

**DIVULGACIÓN**

Jon Hoyos Iruarrizaga  
María Saiz Santos

# Business Angels

**Los mecenas del ecosistema  
emprendedor**





**Business angels**  
*Los mecenas del ecosistema  
emprendedor*



Madrid 2014

# **Business angels**

## **Los mecenas del ecosistema emprendedor**

**Jon Hoyos Iruarrizaga**  
**María Saiz Santos**

BUSINESS&MARKETING SCHOOL



Primera edición: *Junio 2014*

© ESIC Editorial  
Avda. de Valdenigrales, s/n  
28223 Pozuelo de Alarcón · Madrid  
Tel.: 91 452 41 00 · Fax: 91 352 85 34  
[www.esic.es](http://www.esic.es)

© Jon Hoyos Iruarrizaga y María Saiz Santos  
ISBN: 978-84-7356-152-5  
Depósito legal: M-17198-2014  
Cubierta: Gerardo Domínguez

Fotocomposición y Fotomecánica:  
Nueva Maqueta  
Doña Mencía, 39  
28011 Madrid

Imprime:  
Gráficas Dehon  
La Morera, 23-25  
28850 Torrejón de Ardoz · Madrid

Impreso en España

Queda prohibida toda reproducción de la obra o partes de la misma por cualquier medio sin la preceptiva autorización previa.

# Índice

PRÓLOGO de Miquel Costa y Fernando Moroy .....	9
Capítulo 1: CONCEPTO Y NATURALEZA DE LA INVERSIÓN <i>BUSINESS ANGELS</i> ....	13
1.1. Introducción .....	13
1.2. Características de la financiación del proceso emprendedor ..	14
1.3. <i>Business angels</i> : concepto y definición .....	25
1.4. Inversión informal y <i>business angels</i> .....	28
1.5. Principales tipologías.....	32
1.6. Co-inversión e inversiones sindicadas .....	42
1.7. La financiación participativa en el segmento <i>start-up</i> : los <i>crowd investors</i> .....	52
1.8. Desarrollo de los mercados de <i>business angels</i> .....	62
1.9. Perfil y naturaleza de la inversión.....	70
1.10. Valor añadido post-inversión: razón y naturaleza de su contribución .....	76
1.11. Las redes de <i>business angels/business angels networks</i> (BANs)...	84
1.11.1. Ineficiencias en los mercados de <i>business angels</i> .....	84
1.11.2. Objetivos y funcionamiento de las redes.....	86
1.11.3. Efectos adversos derivados del mecanismo de red ....	90
1.11.4. Presencia de redes en España y en Europa.....	92
1.12. Fiscalidad de los <i>business angels</i> .....	100
1.12.1. Introducción .....	100
1.12.2. Incentivos fiscales en España: Ley de Apoyo al Emprendedor y bonificaciones en Comunidades Autónomas...	102
1.12.3. Regulación fiscal en otros países europeos.....	105

Capítulo 2: PROCESO DE INVERSIÓN .....	107
2.1. Introducción.....	107
2.2. Fases del proceso de inversión .....	108
2.2.1. Fase de familiarización.....	108
2.2.2. Fase de chequeo/ <i>Screening</i> .....	111
2.2.3. Fase de negociación y firma del contrato de inversión ..	115
2.2.3.1. El pacto de socios.....	115
2.2.3.2. Valoración de la compañía y tipo de partici- pación .....	117
2.2.3.3. Cláusulas.....	123
2.2.3.4. La decisión de invertir por parte del <i>business</i> <i>angel</i> : aspectos valorados .....	129
2.2.4. Fase de seguimiento post-inversión .....	136
2.2.5. Fase de desinversión/salida .....	136
Glosario de términos.....	140
 Capítulo 3: LOS <i>BUSINESS ANGELS</i> EN ESPAÑA: PRESENCIA, PERFIL Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS .....	 143
3.1. La inversión informal: identificación y obtención de muestras.	143
3.2. Análisis de la inversión informal en España.....	147
3.3. Una tipología de inversor informal: los <i>business angels</i> .....	150
3.4. Características y naturaleza de su contribución .....	152
3.4.1. Puesta en contacto entre el <i>business angels</i> y el equipo promotor .....	153
3.4.2. Criterios de selección de los proyectos de negocio.....	155
3.4.3. Naturaleza de la aportación realizada.....	163
3.4.4. Expectativas de permanencia y salida .....	168
Conclusiones finales .....	170
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	 175
Páginas web de interés.....	187

## Prólogo

A estas alturas del desarrollo económico ya nadie duda que la riqueza de una sociedad correlaciona fuertemente con el impulso de su tejido empresarial y la actividad del entorno emprendedor.

Sin duda la puesta en marcha de un proyecto emprendedor es un proceso complejo que debe conjugar importantes aspectos críticos como: una oportunidad de negocio competitiva, capacidad junto con el equipo para poder desarrollarla y posibilidad de crecimiento escalar. Esto hace que se trate de un camino no exento de riesgos con la posibilidad en muchos casos de fracasar.

Un elemento crítico de ese proceso tiene que ver con la financiación del mismo desde el nacimiento de la empresa hasta sus diferentes fases de crecimiento y consolidación. La fase inicial de lanzamiento o arranque es especialmente crítica en la medida que la empresa no puede demostrar todavía su contraste en el mercado y con ello tampoco puede «exhibir» magnitudes económicas (Ingresos, EBITDA, EBIT, etc.) contundentes.

El Plan Financiero dentro del Plan de Empresa habrá determinado las inversiones necesarias para arrancar el negocio con la moderna concepción de ser muy «ligeros» y revisar de forma exigente los activos verdaderamente necesarios para la puesta en marcha del negocio.

A partir del Plan de Inversión definimos el Plan de Financiación. Hoy en día parece realista pensar que al menos un 50% de dicho plan

de inversiones tendrán que ser asumidos con recursos propios de los socios fundadores o de su «entorno extendido» (amigos y familiares) para conformar lo que suele denominarse «las 3 f (*founders, friends and family*)».

Así pues en la primera fase habría que obtener el otro 50% del Plan de Inversión con los adecuados instrumentos de deuda y/o capital (*equity*).

A nuestro entender, aquí «el orden de los factores sí puede alterar el producto»: primero deuda y luego *equity* (capital).

Primero deuda por varios motivos: en primer lugar porque en esa primera fase inicial puede ser poco realista pensar que la empresa naciente va a encontrar inversores privados (*business angels*) que pongan su dinero en el proyecto de forma satisfactoria para inversor y emprendedores.

Segundo porque tampoco puede ser tan interesante para los emprendedores en esa fase tan temprana: en esa fase tan inicial va a ser muy difícil poner en valor económico el proyecto y con ello el inversor privado podría apropiarse de un importante porcentaje del capital de la sociedad a cambio de su cantidad a invertir. Además la entrada de un inversor privado (*business angel*) suele exigir por su parte la introducción de algunas cláusulas en el Pacto de Socios que limitarían la gobernanza de la sociedad por parte de los emprendedores fundadores.

Aunque en general la financiación del emprendimiento no es típicamente bancaria en esa primera fase de arranque, sí existen en nuestro país instrumentos financieros reales en deuda como: microcréditos (por ejemplo los de Microbank de la Caixa), la línea de Jóvenes Emprendedores de ENISA (Empresa Nacional de Innovación), avales de Sociedades de Garantía Recíproca (como por ejemplo los de Avalmadrid), y la financiación en deuda de empresas de base tecnológica del CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial).

Pasada esta primera fase inicial (su duración puede ser de uno o dos años dependiendo de la capacidad de crecimiento de la empresa y en la que ha validado el modelo de negocio), su paso siguiente de crecimiento puede estar relacionado con: tal vez terminar el prototipo, completar el equipo comercial o de gestión de la empresa, chequear la viabilidad de algún otro mercado, etc., en definitiva necesitará recursos financieros para esa nueva etapa.

En esta próxima etapa es cuando podría dar entrada a un inversor privado (*business angel*) que acompañase esta nueva fase de crecimiento de la *start-up*. Como señala el libro en su primer capítulo, se trata de «personas que a título individual invierten su dinero en una iniciativa de negocio, generalmente en fases de lanzamiento o arranque, y que aportan además lo que se conoce como “capital inteligente”, esto es, su conocimiento, experiencia y red de contactos».

El capítulo segundo del libro aborda de forma rigurosa y completa todo ese proceso de inversión hasta que finalmente el *business angel* realiza la aportación económica a cambio de un porcentaje del capital de la empresa. El capítulo aborda de forma detallada dicho proceso así como aspectos críticos del mismo como son: la valoración de la compañía (no sirven los métodos tradicionales de valoración de empresas en desarrollo), las cláusulas del Pacto de Socios así como otros aspectos críticos relacionados con la inversión del *business angel*

El tercer capítulo presenta los resultados de un estudio empírico con el objetivo de conocer el alcance, la naturaleza y los principales rasgos que caracteriza la inversión *business angel* en España. Dicho estudio se ha realizado utilizando los datos provenientes del proyecto *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) con el que los autores colaboran de manera académica especial.

El libro es una completa y magnífica descripción de todo el ecosistema relacionado con los inversores privados (*business angels*), tan importantes para el desarrollo y fomento del espíritu emprendedor en nuestro país. Sus tres capítulos se estructuran de una forma totalmente coherente y aúnan una extraordinaria base académica además de un foco totalmente práctico para la industria.

En España, el ecosistema de inversores privados (*business angels*) respondería a la definición de un «mercado emergente», tanto en lo que se refiere a su número como al importe de inversión canalizada en dichas fases tempranas del emprendimiento. Es interesante observar a futuro el desarrollo que puedan alcanzar en nuestro país las plataformas de *equity-funding*, tratadas también en el primer capítulo del libro, y que se verán afectadas por la futura aprobación de la Ley de Financiación Empresarial.

Este nuevo fenómeno de la inversión empresarial, complementaria de la bancaria, parece que tendrá un fuerte desarrollo en España. En nuestro país, la financiación de las empresas tiene una sobredependencia del crédito bancario. España es uno de los países con mayor peso de financiación bancaria en los balances de las empresas, en torno al 70%, alejado de otras culturas económicas que sí fomentan otras alternativas de financiación.

Además, dentro del MoU (*Memorandum of Understanding*) que supuso la asistencia financiera a nuestro país, el Gobierno se comprometió con la UE en 2012 a establecer unos mecanismos complementarios de los bancarios para impulsar la financiación empresarial.

Para empresas ya consolidadas, ya se han desarrollado mecanismos específicos para impulsar la emisión de pagarés y bonos en el mercado alternativo de renta fija del Mercado Alternativo Bursátil (MARF) y se ha flexibilizado el régimen financiero a las entidades de capital riesgo que inviertan, al menos, el 70% de su patrimonio en pequeñas y medianas empresas. El MARF complementa el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) si bien éste último necesita todavía un impulso y una consolidación mayor.

También hay que señalar el exitoso recorrido que pueden tener en nuestro país las ampliaciones o aportaciones de capital por parte de inversores externos que quieran acompañara a las empresas en su proceso de innovación e internacionalización.

Es muy posible que en los próximos años instrumentos como: *business angels* y *crowdfunding* para fases tempranas; ampliaciones de capital por parte de inversores externos, emisiones de renta fija del MARF, el mercado de renta variable del MAB, fondos de capital riesgo y fondos especializados en deuda *mezzanine* para fases de crecimiento y consolidación de empresas, adquieran un importante protagonismo en el pasivo financiero de las empresas que les permita un crecimiento rentable y sostenible.

Junio, 2014

MIQUEL COSTA Y FERNANDO MOROY

*Presidente y Vicepresidente en España de la Red de Business Angels Keiretsu*

# Capítulo 1

## Concepto y naturaleza de la inversión *business angels*

### 1.1. INTRODUCCIÓN

La necesidad de crear y desarrollar empresas innovadoras con alto potencial de crecimiento se ve frenada por una escasez de recursos financieros que evidencia la necesidad de fórmulas de inversión que apuesten a riesgo, sin una exigencia de avales o garantías. No obstante, esta función, atribuida por lo general a la industria del capital riesgo, se ve extremadamente limitada por el escaso desarrollo de este sector y por su tendencia creciente a alejarse de empresas que se encuentran en fases iniciales o que demandan un volumen de inversión relativamente pequeño.

En este contexto, el desarrollo de la inversión ángel representa una estrategia fundamental para fortalecer el ecosistema emprendedor. Estos inversores, además de aportar su propio dinero a proyectos en fase *start-up*, apoyan a los emprendedores con su experiencia y contactos, ayudando al desarrollo de las empresas en las que invierten. Su presencia permite cubrir no sólo el *equity gap* sino solucionar en parte el déficit de conocimiento que padecen los equipos promotores de muchos de estos proyectos.

A lo largo del presente capítulo se realiza una exhaustiva revisión del estado del arte referida a esta novedosa alternativa de financiación. En primer término, se precisa el origen y las definiciones que existen en torno a la figura del *business angels*. A continuación, se presentan diferentes taxonomías en torno al concepto, se profundiza en la naturaleza del valor añadido que aportan a los proyectos y se presentan otras operaciones más sofisticadas como la fórmula de la coinversión. De igual forma, se presentan datos macroeconómicos que permiten disponer de una aproximación respecto al volumen de inversión movilizado en Europa y Estados Unidos.

A continuación, se realiza una revisión respecto al proceso secuencial que sigue un business angel en su toma de decisiones y, por último, se analiza el fenómeno de la red como marco de intermediación entre la oferta (inversores) y demanda (emprendedores) de capital.

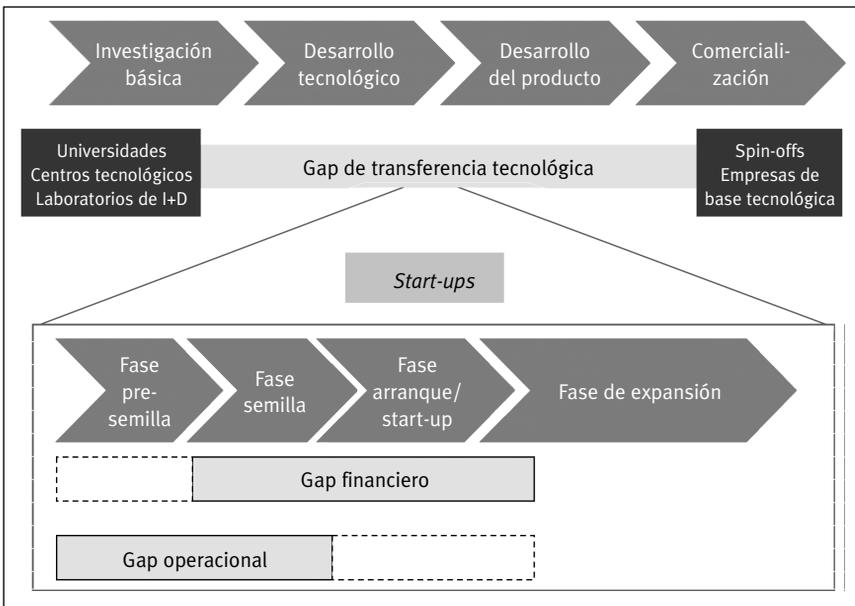
## **1.2. CARACTERÍSTICAS DE LA FINANCIACIÓN DEL PROCESO EMPRENDEDOR**

Las dificultades de acceso al crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas ha sido un tema analizado de manera recurrente en el área de las finanzas empresariales. Las empresas de menor dimensión se enfrentan a mayores costes y dificultades en el acceso a fuentes externas de financiación, debido fundamentalmente a la mayor complejidad que entraña para los prestamistas la evaluación de su calidad crediticia.

Esta problemática se manifiesta de manera mucho más acusada en el caso de las *start-ups* o empresas de nueva creación. Esto es así en la medida en que existen una serie de elementos particulares que obstaculizan el acceso al crédito: ausencia de un historial crediticio, garantías muy limitadas, incertidumbre respecto a la viabilidad futura del proyecto, etc. Estas fuertes asimetrías de información pueden llegar a distorsionar la relación entre prestamista-prestatario (Stiglitz y Weiss, 1981), desembocando en muchos casos en un racionamiento severo hacia el crédito para una gran mayoría de los proyectos de nueva creación (*gap financiero*).

En el caso de las conocidas como *Nuevas Empresas de Base Tecnológica* (NEBTs), estos problemas pueden complicarse debido a la naturaleza intangible de su inversión (menores garantías) y a las dificultades que trae consigo la evaluación del riesgo tecnológico de un proyecto (Carpenter y Petersen, 2002; Cassar, 2004; Denis, 2004). Además, junto con el *gap financiero*, existen dificultades vinculadas al proceso de transformación de los resultados de investigación en productos y servicios comercializables (*gap de transferencia tecnológica*) así como una falta de habilidades, conocimiento y *know how* empresarial en muchos de los emprendedores (*gap operacional*) (figura 1.1). Esto es así en la medida en que los socios fundadores son muchas veces investigadores, científicos o personal técnico especializado, con escasa formación y visión en temas relacionados con el marketing, la gestión, las finanzas o la estrategia empresarial (Mosey y Wright, 2007).

FIGURA 1.1  
**START-UPS DE BASE TECNOLÓGICA: GAP FINANCIERO, OPERACIONAL Y DE TRANSFERENCIA TECNOLÓGICA**

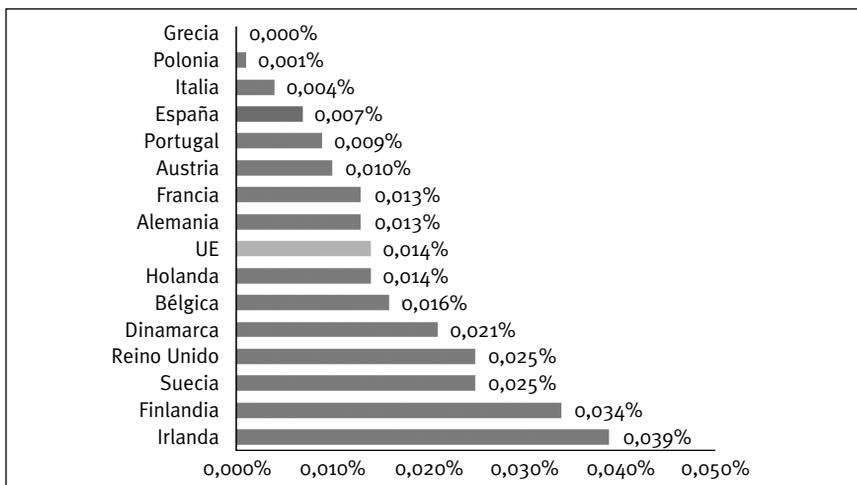


Fuente: Adaptado de Festel y Cleyn (2013).

Ante esta realidad, podemos decir que los proyectos de nueva creación necesitan de fuentes de financiación específicas, dispuestas a asumir esos niveles de riesgo (sin exigencia de avales) y con un mayor conocimiento respecto a la evaluación y seguimiento de los proyectos que financian. Tradicionalmente, los fondos de capital riesgo en fases tempranas han cumplido este objetivo, inyectando capital en iniciativas de negocio innovadoras con el objetivo de obtener una plusvalía tras la venta de su participación en el medio plazo.

Sin embargo, esta alternativa de financiación ha experimentado un escaso desarrollo en España en comparación con Estados Unidos. De acuerdo con lo que indican los datos macroeconómicos, la inversión en capital riesgo en fases tempranas (semilla y arranque) sigue estando en España muy por debajo de otras economías europeas. En el año 2012, se han invertido recursos por un importe equivalente al 0,007% del PIB, frente 0,014% de media en la UE. Lideran el ranking países como Irlanda (0,039%), Finlandia (0,034%), Suecia (0,025%) o Reino Unido (0,025%) (gráfico 1.1).

GRÁFICO 1.1  
**INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO EN FASES TEMPRANAS  
 (SEMILLA Y ARRANQUE). EN % SOBRE EL PIB. AÑO 2012**



Fuente: Comisión Europea (<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/>).

Por otro lado, el crecimiento de la actividad del capital riesgo en Europa y, en España en particular, ha sido claramente desigual, favoreciendo una clara preponderancia de compañías ya consolidadas y maduras que se han beneficiado del *private equity* y las compras apalancadas, en detrimento del *venture capital*, dirigido a las empresas en etapas más tempranas de su desarrollo<sup>1</sup> (Lahti, 2011; Mason y Harrison, 2004).

En estas circunstancias, el segmento informal de financiación adquiere un protagonismo indiscutible en la financiación del proceso emprendedor<sup>2</sup>. Se trataría de personas que a título individual deciden aportar su dinero a proyectos *start-up*, si bien dicha aportación puede responder a diversos motivos. Por un lado, se encuentran los conocidos como *Family, Friends & Fools* (3Fs), personas pertenecientes al núcleo más próximo al emprendedor y cuya principal motivación inversora suele responder a cuestiones más afectivas que lucrativas, primando la relación personal sobre la financiera. Por otro lado, se encuentran los inversores privados, quienes, a diferencia de las 3Fs, aportan un capital exigente y de acuerdo a criterios profesionales.

En este último grupo se encuadra la actividad de los conocidos como *business angels*, figura objeto de análisis en este libro. Como detallaremos en próximos capítulos, se trata de personas, generalmente empresarios o directivos con capacidad financiera, que invierten su propio dinero en empresas de nueva o reciente creación con un marcado carácter innovador. Por otro lado, se caracterizan porque no sólo aportan capital sino también un valor añadido a la gestión en forma de conocimientos, habilidades directivas, experiencia o red de contactos (capital inteligente).

En este sentido, la importancia del *business angel* como alternativa financiera se advierte fundamental en las políticas de fomento de la

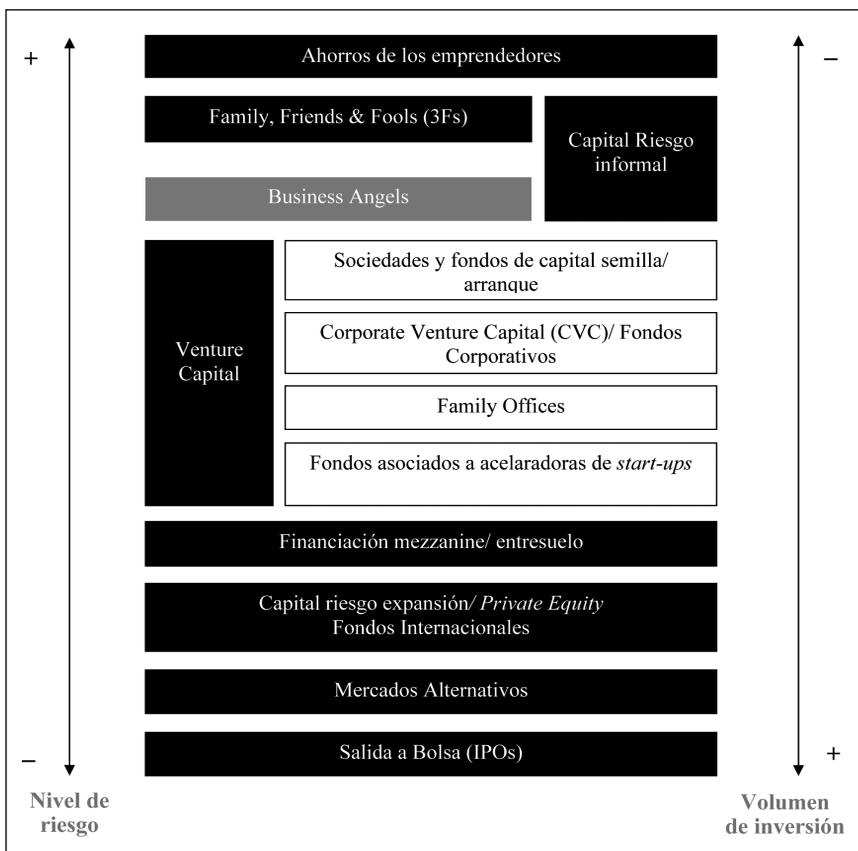
---

<sup>1</sup> El término capital riesgo se utiliza para referirnos de manera indistinta a dos perfiles de inversión claramente diferenciados. Por un lado, el segmento denominado como *venture capital*, que está relacionado con aportaciones de capital dirigidas a empresas en proceso de nacimiento o arranque (etapas iniciales). Por otro lado, la actividad del *private equity*, que incluye operaciones en empresas consolidadas (crecimiento/expansión) o compras apalancadas.

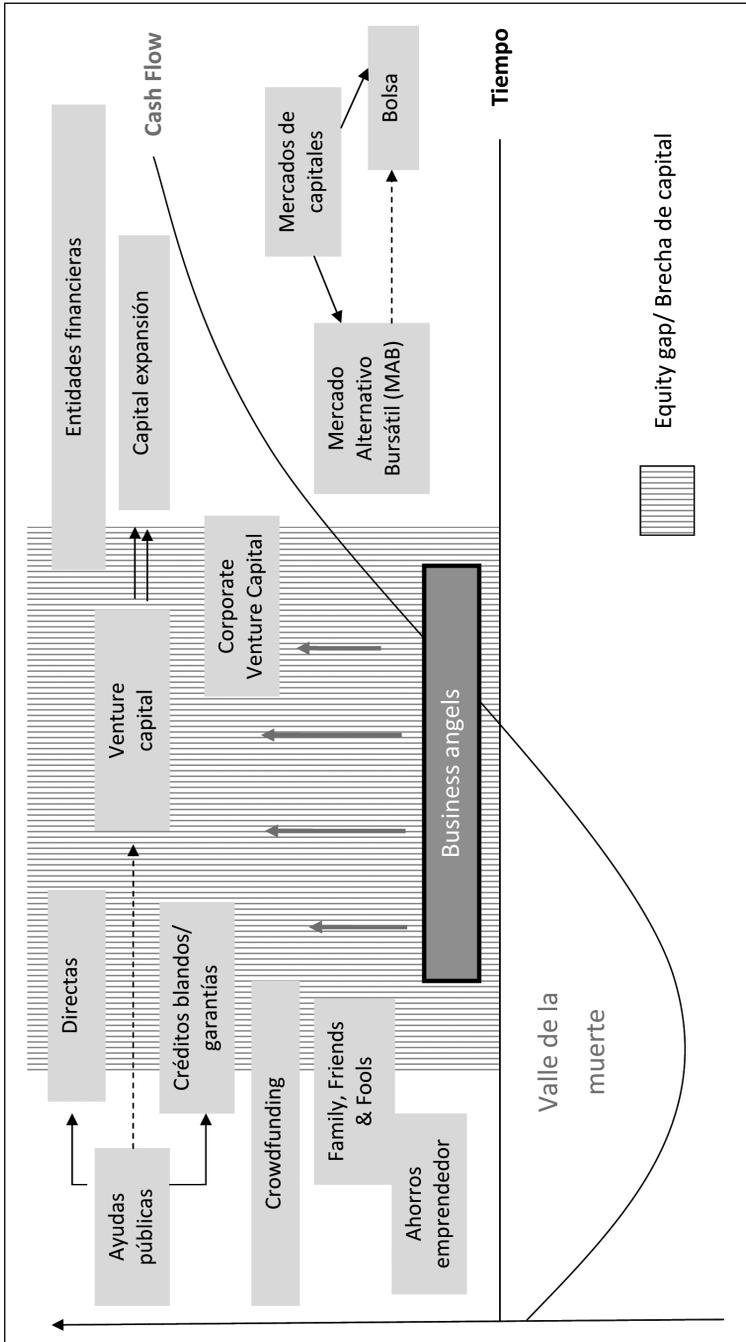
<sup>2</sup> De acuerdo a algunos estudios realizados en Estados Unidos (Riding, 2008; Bygrave y Quill, 2007), los *business angels* invirtieron en proyectos de nueva creación más del doble de los recursos que destinaron los fondos de capital riesgo.

creación de nuevas empresas. En primer lugar, porque ese conocimiento añadido que transfieren puede contribuir a superar el *gap operacional* anteriormente descrito; y, en segundo término, porque permiten reducir el *gap financiero (equity gap)*, especialmente cuando ya se han agotado los fondos provenientes de la familia, los amigos o del propio emprendedor pero el proyecto no ha alcanzado un nivel de desarrollo suficiente como para recibir la atención de entidades financieras o inversores institucionales como los tradicionales fondos de capital riesgo (figuras 1.2 y 1.3).

FIGURA 1.2  
FUENTES DE FINANCIACIÓN EN EL SEGMENTO EMPRENDEDOR:  
PROCESO SECUENCIAL



**FIGURA 1.3**  
**GAP FINANCIERO Y POSICIONAMIENTO DE LOS BUSINESS ANGELS EN LA FINANCIACIÓN DEL PROCESO EMPRENDEDOR**



De esta manera, el *business angel* se convertiría una figura clave en la secuencia de las alternativas de financiación en el segmento *start-up*, evitando que un proyecto emprendedor viable y con expectativas de futuro vea estrangulada sus posibilidades de crecimiento y expansión por una falta de recursos financieros adecuados.

La figura 1.3 recoge las diversas fuentes de financiación a largo del proceso emprendedor, incluyendo el periodo crítico inicial conocido como *valle de la muerte*. Se trata de un momento especialmente complicado, que puede dilatarse más o menos en el tiempo en función del tipo de proyecto, y que se caracteriza por estar vinculado a *cash flows* previstos negativos. Entre otras muchas razones, la superación de esta fase vendrá condicionada por la existencia de recursos financieros adecuados, acordes al nivel de riesgo y la realidad que afrontan los proyectos de negocio en las primeras etapas de su ciclo de vida.

La inversión informal, y los *business angels* en particular, desempeñan un papel clave en este sentido. Sin embargo, existen otras fuentes de financiación específicas para este segmento y que resultan clave para cubrir volúmenes de inversión más elevados (figura 1.2). Si bien la oferta de capital riesgo es limitada en España (gráfico 1.1), es cierto también que se ha comenzado a tejer una pequeña red de operadores y fondos (véase cuadro 1.1), cuya filosofía de inversión está muy orientada a fases tempranas, y que en algunos casos ofrecen un capital muy especializado. En algunos casos, dichos fondos se acompañan de programas de incubación de los proyectos emprendedores que financian (*aceleradoras de start-ups*), ofreciendo a su vez un apoyo en formación, gestión y un espacio de trabajo común donde poder explotar el potencial del proyecto<sup>3</sup>.

La gran ventaja de los fondos o firmas especializadas por sectores (biotecnología, TICs, internet, etc.) es su capacidad para ofrecer un mayor conocimiento del mercado concreto que pretende abordar el

---

<sup>3</sup> Un ejemplo lo encontramos en la iniciativa Wayra, la aceleradora de *start-ups* del grupo Telefónica, que además de aportar financiación a proyectos emprendedores en el área de las TICs, ofrecen un espacio físico de incubación que incluye asesoramiento, formación y soporte tecnológico. Más información en [www.wayra.org](http://www.wayra.org).

CUADRO 1.1  
**RANKING DE INVERSORES EN FASE SEMILLA, ARRANQUE Y EXPANSIÓN  
 EN ESPAÑA. AÑO 2013. POR NÚMERO DE OPERACIONES APROBADAS  
 Y VOLUMEN DE FINANCIACIÓN APORTADO**

		Número de transacciones	Importe total (millones euros)
	1. Wayra	97	5,54
	2. Caixa Capital Risc	15	30,75
	3. Kibo Ventures	14	20,56
	4. Cabiedes & Partners	14	7,68
	5. Mola	14	4,89
	6. Active Venture Partners	7	23,85
	7. Invready Capital	7	11,4
	8. Fides Capital	6	11,66
	9. Gobierno de Navarra	6	6,38
	10. Vitamina K	6	5,45
	11. Seaya Ventures	4	17,99
	12. Bonsai Technologies Group	4	13,8
	13. ADE Capital Sodical	4	8,5
	14. CRB Inverbio	4	5
	15. Faraday Capital Partners	4	5

Fuente: Diario Expansión (31 de marzo de 2014).

emprendedor y, por tanto, garantizan un mayor apoyo en la gestión y un trasvase de conocimiento especializado acorde a la idiosincrasia de las empresas en las que participan. Un ejemplo lo encontramos en los fondos de capital riesgo que invierten en el sector biotecnológico<sup>4</sup>, cuyo conocimiento específico de ese mercado resulta clave para poder comprender el modelo de negocio y las características específicas asociadas a este sector.

El sector público suele ejercer también de agente dinamizador de estos mercados, bien creando sus propios fondos o articulando un sistema de licitación pública (*fondos de fondos*) en virtud del cual entidades privadas de capital riesgo se asocian con el sector público para invertir de manera conjunta en proyectos de negocio de alto potencial de crecimiento. El objetivo de estos *fondos de fondos* es actuar como elemento catalizador y crear un efecto multiplicador con capacidad para atraer y movilizar inversores privados nacionales e internacionales<sup>5</sup>.

De igual forma, son cada vez más las grandes corporaciones interesadas en invertir en nuevos negocios del sector en el que operan. Para ello, empresas como Repsol (cuadro 1.2), Iberdrola o Siemens han constituido sus propios fondos corporativos dirigidos a la inversión en nuevas *start-ups*. Es lo que se conoce como *Corporate Venture Capital* (CVC) (figura 1.2). La motivación en este caso no es estrictamente financiera sino que buscan completar algunas de sus capacidades, encontrar sinergias o acceder a tecnologías disruptivas o en fases nacientes de desarrollo. Por otro lado, los proyectos que reciben financiación a través de estos fondos se aprovechan de ventajas relacionadas con el acceso a la red comercial y de distribución de la matriz, el uso de infraestructuras o el apoyo a la internacionalización.

---

<sup>4</sup> Ejemplos de fondos de capital riesgo especializados en biotecnología en España: Suanfarma Biotech, Ysios Capital y CRB Inverbio.

<sup>5</sup> Un ejemplo lo encontramos en el proyecto FOND-ICO Global liderado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) a través de AXIS, la Sociedad de Capital Riesgo participada al 100% por ICO. Se trata de un «Fondo de fondos» público, dotado en su conjunto por 1.200 millones de euros, y donde fondos de capital riesgo de todo el mundo pueden asociarse con el ICO a través de un sistema de licitación pública.

Junto con las aportaciones directas en forma de capital, existe otra fórmula de financiación conocida como *mezzanine* o de entresuelo (figura 1.2) y que actúa a medio camino entre recursos propios y ajenos. El instrumento más utilizado es el *préstamo participativo* que se caracteriza por devengar un tipo de interés que se compone de un tramo fijo y otro variable dependiente de la evolución de la empresa prestataria<sup>6</sup>.

CUADRO 1.2  
**EJEMPLO DE FONDO DE CAPITAL RIESGO CORPORATIVO:  
 FONDO EMPRENDEDORES DE LA FUNDACIÓN REPSOL**



<b>¿A quién va dirigido?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Proyectos empresariales innovadores que ofrezcan soluciones en materia de ahorro y uso responsable de energía.</li> </ul>
<b>Método</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Proceso de incubación empresarial de hasta 24 meses</li> <li>• Desarrollo y pruebas de producto/Test de mercado.</li> </ul>
<b>Selección de los proyectos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Convocatoria anual → selección de 5 proyectos aproximadamente.</li> <li>• Criterios de selección: validez de los fundamentos científicos y técnicos; nivel de innovación; potencial de viabilidad comercial; impacto económico, social y medioambiental; valoración del equipo emprendedor.</li> </ul>
<b>Aportación del fondo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dotación de entre 6.000 y 12.000 euros/mes por proyecto durante el periodo de incubación.</li> <li>• Equipo de tutores, formación y asesoramiento tecnológico, legal y empresarial.</li> <li>• Espacio físico e infraestructuras del Grupo Repsol.</li> <li>• Ayuda en la búsqueda de financiación: acceso a potenciales inversores.</li> </ul>

<sup>6</sup> Los préstamos participativos quedan regulados por el Real Decreto 7/1996, de 7 de junio, artículo 20, y la Ley 10/1996 de 18 de diciembre.

Por otro lado, la reciente aprobación de las *ECR-pyme* abre la posibilidad de invertir mediante instrumentos de capital y deuda en empresas en sus primeras etapas de desarrollo y expansión. Estas entidades se benefician de un régimen más flexible que el de las entidades de capital riesgo tradicionales ya que pueden hacer un mayor uso de instrumentos financieros de deuda. De esta forma, la participación por parte de una *ECR-pyme* no se circunscribe en exclusiva a la compra de acciones o participaciones sino también a la concesión de préstamos participativos o de cualquier otro tipo de instrumento financiero, tanto de carácter híbrido vinculado a la cuenta de resultados de la empresa beneficiaria como de deuda ordinaria.

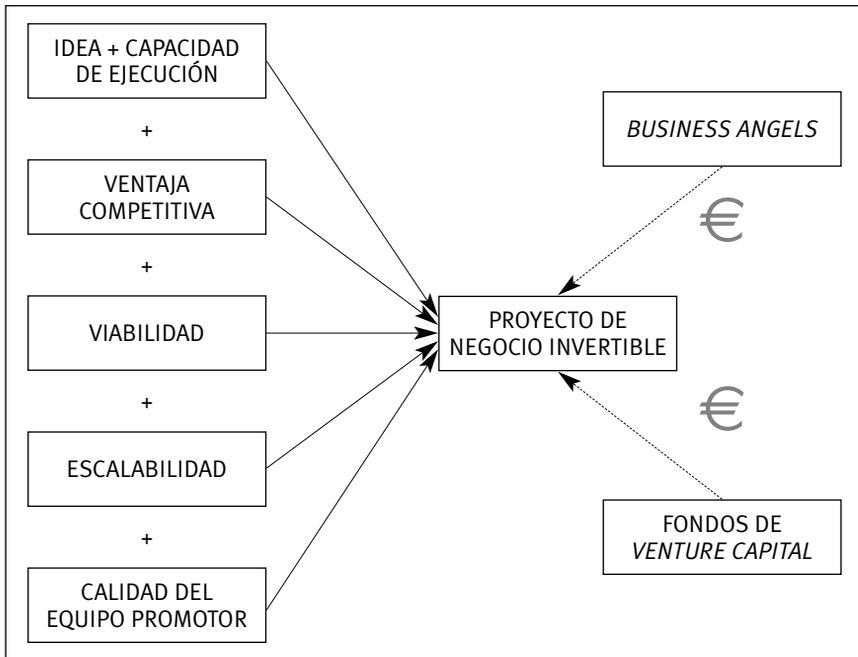
Los mecanismos de salida siguen siendo uno de los retos pendientes para la dinamización de los mercados de capital riesgo. A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, en nuestro entorno prevalece un escaso desarrollo de los mercados de valores, que no cuentan con segmentos que permitan una salida fluida al mercado por parte de empresas en proceso de desarrollo (Nueno, 2009). El desarrollo de mercados bursátiles alternativos en Europa como el *Alternext* en Francia, el *Alternative Invest Market* en Reino Unido o el *Mercado Alternativo Bursátil* (MAB) en España, han tratado de cubrir este hueco, articulando un mercado específicamente dirigido a empresas de reducida capitalización, con unos requisitos, costes y regulación adaptados a las características de estas empresas.

En cualquier caso, es necesario precisar que un proyecto de negocio en fase emprendedora sólo conseguirá atraer la atención procedente de un *business angel* o un fondo de capital riesgo cuando cumpla una serie de condiciones que lo hacen no sólo viable sino también invertible (figura 1.4).

En términos generales, existen tres requisitos fundamentales que debería cumplir una *start-up* para lograr captar fondos procedentes de inversores de esta naturaleza. En primer lugar, explicitar la oportunidad de negocio detectada (ventaja competitiva) y la capacidad del equipo para poder poner en valor una buena idea. En segundo lugar, disponer de un equipo equilibrado con capacidad para desarrollar con

garantías el producto o servicio y, por último, es indispensable que el proyecto sea escalable y cuente con la posibilidad de crecer a una velocidad razonablemente rápida. Esto es así en la medida en que el elevado riesgo que asume el inversor en las primeras fases debe ser compensado con la expectativa de poder obtener unos retornos elevados en el futuro, algo que sólo es factible en proyectos basados en modelos de negocio escalables (véase figura 1.4).

FIGURA 1.4  
**REQUISITOS DE LOS PROYECTOS EMPRENDEDORES RECEPTORES  
 DE INVERSIÓN PROCEDENTE DE BUSINESS ANGELS O  
 FONDOS DE VENTURE CAPITAL**



### 1.3. **BUSINESS ANGEL: CONCEPTO Y DEFINICIÓN**

La mayoría de los estudios se remontan a los inicios del *Silicon Valley* en Estados Unidos como el origen del concepto *business angel* tal y como actualmente se concibe (Colomer *et al.*, 2009). Por aquel

entonces, año 1938, Frederick Terman, director del Departamento de ingeniería de la *Universidad de Stanford*, prestó 500 dólares a dos de sus licenciados, Ben Hewlett y Dave Packard, con el fin de que pudieran desarrollar un proyecto empresarial que con el tiempo acabaría convirtiéndose en una de las principales compañías de la industria electrónica. Lo novedoso en este sentido era que, junto con la aportación económica, contribuyó también a desarrollar el negocio apadrinando sus primeros años de carrera como empresarios.

Actualmente, la esencia de lo que implica ser un *business angel* sigue siendo la misma. Se trata de personas que a título individual invierten su dinero en una iniciativa de negocio, generalmente en fases de lanzamiento o arranque, y que aportan además lo que se conoce como *capital inteligente*, esto es, su conocimiento, experiencia y red de contactos.

Desde un punto de vista académico e institucional, los primeros estudios en torno al mercado de *business angel* surgen en los años sesenta. En concreto, la Reserva Federal de Estados Unidos llevó a cabo algunas investigaciones en torno a la financiación de las NEBT, poniendo de manifiesto la importancia que podían ejercer los *business angel* como una vía muy adecuada para la obtención de fondos en el caso de iniciativas emprendedoras de base tecnológica (Rubenstein, 1958; Baty, 1964).

Sin embargo, de acuerdo con Avdeitchikova *et al.* (2008), será el Profesor William Wetzel de la Universidad de New Hampshire en Estados Unidos quien publique un trabajo de investigación considerado seminal de la investigación académica en torno a la figura de los *business angel*. Bajo el título de «*Angels and informal risk capital*» fue publicado en la revista *Sloan Management Review* en 1983 y en el mismo se explicitan algunas características que permiten por primera vez trazar el perfil de estos inversores. Se trataría fundamentalmente de hombres con cierto patrimonio, emprendedores, que invierten en proyectos de negocio próximos a su lugar de residencia y donde las propuestas de inversión llegan habitualmente a partir de su red de amigos o colegas profesionales.

Sin embargo, y tras 30 años de investigación en el área, uno de los principales obstáculos que aún persiste reside en la inexistencia de una

definición consistente y compartida en torno a este concepto (Mason, 2006; Kelly, 2007). Los investigadores adoptan habitualmente distintos criterios para segmentar la muestra de *business angel*, lo cual dificulta la interpretación y hace que los resultados empíricos obtenidos sean difícilmente comparables. Además, esta falta de armonización en las definiciones es fuente de gran confusión en el mundo académico e institucional, haciendo que no se conozca exactamente a qué nos referimos cuando hablamos de un *business angel*.

No obstante, según Avdeitchikova *et al.* (2008), no hubiera sido deseable la fijación de una definición cerrada o muy restrictiva a este respecto. De acuerdo con estos autores, se trata de un campo de investigación novedoso en el que han ido surgiendo numerosas cuestiones e interrogantes a investigar. En este sentido, el establecimiento de una única definición hubiera impedido o limitado un avance en el desarrollo del cuerpo teórico y empírico que existe en torno a este fenómeno.

En cualquier caso, diversas investigaciones han tratado de aportar definiciones en torno al concepto *business angel*. La más utilizada es la que establecen Mason y Harrison (2008; p. 309). Definen *business angel* como «un individuo con elevado poder adquisitivo que, actuando solo o sindicado formal o informalmente con otros, invierte su propio dinero de manera directa en un negocio no cotizado con el que no mantiene un lazo familiar y que, una vez realizada la inversión, toma parte activa en el desarrollo del negocio, bien como asesor o miembro de la Junta Directiva». De la definición se extraen algunas de las principales características que singularizan la naturaleza del *business angel* como inversor privado:

- *Alto poder adquisitivo*: se trata de personas con capacidad financiera para llevar a cabo inversiones de entre 50.000 y 300.000 euros (Colomer *et al.*, 2009). Funcionan habitualmente con una cartera de entre dos y cinco inversiones ángel aunque su elevado riesgo hace que éstas no superen el 10-15% de su presupuesto total de inversión (Mason, 2006).

- *Invierten su propio dinero*: los *business angel* aportan a título individual su propio dinero a diferencia de los fondos de capital riesgo que se responsabilizan de invertir capital proveniente de fondos de pensiones, bancos u otros inversores.
- *Toman parte activa en empresas no cotizadas*: los *business angel* suelen invertir en proyectos de negocio que se hallan en la primera fase de desarrollo (*seed/start-up*) o bien en una fase de expansión. Frente a las inversiones en empresas cotizadas (de naturaleza pasiva), los *business angel* invierten con la expectativa de mantener una actitud activa en la empresas en las que invierten. Junto con el objetivo de obtener una plusvalía en el medio plazo, aspiran a seleccionar un proyecto empresarial de éxito y disfrutar del espíritu que caracteriza el desarrollo de un proyecto empresarial en sus comienzos. Esta participación activa permite reducir los elevados niveles de asimetría informativa que existen en torno a proyectos semilla, siendo una buena forma de eliminar la selección adversa y el riesgo moral que padecen emprendedores e inversores.

La inversión ángel está asociada por consiguiente al trasvase de dinero inteligente, que incluiría asesoramiento técnico, visión de negocio, búsqueda de clientes potenciales y redes de contactos a disposición de los socios promotores del proyecto. Dicho capital inteligente es probablemente una de las principales razones que hace que las instituciones públicas muestren un gran interés por potenciar el desarrollo de redes de *business angel* en sus respectivos territorios ya que permite cubrir el vacío de financiación o *equity gap* que experimentan los proyectos de negocio en su fase *start-up* y, además, cubrir en parte el déficit competencial (habilidades directivas y marketing) que suele prevalecer en los socios fundadores de muchas de estas iniciativas.

#### **1.4. INVERSIÓN INFORMAL Y BUSINESS ANGELS**

Junto con una falta de precisión en la definición del concepto, existe también cierta confusión en lo que se refiere a la utilización de otros

conceptos alternativos como puede ser el de *inversor informal*, empleado en ocasiones como sinónimo del concepto *business angel*.

Los *business angel* forman parte del segmento informal de inversión existente en todas las economías. Sin embargo, lo cierto es que este mercado de financiación es a su vez muy heterogéneo, no siendo del todo correcto afirmar que los términos *inversor informal* y *business angel* puedan ser utilizados por igual o de manera indistinta.

Mason y Harrison (2000; p. 137) definen *inversor informal* como «personas que a título individual invierten directamente en compañías no cotizadas con las que no mantienen una conexión o lazo de tipo familiar». La principal diferencia con respecto a la figura del *business angel* reside en que no toman parte activa de los proyectos que financian, no produciéndose el trasvase de capital inteligente que caracteriza la inversión ángel.

Se puede apreciar que esta definición excluye del colectivo de inversores informales las aportaciones realizadas por familiares, amigos o personas próximas al emprendedor (círculo 3Fs). De acuerdo con Mason y Harrison (2000) o Maula *et al.* (2005b), estas inversiones están motivadas y fundamentadas en criterios que difieren a los que rigen en el segmento de inversión profesional y, por consiguiente, deben ser excluidas del concepto de *inversor informal*. Además, al venir determinadas por criterios condicionados exclusivamente por los lazos de parentesco u amistad, dichos fondos no cumplirían el requisito de constituir un mercado.

No obstante, la exclusión de este colectivo, también conocido como *love money*, no es compartida por todas las investigaciones realizadas en el área. Su inclusión dentro del mercado de inversión informal está siendo tema objeto de debate en la literatura especializada (Avdeitchikova *et al.*, 2008).

El proyecto *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), por ejemplo, incorpora una definición más amplia del término *inversor informal* incluyendo también para su cómputo las aportaciones procedentes del círculo 3Fs. Reynolds *et al.* (2003) concluyen que estas micro-inversiones cubren un 80% aproximadamente de los recursos externos que

demandan las iniciativas emprendedoras de tal manera que su importancia justifica su inclusión en el mercado informal de financiación.

Erikson *et al.* (2003) incorporan el concepto de *family angels*, como personas que invierten en proyectos con los que mantienen algún lazo de parentesco, y concluyen que, frente a otros inversores informales, los *family angels* invierten en fases más tempranas, en negocios menos innovadores y aportan un capital más paciente (menos presión en salida futura).

Por otro lado, desde un punto de vista práctico o de medición, la inclusión de estas aportaciones puede resultar ambigua, poco homogénea. En función del país en el que nos encontremos, el concepto de familia puede ser más o menos amplio. Así, en países europeos o en Estados Unidos, la sociedad tiene un concepto más reducido o acotado de lo que significa la familia mientras que en zonas de Asia o América del Sur la familia se concibe desde una perspectiva más amplia, considerando en algunos casos incluso a los amigos. Esta ambigüedad puede distorsionar los datos macro respecto a las tasas de inversión informal en el momento en el que se lleven a cabo comparaciones internacionales entre países.

Avdeitchikova *et al.* (2008) tras una revisión exhaustiva de la literatura teórica especializada, proponen una subdivisión del segmento informal de financiación, también llamado capital riesgo informal, en tres figuras:

- i. *Business angel*, como inversores que se involucran de manera activa y aportan capital inteligente a los proyectos en los que invierten.
- ii. *Inversores informales*, como colectivo que incluye no sólo a los *business angel* sino también a otros inversores privados que mantienen una relación o implicación no activa con los proyectos que financian.
- iii. Todos los *inversores no-institucionales*, incluyendo las inversiones realizadas por familiares y amigos de los socios promotores de los proyectos.

En cualquier caso, la literatura teórica en su conjunto subraya que la principal característica o rasgo que hace que un inversor informal pueda ser calificado finalmente de *business angel* radica en su capacidad y disposición para poder aportar su *know how* empresarial, sus habilidades comerciales, su experiencia, su red de contactos o su experiencia acumulada en el sector de actividad (Mason y Harrison, 1995). Es precisamente este valor añadido extra que aporta el *business angel* su principal elemento diferenciador frente a otras inversiones realizadas desde una perspectiva informal<sup>7</sup>.

En este sentido, para que sea calificado como tal, es imprescindible que el *business angel* proporcione un aporte de capital que vaya acompañado de un *know-how* que beneficie el proyecto de negocio. No obstante, esta doble contribución no debe ser necesariamente simétrica, esto es, existen *business angel* que aportan más capital mientras que otros se basan en mayor medida en la experiencia y el *know-how* que son capaces de transmitir.

No obstante, por el momento no existe o rige un criterio general que determine qué nivel de contribución es el mínimo necesario para que un inversor privado pueda ser calificado de *business angel*. La determinación de un criterio más o menos laxo en este sentido puede hacer que los resultados obtenidos sean bien diferentes. Otro elemento objeto de discusión reside en la inversión media mínima que debería realizar un inversor privado para que sea considerado un *business angel*. Pese a que se trata de un criterio relevante (Sörheim y Landström, 2001), el establecimiento de un requisito mínimo a este respecto puede resultar problemático cuando se realicen comparaciones entre países ya que dicho valor está directamente relacionado con variables macroeconómicas como el PIB per cápita o el nivel de renta (Avdeitchikova, 2008). En este sentido, no se establecen valores mínimos a este respecto.

---

<sup>7</sup> Este es el criterio que se adoptará en el trabajo para poder identificar en el segmento informal de inversión aquéllos que responden al perfil *business angel*.