45%, el gestor de la red, Salvador Casanovas, comentó a los dos ingenieros que todo lo que rodea al concepto valoración es muy relativo y que el valor que puede tener un bien, a los efectos de una persona, no siempre se corresponde con el valor que le atorga otra. Así pues, el tema de la valoración de la participación pasaba por una decisión, al final, subjetiva, y estaría de acuerdo con el nivel de influencia y fuerza negociadora de cada parte. No obstante, Salvador comentó a Irene y Pablo que si había buena voluntad entre las partes

todos los temas que se tenían que discutir se podían negociar. En este caso, para salvar la diferencia entre las distintas valoraciones (45% y 35%) que había propuesto cada parte, respectivamente, se recurrió a una fórmula que consistía en establecer un *ratchet*. De este modo, se estableció un sistema de premio o bono por el cual los socios promotores podrían recomprar en el primer año o en el segundo un porcentaje de la participación del business angel en el caso de que se lograsen unos objetivos determinados.

Por otra parte, Salvador Casanovas también comentó a los dos socios promotores que la fórmula de salida dependía finalmente del factor multiplicador que el business angel les propusiese (2, 3, 4, 5...), el cual estaría muy relacionado con las expectativas de rentabilidad que el business angel esperase de este proyecto. A modo de ejemplo, Jaime Vives les presentó varias simulaciones del posible valor de salida según los EBITDA generados por la empresa y del factor multiplicador que se pactase.

Con todas estas explicaciones, los promotores pudieron aclarar aquellos conceptos clave para una futura negociación.

Posteriormente, la red se puso en contacto con el business angel, que envió la Carta de Intenciones a los promotores como muestra de su firme interés de seguir con las negociaciones con el objetivo final de tomar participación en el proyecto TELCON.

Con fecha 13 de octubre, las partes se reunieron en la sede de la red para firmar la Carta de Intenciones:

CARTA DE INTENCIONES

Sra. Irene Delgado y Sr. Pablo Nogal
TELCON, S.L.
(en adelante los PROMOTORES)

Logroño, 13 de octubre de 2008

Srs. Promotores,
Jaime Vives, en nombre propio (en adelante el BUSINESS ANGEL), y los PROMOTORES han mantenido conversaciones preliminares sobre el interés del BUSINESS ANGEL en participar en el proyecto TELCON mediante la inversión en la compañía TELCON, S.L. (en adelante la SOCIEDAD). La toma de participación, sea cual sea su estructura jurídica final, se conocerá como Proyecto.

...
...

Con esta intención, el BUSINESS ANGEL y los PROMOTORES podrán ser designados conjuntamente como las Partes.

Objeto del Proyecto
El interés de las Partes se concreta en la toma de participación y la inversión del BUSINESS ANGEL en el Proyecto.

...
...

Dicha toma de participación se canalizará mediante la suscripción del BUSINESS ANGEL de un porcentaje de participación de la SOCIEDAD, con la posibilidad de que se prevea una ampliación del capital de la SOCIEDAD.

Suscripción de capital. Precio, porcentaje de participación y forma de pago

El BUSINESS ANGEL podrá adquirir, mediante el aumento de capital en la SOCIEDAD correspondiente, una participación monetaria valorada en 200.000 euros, que supone una adquisición del 45% del capital de la SOCIEDAD. No obstante, el BUSINESS ANGEL acuerda ofrecer a los actuales accionistas de la SOCIEDAD un *ratchet* del 10%, de tal forma que según el grado de consecución —de acuerdo con lo que se establece en el Pacto de Accionistas— del EBITDA previsto en el Plan de Negocio de la SOCIEDAD, el 10% del capital en posesión del BUSINESS ANGEL podrá ser adquirido por los accionistas actuales de la SOCIEDAD durante el periodo de permanencia del BUSINESS ANGEL como accionista de la SOCIEDAD.

...
...

→

Las Partes celebrarán un Contrato entre Socios, que regulará los términos y las condiciones en los que el BUSINESS ANGEL adquirirá una participación en el capital social de la SOCIEDAD, como también el gobierno y la dirección de la SOCIEDAD, a partir de la toma de participación del BUSINESS ANGEL y de las relaciones entre todos los socios.
Sin perjuicio de la ulterior definición del contenido, el Pacto de Accionistas incorporará las siguientes disposiciones:

- aaa
- bbb
- ccc

La participación del BUSINESS ANGEL en el capital social de la SOCIEDAD tendría carácter temporal. A tal efecto, transcurrido un periodo de cinco ejercicios desde la realización de la inversión, si el BUSINESS ANGEL todavía fuera socio de la SOCIEDAD, los socios de la SOCIEDAD se comprometerían a facilitar la desinversión del BUSINESS ANGEL en la SOCIEDAD, de tal forma que las acciones del BUSINESS ANGEL las comprarían sus socios en los términos establecidos en el Pacto de Accionistas.
El valor de la desinversión se basará en un múltiplo del EBITDA medio anual de la SOCIEDAD.

Calendario de actuaciones

Las Partes fijarán un calendario de actuaciones en el que establecerán las distintas operaciones que tendrán que realizar.

Naturaleza no vinculante

Esta carta constituye una declaración de intenciones del BUSINESS ANGEL y no establece compromisos vinculantes, excepto lo que se dirá en el siguiente pacto. Por consiguiente, la intención de las Partes requerirá, para que sea vinculante, la celebración de los respectivos acuerdos y contratos que se han mencionado anteriormente. Por este motivo, ninguna de las Partes no incurrirá en ninguna responsabilidad ante la otra en el caso de que no se llegue a un acuerdo final sobre el contenido de los acuerdos y contratos mencionados.

Contenido vinculante

Las Partes declaran el carácter vinculante exigible de los compromisos y las obligaciones que asumen, de acuerdo con lo que disponen los apartados siguientes:

- Buena fe...

- Periodo de vigencia...

→

• Confidencialidad...

• Exclusividad...

• Jurisdicción...

Si los términos aquí contenidos merecen su conformidad, les ruego firmen los dos ejemplares originales de esta carta como muestra de aceptación y que devuelvan un original a mi atención.

Atentamente,

Jaime Vives

Recibido y conforme con fecha 13 de octubre de 2008.

Irene Delgado

Pablo Nogal

Los promotores aceptaron la Carta de Intenciones que les envió Jaime Vives, y ambas partes la firmaron con fecha 13 de octubre.

A partir de ese momento, las partes siguieron comentando la evolución de la empresa y el plan de actuaciones previsto. Al mismo tiempo, y con la intermediación de la red, se fueron concretando los parámetros que serían objeto del Pacto de Accionistas. Con el fin de que las partes pudieran avanzar en la negociación de los parámetros básicos del acuerdo final, la red les presentó un documento propio, el Acuerdo de Mínimos, por el cual, a partir de los datos contenidos en la Carta de Intenciones tanto Irene y Pablo como Jaime Vives pudieran manifestar sus posiciones y negociarlas en la reunión que debía celebrarse el 2 de noviembre de 2008.

Acuerdo de Mínimos

Logroño, 28 de octubre de 2008

TELCON, S.L.

Sres. Promotores,
Con el fin de poder redactar de forma concreta y precisa la totalidad de los acuerdos negociados hasta ahora entre las partes inversora y promotora del proyecto, les ruego que, juntamente con mi posición, expongan la suya por lo que respecta a las variables básicas que serán objeto de regulación en el futuro Pacto de Accionistas.

Variables	Posición inversora	Posición promotora
Aportación de los promotores	0 €	
% CS de los promotores	55%	
Aportación del business angel	200.000 €	
% CS del business angel	45%	
Ratchet 10%		
Valoración de la salida del business angel	[EBITDA media anual de los 5 periodos de inversión] * [Factor] * [% Participación]. Este valor se corregirá con la Deuda Neta siempre que: Deuda > Tesorería	
Factor multiplicador	4	
Compra de participaciones	Promotores	
Plazo mínimo de la inversión	5 años	
Plazo máximo de la inversión	5 años	
Consejeros totales	3	
Consejeros business angels	1	
Consejeros promotores	2	
Remuneración de los consejeros	0 €	
Toma de acuerdos	Norma general	
Presidente del consejo	Pablo Nogal	
Secretario del consejo	Jaime Vives	
Consejera delegada	Irene Delgado	
Permanencia de los promotores	5 años, periodo de la inversión	
Penalización por la no permanencia de los promotores	A negociar	

→

Gastos de I+D	Máx. 2% anual. Activación según la normativa contable

Así pues, les agradecería que me remitieran este Acuerdo de Mínimos debidamente cumplimentado por su parte para poderlo consensuar en la próxima reunión que, si están de acuerdo, se celebrará en la sede de la red el próximo 2 de noviembre de 2008.
Muy cordialmente,

Jaime Vives

Con este Acuerdo de Mínimos encima de la mesa, se celebró el día 2 de noviembre la penúltima reunión, en la que se negociaron los términos finales del acuerdo. Los promotores aceptaron todos los aspectos que había planteado el business angel, excepto el factor multiplicador. La posición emprendedora era muy clara: como mucho el factor tenía que ser 3. Después de una mañana de negociaciones, Jaime Vives aceptó rebajar sus expectativas de rentabilidad referidas al factor multiplicador a cambio de que en la fórmula de cálculo el EBITDA medio no se calculase a partir de una media aritmética, sino que se calculase una ponderación de los resultados anuales con unos índices crecientes (1, 2, 3, 4, 5). Con este sistema de cálculo se daría más valor a los resultados de los últimos años que, en el caso de que se cumpliesen las previsiones económicas, serían los años en que los resultados económicos serían más elevados.

Finalmente, después de que Jaime Vives hubiera enviado a los socios promotores un primer borrador del Pacto de Accionistas, y de que se hubieran limado ciertos aspectos técnicos como las cláusulas de Permanencia y de No Competencia, el 15 de diciembre se firmó el Contrato de Inversión, el cual también incluía la Carta de Manifestaciones y Garantías, los Acuerdos Societarios y el Plan de Negocio.

PACTO DE ACCIONISTAS

Logroño, 15 de diciembre de 2008

I
LAS PARTES

Por una parte,
TELCON, S.L., sociedad constituida de conformidad con las Leyes... (en adelante SOCIEDAD)

Por otra parte,
Irene Delgado...
Pablo Nogal...
(en delante PROMOTORES)

Y por otra parte,
Jaime Vives...
(en adelante BUSINESS ANGEL)

II
MANIFESTACIONES

I. Las partes han aceptado que el BUSINESS ANGEL realice una inversión en la SOCIEDAD a través de la asunción y desembolso de nuevas participaciones de la sociedad representativas del 45% del capital social por un importe de 29.455 euros más una prima de emisión de 170.545 euros, de modo que el total de la inversión es de 200.000 euros.

II. Con el fin de definir las posiciones respectivas de todos los socios de la SOCIEDAD como consecuencia de dicha ampliación de capital, y también su organización interna, las PARTES han acordado suscribir este Contracto sujeto a las siguientes:

III
CLÁUSULAS

Cláusula 1. Definiciones
Al efecto de este Contrato, los términos que figuran en el anexo 1 tendrán el significado que se les confiere.

Cláusula 2. Objeto del Contrato
Como consecuencia de la toma de participación de los BUSINESS ANGELS en la SOCIEDAD en los términos que se indican en la Cláusula 3, este Contrato tiene la finalidad de regular las características de la toma de participación de los BUSINESS ANGELS...

→

Cláusula 3. Ampliación de capital de la Sociedad
La asunción y el desembolso por parte de los BUSINESS ANGELS de las nuevas participaciones de la SOCIEDAD se efectúan en los términos del acta de la Junta General de Socios que, mediante fotocopia, se adjunta como anexo 2. Como consecuencia de la ampliación de capital y su posterior asunción y desembolso, la titularidad de las participaciones de la SOCIEDAD es la siguiente:

- Irene Delgado: 18.000 participaciones, del número 1 al 18.000, ambos incluidos.
- Pablo Nogal: 18.000 participaciones, del número 18.001 al 36.000, ambos incluidos.
- Jaime Vives: 29.455 participaciones, del número 36.001 al 65.455, ambos incluidos.

Cláusula 4. Gobierno y administración
En la Junta General de Socios (anexo 2), las PARTES han acordado nombrar un nuevo Consejo de administración y han modificado los estatutos sociales. Después de la entrada del BUSINESS ANGEL en la SOCIEDAD, el gobierno y la administración de la SOCIEDAD se adecuarán a los términos acordados en este Contrato y, en particular, a las normas siguientes:

...

Cláusula 5. Consejo de Administración de la Sociedad
A día de hoy se ha celebrado una reunión del Consejo de Administración. Se adjunta como anexo 3 una copia de los acuerdos adoptados.
El Consejo de Administración se reunirá como mínimo una vez al mes.
Las partes convienen que será necesario el voto favorable del consejero propuesto por el BUSINESS ANGEL para que el Consejo de Administración de la Sociedad pueda adoptar acuerdos relativos a las siguientes materias:

...
...
...

Cláusula 6. Manifestaciones y garantías
Los PROMOTORES manifiestan y garantizan solidariamente al BUSINESS ANGEL todos y cada uno de los extremos contenidos en el anexo 4.

Cláusula 7. Obligación de indemnizar
7.1. Indemnización por parte de los PROMOTORES
Irene Delgado y Pablo Nogal indemnizarán al BUSINESS ANGEL (o si así lo considerara oportuno el BUSINESS ANGEL de la Sociedad) respecto de cualquier daño, reclamación...
7.2. Notificaciones y procedimiento
...

→

7.3. Mantenimiento de las manifestaciones y garantías atorgadas por los PROMOTORES.

Cláusula 8. Cesión de derechos y transmisión de participaciones de la Sociedad
8.1. Excepto en los términos y condiciones previstos en esta cláusula, ninguna de las partes de este Contrato podrá ceder sus derechos y obligaciones que emanen de ésta.
8.2. Transcurridos cinco ejercicios desde la INVERSIÓN —después de la finalización del ejercicio del año 2012—, los socios promotores, Irene Delgado y Pablo Nogal, comprarán la totalidad de las participaciones del BUSINESS ANGEL por el valor que se estipule en el párrafo siguiente si el endeudamiento de la SOCIEDAD en ese momento no supera el 50% de los fondos propios, en los términos legalmente establecidos.
El valor de la desinversión se basará en un múltiplo de tres veces el EBITDA anual medio (incrementado según los dígitos crecientes) del periodo de los cinco ejercicios mencionados en el párrafo anterior, ajustado con el endeudamiento bancario neto anual medio —del mismo periodo que el EBITDA— de la SOCIEDAD, según las cifras mostradas en sus cuentas anuales...
Por parte del BUSINESS ANGEL se establece a favor de los SOCIOS PROMOTORES un *ratchet* o premio del 10% de las participaciones adquiridas, las cuales serán revendidas a los SOCIOS PROMOTORES siguiendo las proporciones de participaciones actuales, si se cumplen las siguientes circunstancias:

...
...

Cláusula 9. Pacto de no competencia
Los PROMOTORES, mientras sean socios de la SOCIEDAD y durante un periodo de dos años a partir del momento en que dejen de serlo, de forma efectiva, y siempre que algún de los SOCIOS restantes se mantenga como socio de la SOCIEDAD:
a) No podrán, ya sea directa o indirectamente, ser propietarios, dirigir, operar, controlar...

Cláusula 10. Permanencia y no competencia
10.1. Permanencia
a) En el caso de que los socios actuales, Irene Delgado y Pablo Nogal, abandonen (salvo enfermedad grave, muerte o similar) el proyecto de la SOCIEDAD en los próximos cinco años, Irene Delgado y Pablo Nogal deberán indemnizar al BUSINESS ANGEL...
10.2 No competencia
Mientras continúen como socios de la SOCIEDAD, ya sea de forma directa o indirecta, y durante los siguientes dos años al cese efectivo de su condición de socios, Irene Delgado y Pablo Nogal no podrán, de forma directa o indirecta, bajo ninguna capacidad:

→

- Detener intereses...
- Recurrir o contratar a cualquiera persona...
- Difundir cualquier tipo de información de la SOCIEDAD...

Cláusula 11. Notificaciones
Cualquier notificación o comunicación que cualquiera de las PARTES del presente Contrato tenga que dar a cualquier otra se deberá hacer por escrito y enviado por correo urgente certificado con justificante de recepción y portes pagados a las direcciones indicadas en la cabecera de este Contrato. Cualquier notificación por fax, correo electrónico u otros medios electrónicos tendrá que ser confirmada.

Cláusula 12. Cláusulas generales
12.1. Este Contrato, sus anexos y los acuerdos a los que se refiere específicamente constituyen todos los acuerdos cerrados hasta el día de hoy entre las PARTES que intervienen, y sustituyen y derogan expresamente todos los acuerdos y compromisos entre las PARTES...
12.2. El contenido de este Contrato, como también cualquier información o dato referentes a éste, se mantendrá con carácter confidencial y no será difundido por las PARTES salvo que:
- No se cumpla una obligación legal o una orden administrativa o judicial.
- Sirva para exigir o permitir el cumplimiento de los derechos y las obligaciones de este Contrato.

Cláusula 13. Gastos y tributos
13.1. Los gastos de formalización ante fedatario público de este Contrato irán a cargo de la SOCIEDAD.
13.2. Los honorarios de los asesores y auditores u otros profesionales derivados de la negociación, formalización y ejecución de este Contrato irán a cargo de la SOCIEDAD.
13.3. Los tributos que resulten de la formalización y ejecución de este Contrato irán a cargo de la PARTE que, en cada caso, determine la Ley.

Cláusula 14. Plan de Negocio
Al efecto de información para el BUSINESS ANGEL, se adjunta el Plan de Negocio, según el anexo 5 aportado por los PROMOTORES de la SOCIEDAD.

Cláusula 15. Arbitraje y jurisdicción
Para la resolución de cualquier controversia que resulte de la interpretación y/o cumplimiento de este Contrato, las PARTES se someten al Arbitraje de Derecho de conformidad con lo que la Ley de arbitraje dispone...

Cláusula 16. Ley aplicable
Este Contrato se rige por el derecho español.

→

Y como prueba de conformidad, las PARTES firman este Contrato por triplicado y a un solo efecto en el lugar y la fecha anteriormente indicados.

Irene Delgado
en nombre propio y representación

Pablo Nogal
en nombre propio y representación

Jaime Vives
en nombre propio

Finalmente, pasados tres meses desde la primera toma de contacto, el 15 de diciembre se acordó que el señor Jaime Vives invertiría 200.000 euros en la sociedad TELCON, S.L. por un periodo de cinco años. Como contrapartida, la sociedad le transmitiría inicialmente una participación del 45% del capital social con la aplicación de un ratchet del 10%, por lo que la participación del business angel podría disminuir hasta el 35%.»

Con este caso práctico se pone de manifiesto que las redes de business angels representan un elemento clave para el buen desarrollo de todo el proceso de inversión. En esta ocasión, ya desde el principio el gestor de la red fue asesorando al emprendedor sobre los pasos que debía seguir para presentar correctamente el plan de negocio. Posteriormente, la red también dio su apoyo en aquellas situaciones de estancamiento durante el proceso de negociación y las agilizó.

Así pues, las redes de business angels tienen que permitir que, con la buena voluntad de la parte inversora y de la emprendedora, sea posible que dos posiciones, de entrada divergentes, puedan acabar en «matrimonio».

LINKS DE INTERÉS

Redes de business angels en España	
Red Europea de Business Angels (European Business Angel Network)	www.eban.org
Red Española de Business Angels	www.esban.com
Business Angels Network Catalunya	www.bancat.com
Red Asturiana de Business Angels	www.asban.es
Red Castellanomanchega de Business Angels	www.gobanclm.com
Realiza Business Angels	www.realiza-ba.com
Business Angels Network Galicia	www.bang.es
Xarxa Universitària de Business Angels	www.uniba.cat
BCN Business Angels	www.bcnba.com
UNIBAN	www.uniban.org
IESE Business Angels	www.iese.edu/businessangels
Entrinnova S.L.	www.entrinnova.com
BAN Madri+d	www.madrimasd.org/emprendedores
Fondos de capital riesgo (fase: *seed capital*)	
INVERTEC	www.invertec.es
BCNEMPRÈNSCR SA	www.bcnempren.com
INNOVA31	www.innova31.com
Fondos de capital riesgo (fase: *start-up*)	
INNOCAT	www.highgrowth.com
INVERNOVA	www.invernova.org
NAUTA CAPITAL	www.nautacapital.com
ONA CAPITAL	www.onacapital.com
SINNAKER	www.rivaygarcia.es
Entidades y programas	
ASCRI	www.ascri.com
EMPRENDEDOR XXI (la Caixa)	www.emprendedorxxi.es
EURECAN (Caja Navarra)	www.cajanavarra.es/PortalCAN
NEOTEC	www.neotec.cdti.es
ENISA	www.enisa.es
ICO EMPRENDEDORES	www.ico.es
PROFIT	www.mityc.es/profit

BIBLIOGRAFÍA

- AECA: *El préstamo participativo*. 2004.
- AECA: *Valoración de PYMES*. 2003.
- ARÍS, G.: *Nuevas vías de financiación para las pymes*. Barcelona: Fundació CP'AC.
- BANC: *Escuela de Business Angels*. 2007
- BARCELONA ACTIVA: *Manual de aceleración para empresas digitales*. Barcelona, 2004.
- CIDEM: *Programa de capacitación específica dirigido a business angels privados*. Barcelona, 2004.
- CIDEM: *Tool Kit para redes de business angels*. Barcelona, 2003.
- CIDEM: *Guía de financiación en capital*. Barcelona, 2001.
- CODURAS: A.: «La situación del business angel en España desde la óptica del proyecto GEM (Global Entrepreneurship Monitor)» en *Iniciativa Emprendedora*. Deusto, 2004.
- COLOMER I ESPINET, Albert: *Pasos y costes para poner en marcha un proyecto de autoocupación*. Barcelona: Fundació CP'AC, 2003.
- COLOMER I ESPINET, Albert: *Los business angels en España, una nueva vía de financiación para la PYME*. DGPYME 2006
- COLOMER I ESPINET, Albert: *Análisis de tributación comparada de la figura de los Business Angels en Europa. Estudio para la propuesta de medidas fiscales de fomento*. DGPYME, 2007.
- COMISIÓN EUROPEA: «Informe de comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones» en *Plan de acción: el programa europeo en favor del espíritu empresarial*. Bruselas, 11/02/2004, COM(2004) 70 final.
- COMISIÓN EUROPEA: *Benchmarking Business angels*. Final Rapport. Best exercise DGE 4/11/2002.

- Conclusiones de la cumbre *Hacia un nuevo entorno para el emprendedor del siglo XXI* organizadas por el Ministerio de Hacienda en el marco de la Presidencia Española de la Unión Europea.

- Dirección General de Programación Económica, Departamento de Economía y Finanzas. *Informe anual de la empresa catalana 2003*. Análisis detallado del 2002. Barcelona, 2004.

- Eban: *Tool Kit business angels netwoks*. Bruselas, 2002.

- Eban: *European Directory Of Business Angel Networks In Europe*. Bruselas, 2008.

- Eban: *Statistics Compendium*. Bruselas, 2008.

- Esban: *Análisis del perfil de los business angels en España*. 2007.

- Esban: *Medidas fiscales para el fomento de los business angels en España*. 2005. Dirección general de política de la PYME. Madrid, 2008.

- Ferraro, F.: «Business angels en el Silicon Valley» en *Iniciativa Emprendedora*. Deusto, 2004.

- Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios: *Medidas fiscales de fomento de la figura de los Business Angels en España*. DGPYME. 2007.

- Gem: *Informe Ejecutivo GEM España 2007*.

- Iese-Cidem: *Programa para business angels privados interesados en participar en nuevos negocios*. Barcelona, 2002.

- Intervención de M. Laurent Fabius, Ministro de Economía, Finanzas e Industria en la Clausura del coloquio *Les business angels, une ressource à mobiliser*. 18/12/2001.

- Munk, C.: *Informe de gestión*. EBAN, 2005, 2008

- Navas, J.E. y Guerras, L.A.: *La dirección estratégica de la empresa*. Editorial Civitas, 1998.

- Palanca Pastor, [*et al.*]: *Business angels*. París: Éditions d'organisation, 2000.