

INFORME
**BUSINESS
ANGELS**

2022

LA INVERSIÓN EN *STARTUPS*:
ACTIVIDAD Y TENDENCIAS

MAYO DE 2022

ESTUDIO PUBLICADO POR:



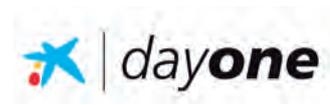
AUTORES: JUAN ROURE, LAURA CABALLERO Y AMPARO DE SAN JOSÉ
IESE BUSINESS SCHOOL – UNIVERSIDAD DE NAVARRA



INSTITUTIONAL PARTNER:



FINANCIAL PARTNER:



CON LA COLABORACIÓN DE:

HF LEGAL

PRÓLOGO

BUSINESS ANGELS Y COVID-19



Como cada año, la **Asociación Española de Business Angels Networks** presenta el informe que recopila la actividad de los *business angels* en España.

Los datos agregados de la actividad de inversión directa en etapas iniciales siguen mostrando un crecimiento muy significativo, tanto en **número de operaciones** como en **valoraciones y acumulados de inversión**.

Al duro **impacto del covid-19** en la sociedad y la economía, y sus posteriores efectos en la **cadena de suministro logístico**, hay que sumar ahora los efectos sociales y estructurales devastadores de la **invasión de Ucrania**. **Estas crisis añaden más situaciones de riesgo que pueden perjudicar a la economía**.

Desde AEBAN, somos conscientes de nuestro papel en la recuperación económica, en la **creación de nuevos empleos de alto valor añadido** y en la mejora general de la productividad, que a medio y largo plazo son la mejor medicina para volver a generar empleo, estabilidad y desarrollo económico.

Como siempre hemos dicho, “más y mejores *business angels*, y redes que faciliten su formación y la obtención de *deal flow* de calidad, serán piezas clave para la tan necesaria **recuperación de empleo** en los próximos años”.

Desde la Junta Directiva, en representación de todos los miembros de AEBAN, agradecemos a CaixaBank y a ICEX-Invest in Spain su continuo apoyo y contribución a la asociación. Para la generación de este informe anual, hemos contado también con la estimable colaboración de HF Legal.

José María Casas y Marta Huidobro
PRESIDENTE Y VICEPRESIDENTA DE AEBAN

AEBAN

AEBAN es la Asociación Española de Business Angels Networks y otros agentes de la inversión privada en fases iniciales.

Constituida en noviembre de 2008 al amparo de la Ley 1/2002, AEBAN tiene como misión promocionar la actividad de las redes, grupos y clubs de inversores, así como de aquellos agentes que realicen actividad de inversión privada en etapas iniciales tales como *family offices*, sociedades y fondos de inversión, aceleradoras, incubadoras y *venture builders*, plataformas de *equity crowdfunding* y empresas que realicen actividades de *corporate venturing*.

A 31 de diciembre de 2021, AEBAN contaba con 28 socios y presencia en 9 comunidades autónomas.

Los objetivos de AEBAN son los siguientes:

- Aglutinar todas las redes de inversores privados y otros agentes que realicen actividades de inversión privada en etapas iniciales y servir de foro de intercambio de información, experiencias y proyectos entre ellos y las Administraciones Públicas, instituciones de enseñanza y cualesquiera otras entidades o instituciones interesadas en los fines de la asociación.
- Promover la reflexión sobre cuestiones específicas que afectan a los inversores privados, ejerciendo el papel de interlocutor con instituciones públicas o privadas, así como con Administraciones Públicas, en relación a la promoción de la actividad inversora en etapas iniciales.
- Fomentar el aprendizaje y la actualización constante de conocimientos entre los miembros de la asociación, identificando, promoviendo y compartiendo las “mejores prácticas” en el desarrollo de la actividad y en los procesos de inversión.
- Promover la realización de estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada y difundir información sobre el sector.

JUNTA DIRECTIVA



José María Casas
Presidente
IESE BAN

Business angel +25 inversiones
Premio Nacional a la Mejor Desinversión
IESE Lecturer of Entrepreneurship



Marta Huidobro
Vicepresidenta
WA4STEAM

Business angel +25 inversiones
Presidenta de WA4STEAM
Socia de Pinama 17 y Cupido Capital
Premio Mujer Inversora 2021, Big Ban Inversores Privados
Economista, MBA del IESE y máster en Transformación social competitiva



Luis Gosálbez
Secretario
SEEDROCKET

Abogado, emprendedor y *business angel*
Socio director de Metricson
Cofundador de Metacorp y Terminis



Pedro Trucharte
Tesorero
MADBAN

Socio director de Madrid Business Angels Network (MADban)
Responsable de Relación con Inversores en Tquity



Jaime García-Murillo
Vocal
GRUPO PADEINVEST

Socio fundador Grupo Padeinvest (Club de Business Angels) +40 inversiones
Premio a la mejor red de *business angels* 2013
Licenciado en Derecho y PADE IESE



Victoria Majadas
Vocal
BigBAN Inversores Privados

Ingeniero Telecomunicaciones y MBA
Business angel +15 participadas
Presidenta BigBAN Inversores Privados
Socia fundadora de Smart to People



Alejandro Palazuelos
Vocal
AD Ventures

Emprendedor y *business angel* +20 inversiones
Presidente de AD Ventures Startup Venture Builder
Ingeniero de Telecomunicaciones y EMBA IESE



Almudena Recio
Vocal
CRECER+

Licenciada en Derecho (especialidad económica) por la Universidad de Deusto
Coordinadora de la red de *business angels* Crecer+



Ramón Saltor
Vocal
DOZEN INVESTMENTS

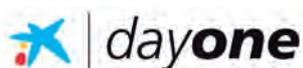
CEO de Dozen Investments



Fernando Zallo
Vocal
ESADE BAN

Director de ESADE BAN (ESADE Business Angels Network)
Emprendedor y consultor, vinculado con proyectos de emprendimiento

MIEMBROS DE AEBAN



Galicia



País Vasco



Madrid



Islas Baleares



Comunidad Valenciana



Castilla-La Mancha



Andalucía



Comunidad Canaria



RESUMEN EJECUTIVO

El estudio AEBAN 2022 repasa la actividad que han desarrollado los inversores privados en 2021 a partir de una encuesta a la que han respondido más de 120 *business angels*. Algunos de los elementos más significativos que caracterizan su actividad son los siguientes:

- 2021 ha sido un año de intensa actividad *angel* en línea con la tendencia de mercado de otros segmentos de inversión posteriores.
- Los *business angels* han seguido facilitando financiación a las *startups* en las que ya habían invertido. El 79% de ellos han invertido en *startups* de su cartera (*follow-on*).
- El alcance geográfico de inversión se mantiene bastante similar al del año anterior. Casi dos tercios de los encuestados invierten en todo el país, no solo en su ámbito local más cercano, y se consolida la proporción de los que están activos internacionalmente, que se sitúa en torno al 27%, un porcentaje muy similar al 30% de 2019.
- Los inversores buscan y encuentran oportunidades en sus referentes más cercanos, en los propios emprendedores y en las redes de *business angels*. Esta última fuente es la más popular y supone una entrada visible para aquellos emprendedores menos conectados con el ecosistema. Los eventos se posicionan en 2021, gracias a la relajación de las medidas de aislamiento social, como otra fuente importante de proyectos.
- El segmento de inversión en etapas tempranas cada vez está más interconectado. Una proporción relevante de *business angels* invierte a través de fondos de capital riesgo (36%) y plataformas de *crowdequity* (29%), además de realizar inversiones directas en *startups*.
- Tecnología y software (39%), salud y equipos médicos (33%) y biotecnología (29%) son los sectores que han despertado más interés entre los inversores en 2021.
- La valoración de las *startups* se ha multiplicado, con una mediana de 925.000 euros en etapa pre-semilla, 2,2 millones en semilla y 7,2 millones en pre-serie A¹. Uno de los cambios relevantes acontecidos durante 2021, en línea con la tendencia observada en ejercicios previos, es un incremento generalizado de las valoraciones *pre-money* de las compañías en las operaciones realizadas. Este incremento no es solo un fenómeno español o del sector de la inversión *angel*, sino que también se ha producido en el resto de Europa y Estados Unidos.

¹ Definición de los segmentos pre-semilla, semilla y pre-serie A en página 11.

El estudio AEBAN 2022 incorpora el análisis de posibles cambios en el comportamiento y las expectativas de los *business angels* en vista a determinadas tendencias que se van consolidando en el ecosistema. Las respuestas de los *business angels* aclaran algunas de las incógnitas más habituales:

- Los inversores tienden a priorizar las necesidades de su cartera antes de embarcarse en nuevas inversiones, como muestra que el 79% hayan completado operaciones de *follow on*.
- La inversión *angel* sigue teniendo una asignatura pendiente en la incorporación de mujeres a esta actividad. Aun así, cabe destacar que el 30% de los encuestados en esta edición del informe que han indicado su género son mujeres. Se trata de una cifra muy superior al 10% de 2019 y a los porcentajes previos. Esto se explica en cierta medida por las asociaciones de *business angels* y grupos de mujeres inversoras muy activas y concienciadas con la labor de divulgación de su actividad. Cada vez hay más fundadoras de *startups*. De sus ejecutivas, la mitad ocupa puestos de dirección general.
- Una de las importantes tendencias a seguir es la presencia de inversores extranjeros, ya que en 2021 más del 40% de los encuestados compartieron alguna inversión con un *business angel* extranjero. Esta cifra es menor (35%) cuando se trata de fondos de inversión internacionales. Por tanto, se ob-

serva una “pérdida de componente local” de las inversiones. Este carácter más internacional se origina en parte por el interés de inversores internacionales en el ecosistema innovador español, que no se ha frenado a pesar del escenario pandémico.

Aunque a grandes rasgos el perfil de los inversores se mantiene relativamente estable a lo largo de los años, se pueden observar algunos cambios o tendencias. Entre ellos:

- La mayor parte de los *business angels* en España responde al perfil de alto directivo, fundador o CEO de una empresa consolidada, mientras que se ha reducido el peso de los fundadores de *startups*, que había crecido en años anteriores.
- Tecnología, salud, banca y finanzas siguen siendo los sectores de los que más a menudo provienen los inversores.
- El *ticket* medio que un *business angel* invierte en una *startup* se sitúa claramente en cifras inferiores a 25.000 euros. Esto obliga a los emprendedores a articular operaciones con un mayor número de inversores a la vez que facilita la diversificación de estos.
- Los *business angels* suelen dedicar menos de cinco días al mes a sus inversiones y la mayoría solo presta asesoramiento estratégico, ya que únicamente el 21% están presentes en los consejos de administración de las *startups*.

LA ENCUESTA 2022

Al igual que en años anteriores, la encuesta AEBAN 2022 pretende abordar las principales variables de la inversión *angel* a la vez que consigue el mayor número posible de respuestas. Conocedores de la dificultad de las encuestas con un gran número de preguntas o cuyas respuestas no surgen de la reacción inmediata, la encuesta AEBAN incluía 32 preguntas para poder analizar la actividad de los principales actores del sector durante el año 2021. Por ello, el enfoque al definir los contenidos del estudio supone un compromiso entre representatividad y profundidad de los aspectos analizados.

La encuesta se ha distribuido a través de las redes de *business angels* miembros de AEBAN, la base de datos de inversores privados propia del equipo académico y otros agentes e instituciones del ecosistema inversor. La encuesta se lanzó el primer día de diciembre y permaneció abierta hasta el 15 de enero de 2022.

Para la tabulación se han tenido en cuenta 124 respuestas válidas. No todos los inversores han respondido a todas las preguntas, por lo que se indica en qué casos el número de respuestas es inferior a 50 para que se tenga en cuenta su representatividad.

El estudio contempla las operaciones realizadas a través de plataformas de *crowdequity* en los casos de *business angels* que también realizan inversiones directas

Algunos conceptos y aclaraciones específicos merecedores de mención:

- Definición de *business angel*: AEBAN no especifica una serie de criterios o condiciones que definan de forma rígida el perfil o la actividad de un *business angel*. Por lo tanto, el estudio no incorpora este requisito para la identificación o validación del perfil de quienes responden. Encuestas similares como la de UK BBAA considera *business angels* a aquellos inversores que han entrado a formar parte del accionariado de una empresa con la que no tienen vínculos familiares. Excluye, sin embargo, aquellas inversiones realizadas a través de plataformas de *crowdequity*. Para el estudio AEBAN no se ha hecho esa distinción. Sin embargo, la encuesta excluye a inversores que únicamente invierten a través de plataformas.
- La inversión individual más pequeña realizada en una *startup* y reportada en este estudio asciende a 1.000 euros.
- Etapas de la inversión: para este estudio se ha definido la fase pre-semilla como la fase idea, sin tracción en el mercado y con grandes necesidades de capital para salir al mercado. Se considera fase semilla aquella

en la que una *startup* ha validado su modelo de negocio y tiene algo de tracción en el mercado o un prototipo funcional/ no funcional, con posibilidad de pivotar su modelo de negocio. La fase pre-serie A comprende un periodo más largo, desde que el producto o servicio se ha lanzado al mercado, ya tiene fuerte demanda, clientes recurrentes, facturación, rentabilidad, equipo y puede empezar a funcionar hasta que se completa una serie A. En general, en España este recorrido implica completar más de una ronda de inversión en la que participan *business angels*, plataformas de *crowdequity* y cada vez más fondos de capital riesgo, que coinvierten en este tramo con los inversores más habituales de esta fase.

La encuesta AEBAN también ha tratado de recoger sucintamente algunas de las principales tendencias de interés actual, como la inversión de los *business angels* extranjeros en España y de los españoles en el exterior, así como la presencia de mujeres en los equipos directivos o los consejos de administración de las *startups*. Para ello incorporó algunas preguntas adicionales, sin comprometer el objetivo de brevedad que necesita mantener.

ACTIVIDAD DE LOS *BUSINESS* *ANGELS* EN 2021

2021 fue un año de intensa actividad para la inversión en *startups*, fundamentalmente por el acompañamiento de los inversores a las *startups* en cartera. Además, se redujo el porcentaje de inversores que no llevaron a cabo ninguna operación, lo que pone de manifiesto que la actividad de inversión de los *business angels*, aun siendo más esquivada y compleja, sigue consolidándose y madurando conforme estos van acumulando experiencia. También fue un año de mucha actividad para los fondos de capital riesgo, ya que el volumen de inversión en 2021 supuso el segundo mejor registro histórico, solo por detrás del registrado en 2019.

Según las principales fuentes de datos, mientras la inversión a través de fondos de capital riesgo se disparó en 2021, multiplicando casi por 3,5 la inversión del año anterior, hay otros tipos de inversión, como la corporativa o la realizada a través de plataformas de *crowdfunding*, que redujeron ligeramente su actividad: la corporativa completó un 5% menos de operaciones y el *crowdfunding* redujo un 28% el número de operaciones, según Fundación

Innovación Bankinter¹. La expansión de la inversión fue incluso más notable en Estados Unidos, con 329.900 millones de dólares².

Parece que 2021 fue el año del capital privado, con un total de 7.494 millones de euros invertidos en 841 operaciones³, lo cual refleja la superación de la situación pandémica. También fue un año histórico para el *venture capital*, con una inversión de 1.942 millones de euros en 691 operaciones, lo cual supera todas las cifras precedentes. Todo esto demuestra el dinamismo del ecosistema en 2021 y la madurez que va adquiriendo el capital privado. Además, constituye una excelente noticia para los inversores *angel*, ya que permite asegurar la financiación del crecimiento de las *startups* de sus carteras y brinda la oportunidad de dar salida a los inversores en fases más tempranas.

En el ámbito de la inversión *angel*, las cifras disponibles para el año 2021 en Estados Unidos también suponen la recuperación respecto a 2020, con unas cifras de inversión incluso superiores a las de 2019⁴.

En Europa, las cifras disponibles⁵ de un ecosistema como el escocés indican el doble de inversión respecto a 2020 y un crecimiento del 70% respecto a 2019, que había sido un año record⁶.

En línea con estas tendencias, los *business angels* en España han seguido incrementando su cartera de inversiones en 2021. La mayoría de ellos (63%) añadieron entre una y cinco inversiones a su cartera, mientras que el 22% superaron las cinco operaciones.

Solo el 15% de los inversores indica que no realizó ninguna operación en 2021, mientras que en el año anterior suponían el 23%. Las ra-

zones para no invertir en un año determinado pueden ser variadas, desde la falta de oportunidades a la reconsideración de la actividad o la priorización de otro tipo de ocupaciones o activos. En este caso, el número de inversores que pasa un año “en blanco” se ha reducido en ocho puntos porcentuales tras el efecto covid de 2020.

Como era de esperar, una buena parte de los inversores retomaron la actividad tras un parón temporal por el efecto covid y gracias a la recuperación de la confianza en la actividad inversora y las *startups*.

Los inversores no solo han estado activos a la hora de incorporar nuevas inversiones a su cartera, sino que muestran un importante compromiso de acompañamiento y financiación del crecimiento de las *startups* que ya tienen en cartera. En 2021, el 79% realizaron inversiones en *startups* en las que ya había invertido (*follow-on*). Se trata de un porcentaje bastante superior al de 2020 (49%), que mantiene la tendencia al alza respecto a años anteriores.

1 Fundación Innovación Bankinter (2022). “Informe anual de tendencias de inversión en España 2021”

2 <https://pitchbook.com/news/articles/2021-record-year-us-venture-capital-six-charts>

3 ASCRI (2021). “Informe de actividad venture capital & private equity en España”

4 Weil, D. (5 de noviembre de 2021). The Risks and Rewards of Angel Investing. *The Wall Street Journal*.

5 Los principales informes sobre la actividad *angel* en Europa durante 2021 no estaban disponibles en el momento de publicar este estudio.

6 <https://ukbaa.org.uk/blog/2022/02/03/angel-investment-in-scotland-almost-doubled-in-2021/>

EVOLUCIÓN DE LA CARTERA VIVA DE LOS INVERSORES

La entrada de nuevos inversores en el ecosistema, la ralentización de actividad de los que han accedido más recientemente y el incremento de los que tienen más de 20 inversiones, principalmente por la escasez de desinversiones, han marcado la evolución de la cartera viva, dando lugar a carteras con mayor número de *startups* (ver figura 2). Han aumentado un 8% los encuestados que tienen más de 20 inversiones en cartera y un 4% los que tienen entre una y cinco. Por el contrario, disminuyen el 11% aquellos que tienen entre seis y 20 inversiones activas.

Estos dos elementos apuntarían a una creciente diversificación entre los inversores y una buena progresión para avanzar hacia la madurez y profesionalización del sector.

Es importante señalar que el aumento de *business angels* que tienen entre una y cinco inversiones demuestra el interés creciente por la actividad de inversión por parte de nuevos actores en el ecosistema a pesar de que se ralentice la actividad de los que han entrado más recientemente.

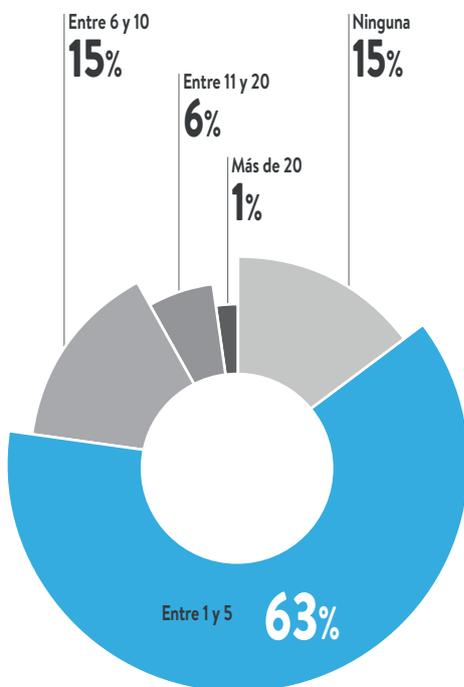


Figura 1.
Inversiones realizadas en 2021

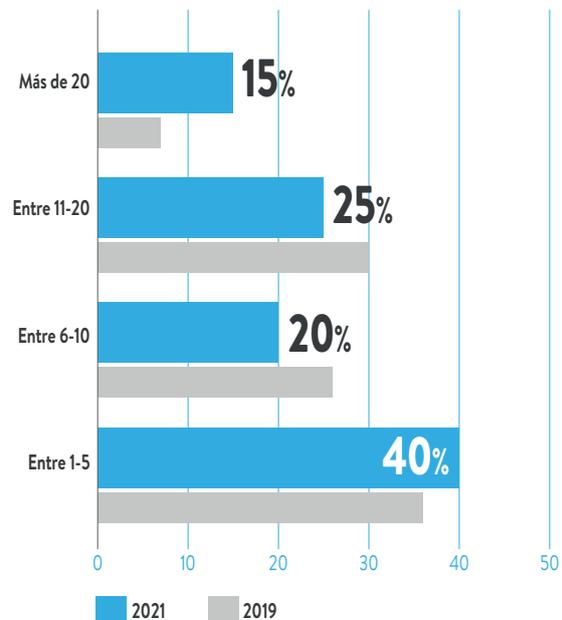


Figura 2.
Inversiones en cartera

Esta tendencia contribuye por otra parte a la creciente acumulación de experiencia en el sector, lo que se deja ver claramente en la evolución del número de inversiones realizadas por cada inversor desde que empezó su actividad.

Los *business angels* que acumulan más de 20 *startups* en su cartera han ido aumentando paulatinamente desde 2015 y han pasado del 22% en 2019 al 24% en 2021 (ver [figura 3](#)). Esto supone una clara tendencia de consolidación inversora por parte de perfiles que ya tienen trayectoria y siguen apostando por este sector, manteniendo e incrementando carteras cada vez más sólidas, a la vez que pone de manifiesto una ralentización de las desinversiones.

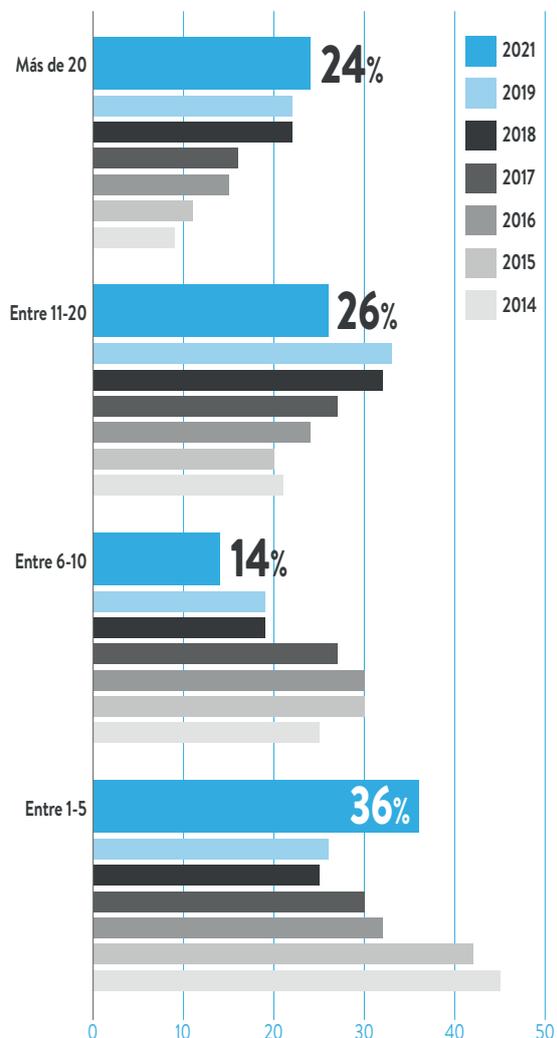


Figura 3.
Número de operaciones acumuladas

El aumento de *business angels* con más de 20 inversiones en cartera pone de manifiesto la ralentización de las desinversiones

ÁMBITO GEOGRÁFICO DE INVERSIÓN

En cuanto al alcance geográfico de la actividad de los inversores, su radio de acción ha experimentado una notable ampliación en los últimos años. El 60% de los *business angels* ya actúan en todo el país (ver figura 4), un porcentaje que ha crecido considerablemente respecto a la situación previa a la pandemia. En 2018 suponían el 49% y en 2019 únicamente el 39%. El incremento de los encuentros y

actividades de inversión online desde el inicio de la pandemia puede ser el detonante de esta tendencia a no buscar tanto la cercanía geográfica de la inversión. También parece haber impulsado la tendencia cada vez más consolidada de participación de los inversores en operaciones internacionales.

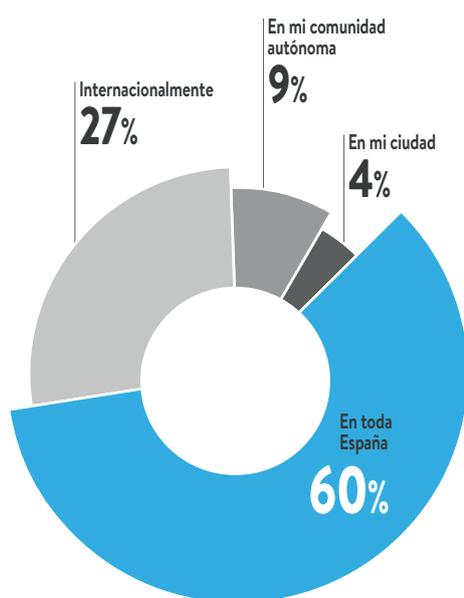


Figura 4.
Ámbito geográfico de inversión

Las encuentros online, impulsados por la pandemia, pueden haber contribuido a ampliar el ámbito geográfico de la actividad inversora

LAS REDES DE *BUSINESS ANGELS*: FUENTES DE OPORTUNIDADES

A la hora de encontrar oportunidades, los inversores siguen confiando en las redes de *business angels* (ver figura 5), que se consolidan como la opción principal desde la primera edición de la encuesta en 2016. Estas redes juegan un papel muy importante en la dinamización del mercado. Por una parte, suponen una puerta de entrada a la actividad que permite a los inversores aprender y compartir experiencias mientras dan sus primeros pasos. Y, por otra, aseguran la visibilidad necesaria para aquellos emprendedores menos conectados con el sistema y que no han pasado por aceleradoras, eventos u otro tipo de intermediarios o facilitadores.

Amigos, socios y conocidos son la siguiente fuente de oportunidades más importante. Casi la mitad de los encuestados han recurrido a ellos a la hora de identificar oportunidades de inversión.

Al mismo tiempo, el contacto directo con emprendedores pierde relevancia a la hora de cerrar operaciones, ya que en 2020 recurrieron a esta vía el 53% de los encuestados, mientras que en 2021 solo la utilizaron el 38% de los inversores. Esto pone en valor la labor de las redes de *business angels* y su trabajo de filtrado y análisis de oportunidades, que aporta calidad al proceso de selección de inversiones.

Los eventos, no considerados en años anteriores, han aparecido con fuerza como un recurso para el 27% de los inversores.

Vale la pena señalar una fuente de oportunidades de inversión por ahora poco significativa pero que irá cobrando relevancia en los próximos años, como es la transferencia tecnológica de proyectos científicos y de investigación procedentes del entorno universitario, centros tecnológicos y parques científicos.

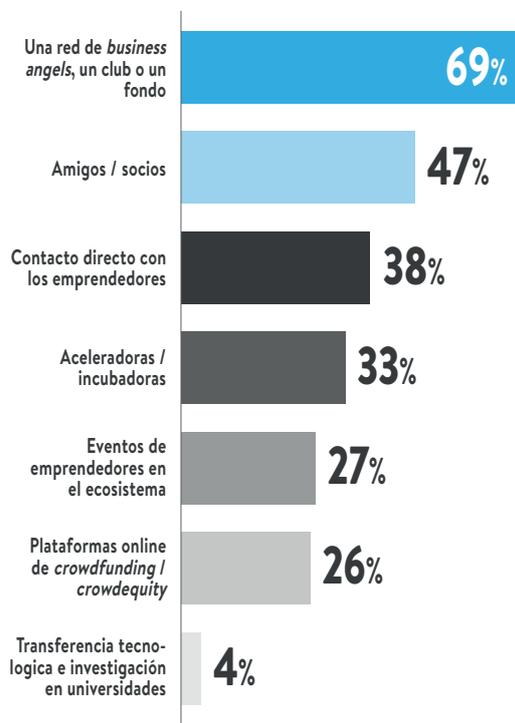


Figura 5. Relevancia de las fuentes de dealflow

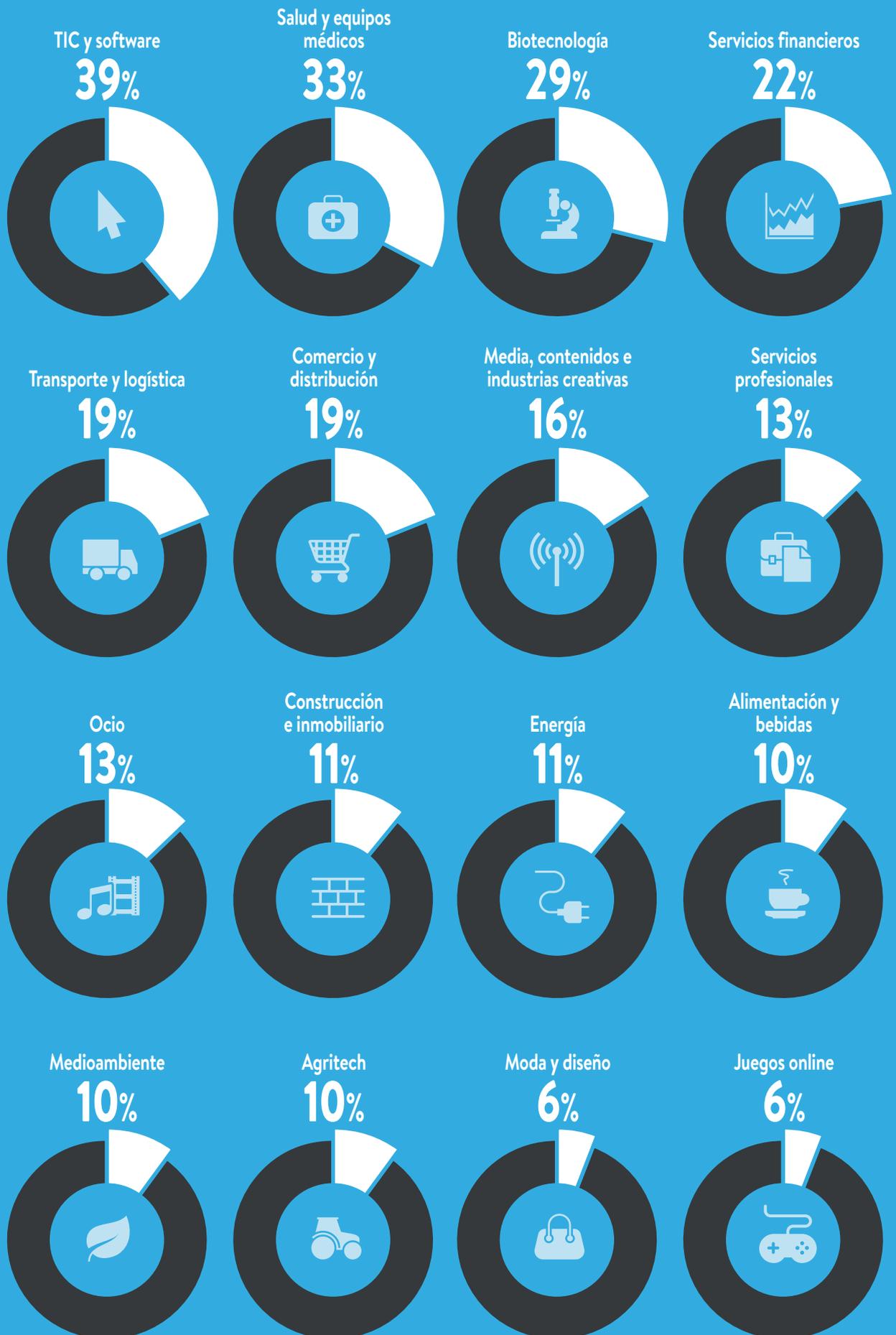




Figura 6.
Sectores de inversión en 2021

SECTORES DE INTERÉS EN 2021

Varios sectores concentran una buena parte de las operaciones de inversión que se han producido en 2021 (ver figura 6). Entre los más favorecidos por el interés de los inversores se encuentran TIC y software, salud y equipos médicos, biotecnología y, en menor medida, servicios financieros.

- TIC y software son los principales sectores de inversión, ya que casi cuatro de cada diez *business angels* han realizado alguna inversión en estas áreas.
- Salud y equipos médicos es la segunda área de interés, ya que ha atraído la inversión de un tercio de los encuestados.
- Biotecnología ostenta la tercera posición, con un 29% de inversores que han realizado operaciones en ese sector.
- Los inversores en servicios financieros (*fintech* e *insurtech*) quedan relegados a la cuarta posición, pero suelen ser un colectivo relevante, año tras año, en España y en otros países, copando las primeras plazas en los principales ecosistemas mundiales.

Pese a que TIC y software sigue siendo el área que atrae más interés entre los inversores, hay que señalar que ha perdido tracción respecto a años anteriores.



VALORACIÓN DE LAS STARTUPS EN LAS INVERSIONES REALIZADAS

Uno de los cambios relevantes acontecidos en 2021 fue el incremento generalizado de las valoraciones *pre-money* de las compañías en las operaciones realizadas.

Este encarecimiento no es solo un fenómeno español o del sector de la inversión *angel*, sino que también se ha producido en el resto de Europa y Estados Unidos.

En Europa, la valoración media de las *startups* que recibieron financiación *angel* y semilla se incrementó en cuatro millones de euros¹, con lo que aumentó un 30% respecto al año 2020. El miedo de los inversores a dejar escapar buenas oportunidades contribuyó a que firmasen

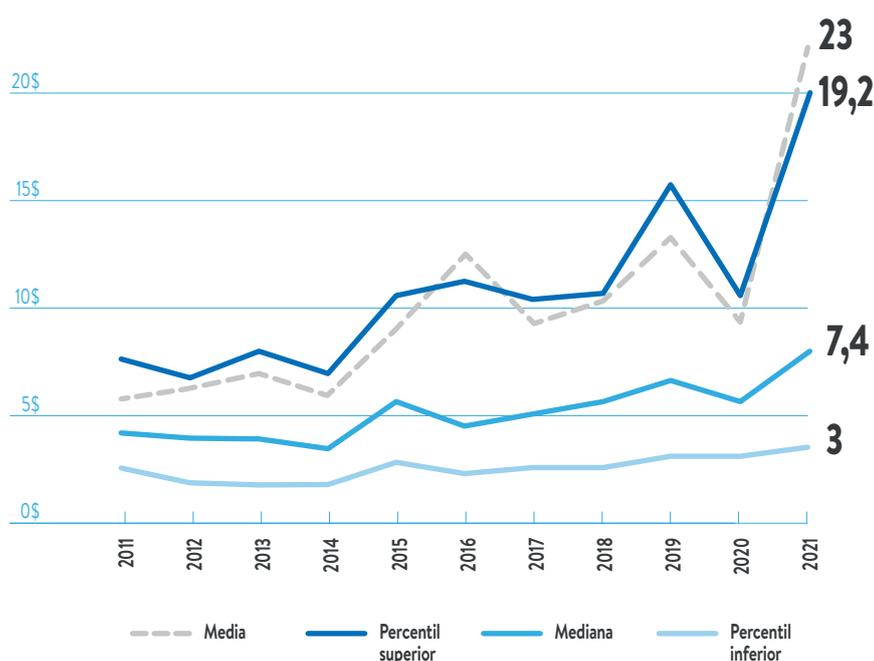
operaciones notablemente mayores, en especial en aquellas empresas que muestran tracción inicial. Este fenómeno no es exclusivo de las etapas iniciales, sino que en las más avanzadas de capital riesgo también han aparecido un buen número de nuevos unicornios europeos. En total, ya son 128, con una valoración combinada de 329.700 millones de euros, casi el triple de su valor en 2020 (Pitchbook, 2022).

En Estados Unidos las valoraciones del segmento *angel* (sin semilla) se han incrementado muy notablemente (ver *figura 7*). Como se aprecia en el gráfico inferior, la mediana ha alcanzado los 7,4 millones de dólares, con una media disparada a 23 millones por el efecto de las grandes operaciones en las que participan los fondos de capital riesgo. Una cuarta parte de las operaciones superan los 19,2 millones de dólares.

¹ <https://pitchbook.com/news/articles/2021-europe-vc-valuations-charts>

² fuente: PitchBook Data (2022). "US VC Valuations Report: 2021 Annual"

Figura 7. Valoración de las operaciones *pre-money* de los *business angels* en EEUU (en millones de dólares)²



	2021	2019	2018	2017	2016	
Valoración máxima	30.000.000 €	7.500.000 €	7.000.000 €	8.000.000 €	13.000.000 €	
Mediana	CUARTIL 4	3.825.000 €	3.000.000 €	700.000 €	912.000 €	1.500.000 €
	CUARTIL 3	2.200.000 €	2.000.000 €	700.000 €	912.000 €	800.000 €
	CUARTIL 2	987.500 €	1.000.000 €	250.000 €	250.000 €	500.000 €
Valoración mínima	7.000 €	25.000 €	1.000 €	25.000 €	3.000 €	

Figura 8.
Valoración pre-money semilla

	2021	2019	2018	2017	2016	
Valoración máxima	80.000.000 €	35.000.000 €	50.000.000 €	20.000.000 €	21.600.000 €	
Mediana	CUARTIL 4	13.125.000 €	6.100.000 €	5.000.000 €	3.500.000 €	2.500.000 €
	CUARTIL 3	7.200.000 €	4.000.000 €	2.400.000 €	2.250.000 €	1.700.000 €
	CUARTIL 2	3.950.000 €	1.950.000 €	1.500.000 €	1.500.000 €	1.000.000 €
Valoración mínima	10.000 €	400.000 €	50.000 €	25.000 €	10.000 €	

Figura 9.
Valoración pre-money pre-serie A



En España también se ha producido un incremento importante de las valoraciones en 2021 respecto a 2019 tanto de las inversiones en la etapa semilla (ver [figura 8](#)) como en pre-serie A (ver [figura 9](#)), sobre todo por el sobrecalentamiento de la oferta de capital disponible. Es especialmente llamativa la valoración máxima en el caso de las prime-

ras (con prototipo y validación del modelo de negocio, que puede pivotar), ya que alcanza los 30 millones de euros, una cifra nunca registrada hasta ahora y que multiplica por cuatro la cifra alcanzada en 2019. De todas formas, hay que tomar con cierta prudencia este dato, ya que podría corresponder a un *one-off*.

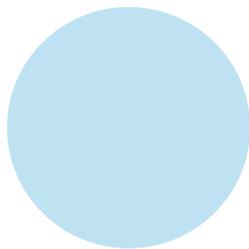


Figura 10.
Valoración de las startups
por grado de madurez

	Pre-semilla	Semilla	Pre-serie A
Valoración máxima	20.000.000 €	30.000.000 €	80.000.000 €
Mediana	CUARTIL 4	1.850.000 €	3.825.000 €
	CUARTIL 3	925.000 €	2.200.000 €
	CUARTIL 2	375.000 €	987.500 €
	CUARTIL 1	3.000 €	7.000 €
Valoración mínima	3.000 €	7.000 €	10.000 €

El sector pre-semilla (fase idea) experimentó valoraciones máximas extremadamente altas en 2021 (ver [figura 10](#)), aunque la muestra podría estar distorsionada por algún *one-off*. Como se observa tanto en Europa como en Estados Unidos, la entrada de fondos de capital riesgo en el segmento de inversión más temprano ha incrementado notablemente sus valoraciones.

El sobrecalentamiento del capital disponible también influye en la evolución de las valoraciones de las compañías en etapas posteriores a semilla. El incremento de las valoraciones en el segmento pre-serie A (caracterizado por una fuerte demanda en el mercado, clientes recurrentes, facturación, rentabilidad y contratación de equipo) respecto a años anteriores se explica por la intensificación de la financiación en el intervalo de 1 millón a 5 millones de euros, en línea con la tendencia del mercado. El incremento es similar en todos los cuartiles analizados, pero se observa una caída drástica del importe mínimo de inversión, que se reduce a un nivel atípico para esta fase de evolución, que no se veía desde 2016.

En este sentido, los datos de 2021 reflejan las conclusiones y reflexiones compartidas por inversores en anteriores ediciones y en comentarios recogidos de manera informal, en los que señalan como motivos de este sobrecalentamiento de la oferta de capital la entrada de nuevos actores en el tramo de inversión *angel*. Se trata sobre todo de *venture funds*, cada vez más integrados en esta fase de madurez de las compañías; nuevos inversores *angel* con capital disponible por la escasez de oferta en el mercado, que buscan diversificar sus carteras; *family offices*; y plataformas de *crowdequity*.

**La entrada de fondos
de venture capital
en el segmento de
inversión más inicial
ha incrementado
notablemente las
valoraciones**

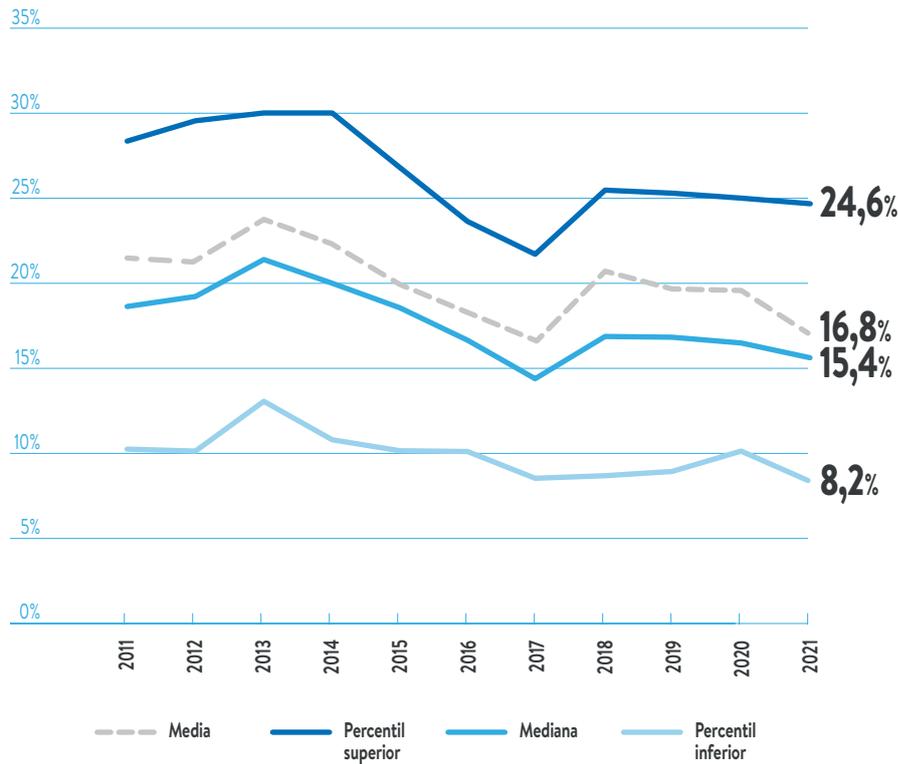


Figura 11.
Porcentaje del capital adquirido en las inversiones *angel* en EEUU¹

Un importante dato estadístico que suele resultar de interés para los nuevos inversores es la participación que adquieren los *business angels* en las startups en las que invierten. Esta información no suele estar disponible de forma pública y estructurada, por lo que vale la pena recoger aquí los porcentajes de Estados Unidos (ver [figura 11](#)).

La participación media que asumen los *business angels* en las inversiones que realizan es del 16,8%, muy cercana a la mediana (15,4%), con una cuarta parte superando el 24,6% del capital y otra por debajo del 8,2%. Es importante reseñar que esta presencia tiene una tendencia general a la baja.

A estos datos también conviene añadir que la media y la mediana del porcentaje de participación en la etapa semilla, donde participan más fondos, se sitúan en el mercado estadounidense ligeramente por encima del 29%, con una clara tendencia al alza desde 2015.



¹ fuente: PitchBook Data (2022). “US VC Valuations Report: 2021 Annual”

DESINVERSIONES Y MÚLTIPLOS

Las desinversiones fueron más frecuentes en 2021 que en el ejercicio anterior. El 65% de los *business angels* realizaron alguna operación de desinversión, ya sea con rentabilidad positiva o negativa¹.

El conjunto de *business angels* que han reportado desinversiones suma el 66% de los encuestados. De ellos, el 41% lograron múltiplos de entre 1 y 3; el 8% indicaron una pérdida parcial, mientras que el 5% sufrieron la pérdida total del importe invertido (ver [figura 12](#)).

El rendimiento positivo más habitual que experimentaron los *business angels* españoles en alguna de sus desinversiones supuso multiplicar por entre 1 y 2,99 el capital invertido. El 41% de los encuestados obtuvieron esa rentabilidad en alguna de sus desinversiones, siendo las *startups* en fase semilla las que aportan más número de respuestas a la muestra.

Avanzando hacia rentabilidades más atractivas, un 22% de los inversores lograron múltiplos de entre 3 y 6,99, y casi uno de cada cinco multiplicó su inversión por entre 7 y 20.

Las desinversiones con múltiplos superiores a 20 corresponden al 5% de los inversores de la muestra, concentrándose estos retornos en los tramos pre-semilla y semilla. El hecho de no haber ninguna respuesta de desinversiones

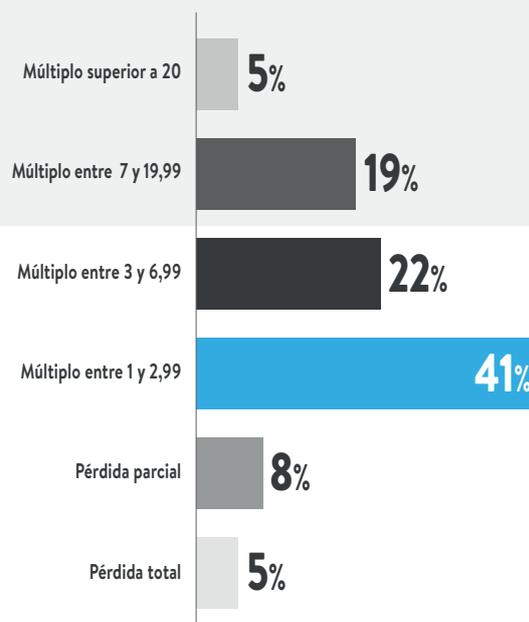


Figura 12.
Desinversiones y resultados
(n < 50 para los múltiplos
de desinversión)

¹ El hecho de que el 30% de los encuestados no haya respondido a esta pregunta y sí a otra posterior hace que el resultado deba ser tomado con precaución.

		Alta probabilidad de desinversión positiva	Alta probabilidad de pérdida	Crecimiento negativo	Crecimiento poco significativo	Crecimiento muy alto
Máximo		100%	50%	35%	100%	100%
	CUARTIL 4	25%	20%	20%	40%	50%
Mediana	CUARTIL 3	15%	10%	10%	30%	38%
	CUARTIL 2	5%	9%	0%	20%	24%
Mínimo	CUARTIL 1	0%	0%	0%	0%	0%

Figura 13.
Expectativas de rendimiento en 2022

con múltiplos por encima de 20 en el tramo pre-serie A pone de manifiesto que los rendimientos son más elevados cuanto mayor es el riesgo asumido por la falta de madurez de las startups.

Las expectativas de los inversores con respecto a la evolución de las empresas de su cartera en 2022 son bastante optimistas (ver figura 13), ya que la mediana más elevada (38%) es la de unas expectativas de alto crecimiento, seguida por la de crecimiento poco significativo (30%). Además, vale la pena resaltar que muy pocos inversores consideran que el 100% de sus empresas tendrán un crecimiento moderado o muy alto en el ejercicio 2022.

FÓRMULAS DE DESINVERSIÓN

Las fórmulas más habituales para obtener rendimientos positivos fueron la venta de participaciones por la entrada de un fondo en una fase posterior y la venta a una empresa internacional (ver figura 14). La primera fue la opción de salida utilizada en el 48% de los casos y la segunda en el 25%.

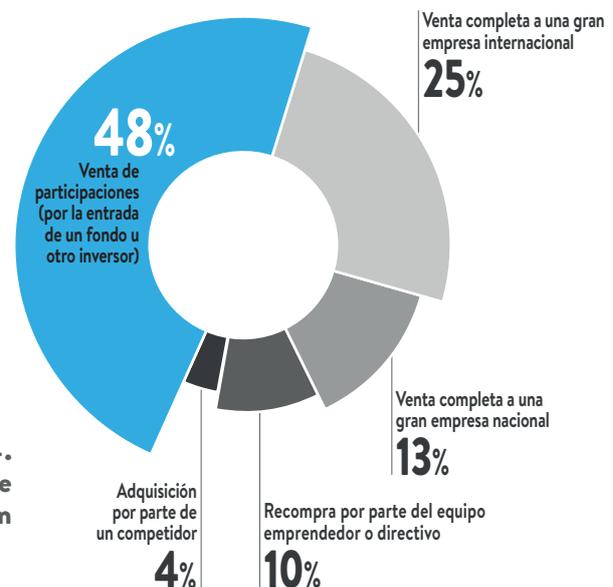


Figura 14.
Fórmulas de desinversión

PERFIL DEL INVERSOR ANGEL

A través de este estudio, AEBAN monitoriza la evolución del perfil del inversor con el objetivo de identificar cambios que puedan originar unos patrones de inversión o una organización de la actividad distintos, o sumar nuevos agentes al mercado.

Algunas de las características de los inversores son determinantes. Por ejemplo, su sector de experiencia y trayectoria suelen influir en los sectores en los que invierten y en el grado de empatía hacia los problemas que afrontan los emprendedores, al igual que su situación patrimonial condiciona el grado de diversificación de sus carteras.

En España, la mayor parte de los inversores acumula una notable experiencia en cuanto a los años dedicados a esta actividad (ver [figura 15](#)). Siete de cada diez *business angels* acumulan al menos tres años en activo y el 35% llevan más de ocho años invirtiendo.

En esta edición vuelve a reducirse el peso de aquellos que tienen más de 14 años de experiencia, que en un año han pasado de suponer el 15% al 12% del total. De hecho, se consolida una importante renovación con la entrada de nuevos inversores, ya que el 29% se han iniciado en los dos últimos años, lo que supone un incremento de cuatro puntos porcentuales respecto a la anterior edición.

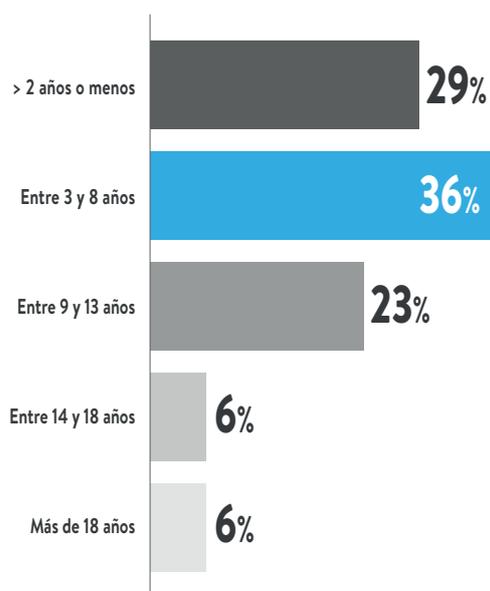


Figura 15.
Años de experiencia

EXPERIENCIA PROFESIONAL DE LOS INVERSORES

Los puestos que ocupan con más frecuencia los inversores cuando inician su actividad *angel* son los de CEO o alto directivo de una empresa (ver figura 16).

El cambio más destacado desde el anterior estudio es la relevancia que adquieren los directivos, que duplican su porcentaje. Por tanto, son los profesionales por cuenta ajena quienes más se dedicaron a esta actividad.

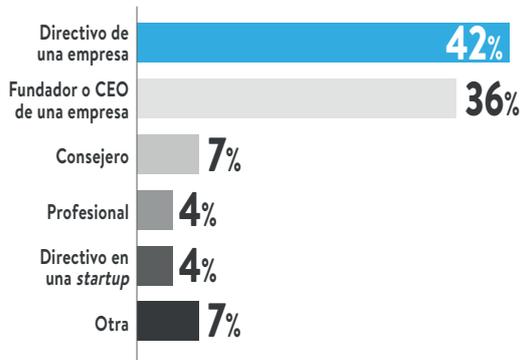


Figura 16. Ocupación al inicio de la actividad inversora

La experiencia de los inversores *angel* muestra una alta concentración en determinados sectores (ver figura 17). Banca y finanzas, tecnología, consultoría y farmacia concentran el 67% de la experiencia de los inversores.

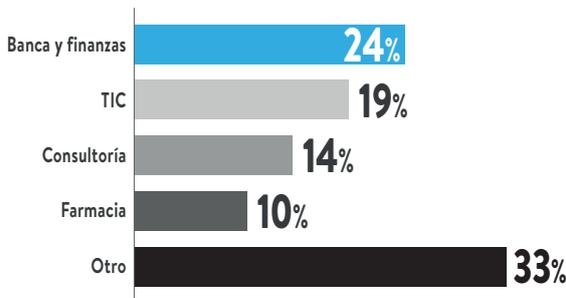


Figura 17. Sector de experiencia de los inversores

Energía, *retail* y servicios legales tienen también porcentajes apreciables, aunque mucho menores. No obstante, podría ser un indicio de la entrada de nuevos perfiles.

Los *business angels* son muy conscientes del riesgo de la inversión directa en *startups* y diversifican adecuadamente su patrimonio (ver figura 18). Quienes dedican más de la mitad de su patrimonio a invertir en *startups* han desaparecido de la muestra y también se ha reducido ligeramente la proporción de quienes tienen una exposición notable, con más del 20% de su patrimonio dedicado a esta actividad. Por otra parte, ha habido un claro trasvase de inversores desde el tramo 0-5% al 6-10%, ya que en un año los *business angels* que dedican entre el 6 y el 10% de su patrimonio a la actividad inversora han pasado de suponer una cuarta parte a ser la mitad.

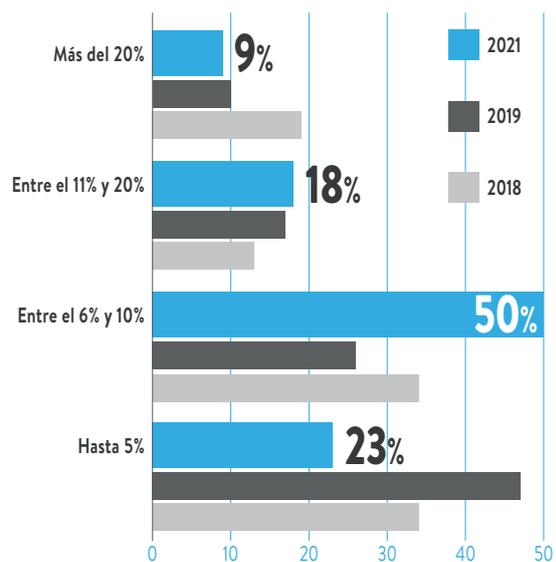


Figura 18. Patrimonio dedicado a la inversión *angel*

APORTACIÓN INDIVIDUAL EN CADA OPERACIÓN

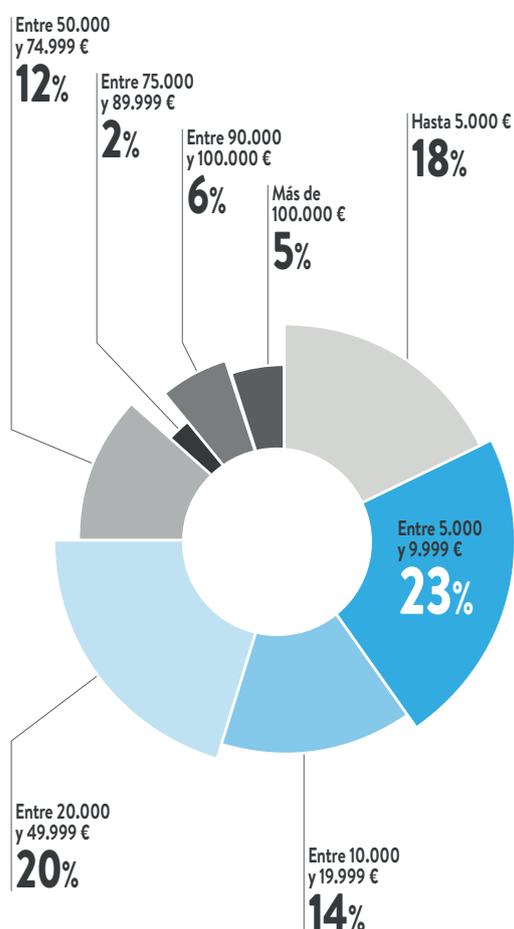


Figura 19.
Ticket medio por inversor en cada operación

El cierre de un acuerdo de inversión suele ser un proceso largo. Desde que se inician los contactos hasta que el emprendedor recibe los fondos pueden pasar varios meses, en muchas ocasiones por la necesidad de articular una operación en la que participan numerosos inversores. Y es que el *ticket* medio invertido por inversor en cada *startup* se sitúa en los 8.600 euros.

La mayoría de inversores *angel* (57%) realiza inversiones con *tickets* de entre 5.000 y 49.000 euros (ver [figura 19](#)). Esto puede explicarse por la organización natural del mercado, la entrada en el ecosistema de inversores noveles que realizan sus primeras operaciones con *tickets* más bien bajos, el refuerzo de la actividad de coinversión (lo que también aumenta la dispersión en la cantidad aportada por cada inversor) y la irrupción con fuerza de grupos o clubes de inversión más o menos estructurados y que buscan con más decisión la diversificación de su cartera.

Si bien esto es positivo para los inversores, obliga a los emprendedores a dedicar más tiempo a articular las operaciones y a vigilar que resulta una *captable* operativa y eficiente.

Los importes menos frecuentes se dan en el rango entre 75.000 y 90.000 euros por ser una franja de *tickets* alta para *angels* y baja para *family offices* y fondos que comienzan a operar en los tramos más semilla de la cadena de valor.

Como decimos, el tamaño de los *tickets* individuales de los *business angels* hace que la irrupción de los fondos en este segmento sea

Figura 20.
Importe de las
inversiones
angel en EEUU
(en millones de
dólares)¹

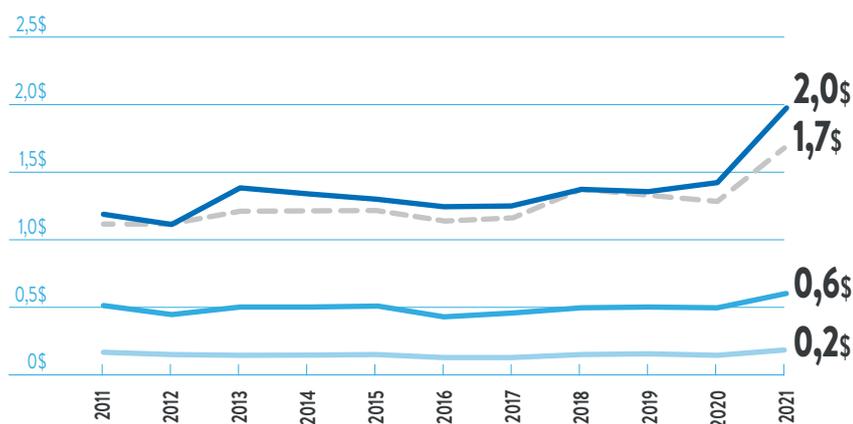
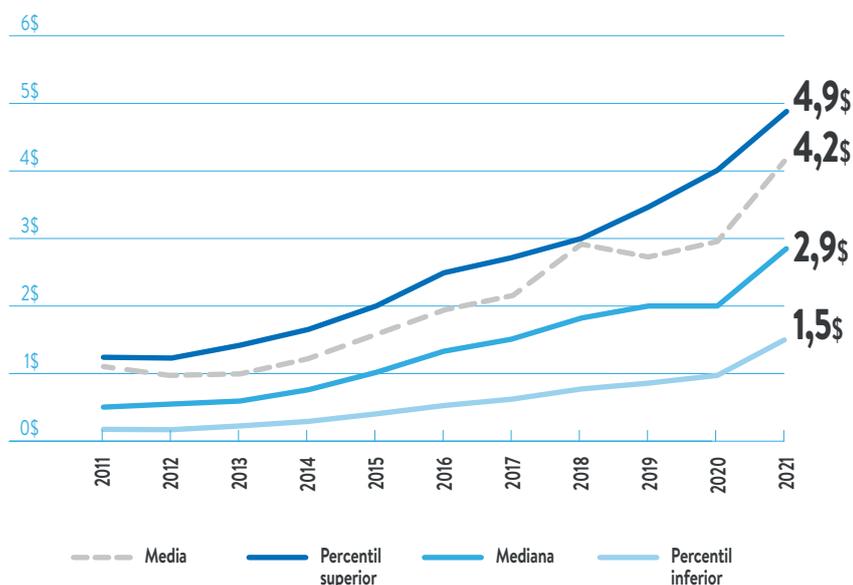


Figura 21.
Importe de las
operaciones en fase
semilla en EEUU (en
millones de dólares)¹



muy positivo para los emprendedores, ya que incrementa el tamaño de las operaciones.

Aun así, estamos lejos de las magnitudes de Estados Unidos. Ya hemos comentado el incremento del volumen de inversión, y también de valoraciones, que también ha venido acompañado por el aumento del tamaño de las rondas de inversión, dando mayor potencial y ancho de banda a las *startups* en etapas más iniciales. De acuerdo con el análisis de Pitchbook, la entrada de fondos de capital riesgo ha hecho salir a los *business angels* de su zona de confort, tradicionalmente con rondas y valoraciones de menor tamaño.

La valoración media de las inversiones semilla en ese país creció un 34,3% (ver [figura 20](#)). En Estados Unidos el tamaño medio de una operación *angel* se sitúa en 1,7 millones de dólares, con una mediana de 600.000. El 25% de las operaciones supera los 2 millones de dólares.

En el segmento de las operaciones semilla en Estados Unidos, donde también participan los inversores *angel*, el importe de las operaciones también ha experimentado un incremento notable (ver [figura 21](#)).

¹ fuente: PitchBook Data (2022). "US VC Valuations Report: 2021 Annual"

OTRAS FÓRMULAS PARA INVERTIR EN STARTUPS

Una parte considerable de los *business angels* recurren a instrumentos alternativos a la inversión directa en *startups* para diversificar sus inversiones. Los más frecuentes son los fondos de capital riesgo y las plataformas de *crowdequity* (ver [figura 22](#)).

Además de realizar inversiones directas, el 36% tienen participaciones en fondos de capital riesgo (45% en 2019 y 35% en 2018), lo que indica que la interrelación de ambas industrias y actividades se mantiene, con una ligera disminución respecto a 2019 pero en línea con 2018.

La utilización de plataformas de *crowdequity* por parte de los *business angels* se redujo del 37% en 2019 al 29% en 2021. Esto podría indicar la utilización de fórmulas alternativas de inversión indirecta y la diversificación mediante vehículos como los fondos de capital riesgo, que cada vez invierten en etapas más semilla y, por tanto, están acaparando un segmento de inversión que antes ocupaban las plataformas.

La confluencia de los inversores en los tres escenarios, inversión *angel* directa, a través de fondos y a través de plataformas es una realidad ya palpable. La transversalidad y la combinación de distintas fórmulas de inversión es una realidad que convive con naturalidad en los inversores *angel*.

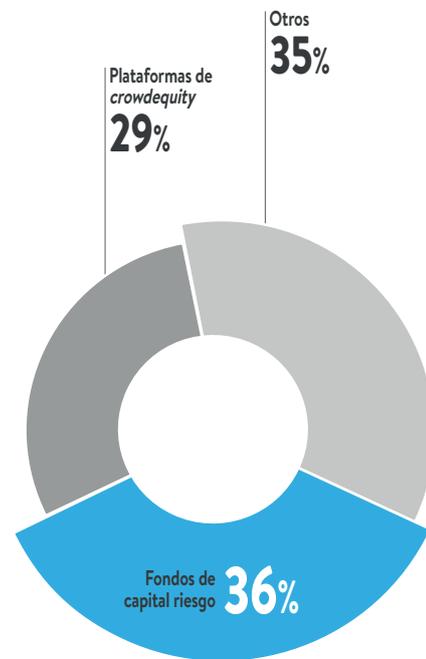


Figura 22.
Otras fórmulas de inversión en startups

La confluencia de los inversores en los tres escenarios (inversión *angel* directa, a través de fondos y a través de plataformas) es una realidad ya palpable



LAS MUJERES Y EL ECOSISTEMA INVERSOR

Una de las asignaturas pendientes del ecosistema emprendedor, particularmente en el entorno inversor, es la participación de más mujeres en posiciones de liderazgo y toma de decisiones. Este desequilibrio no solo afecta al segmento de *business angels*, también al capital riesgo tanto en fondos independientes como en los ligados a grandes corporaciones. El porcentaje de mujeres en puestos de socio no alcanza el 15% ni en unos ni en otros.

El 30% de las respuestas que han indicado género en esta edición de la encuesta son mujeres. Se trata de un gran incremento respecto a 2019, cuando únicamente suponían el 10%, y es el porcentaje más alto desde que hace tres años se incluyó como indicador en los informes AEBAN. Este avance femenino se explica en cierta medida por asociaciones de *business angels* y grupos de mujeres inversoras muy activas y concienciadas con la labor de divulgación de su actividad.

Este mayor porcentaje de respuestas de mujeres permite realizar un análisis más representativo de su perfil o de su comportamiento inversor que en años anteriores.

Un primer elemento que llama la atención es que su *ticket* no supera los 20.000 euros en casi tres de cada cuatro inversiones realiza-

das, mientras que la mitad de las operaciones realizadas por hombres se mueve en la franja de los 11.000 a los 50.000 euros.

En cuanto al protagonismo de las mujeres en las *startups*, sigue siendo limitado: el 26% de los encuestados no tienen en cartera ninguna *startup* fundada o liderada por mujeres y otro 25% solo tiene una *startup* fundada por mujeres (ver [figura 23](#)). Es decir, los inversores que tienen una *startup* fundada por mujeres es prácticamente el mismo que el que no tiene ninguna. Es un dato especialmente preocupante si tenemos en cuenta que el porcentaje de mujeres que invierten en *startups* con liderazgo femenino es elevado.

En cualquier caso, cada vez hay más mujeres fundadoras de *startups* o que están presentes en su equipo directivo. La mitad de ellas

La mitad de las mujeres presentes en los equipos directivos de las *startups* ocupan el cargo de dirección general

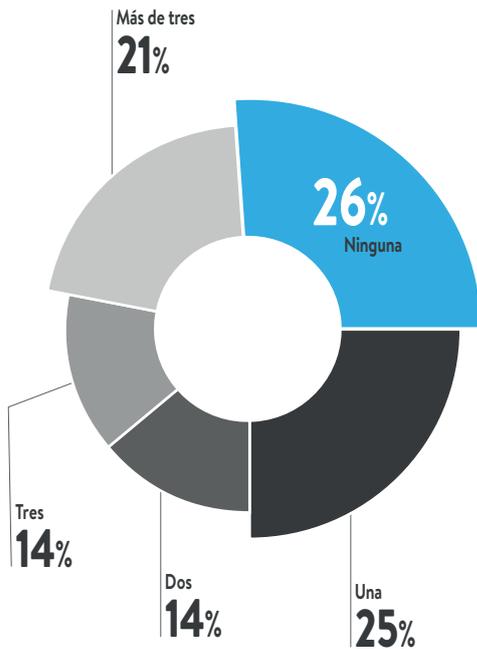


Figura 23.
Startups en cartera fundadas por mujeres

ocupan la dirección general (ver figura 24). Los siguientes cargos con mayor presencia femenina son los de Chief Marketing Officer (CMO), que supone un 26%, y Chief Financial Officer (CFO), con un 17%. En línea con otras disciplinas del mercado, los puestos menos representados por mujeres son los correspondientes a STEM: Chief Information Officer (CIO), con un 5%, y Chief Technology Officer (CTO), con un 6%.

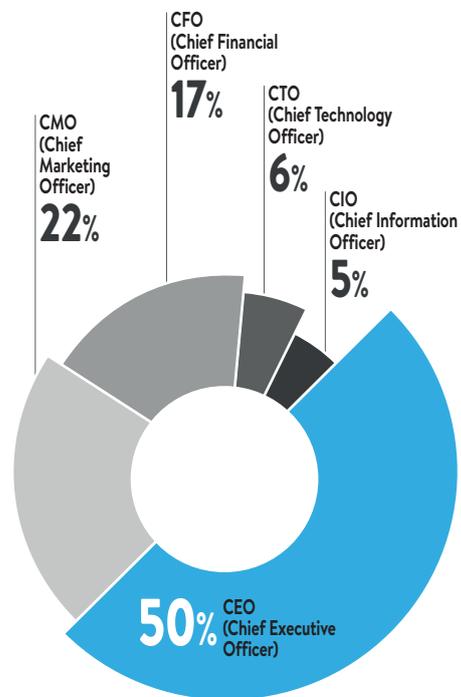


Figura 24.
Cargo de las directivas de *startups*

EMPRENDEDORAS Y ACCESO A INVERSIÓN

En línea con la media de mujeres emprendedoras a nivel internacional, el 38% de las *startups* invertidas en el año 2021 tenían una o más mujeres entre sus fundadores.

En Europa, los sectores en los que las *startups* lideradas por mujeres reciben más inversión son software, servicios entre empresas y farmacia y biotecnología. En los que las mujeres tienen menos representación son energía, TIC, hardware y *media*¹, por lo que son pocos los fondos que se pueden canalizar hacia mujeres fundadoras de *startups* en estos sectores.

Aunque este informe no recoge datos cuantitativos de la inversión que reciben las *startups* lideradas por mujeres, sí tenemos en cuenta los datos existentes en otros entornos, que muestran una recuperación de la inversión destinada a mujeres. Las *startups* lideradas por mujeres en Estados Unidos han pasado de recibir 23.200 millones en 2020 a 56.500 millones en 2021². También el número de operaciones se han incrementado un 36%³.

Estas cifras justificarían la presencia de más mujeres en las estadísticas de inversión *angel* y sería una de las razones del consiguiente crecimiento y recuperación de la actividad de las *startups* lideradas por mujeres en la era post-COVID.

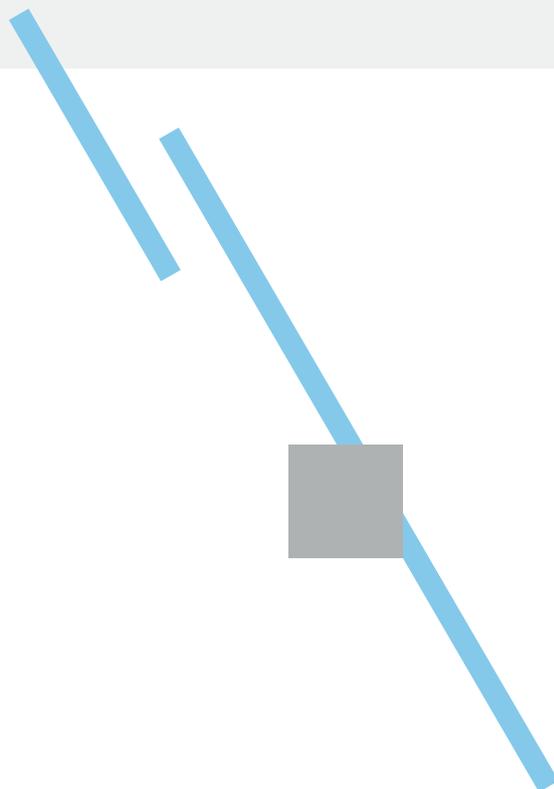
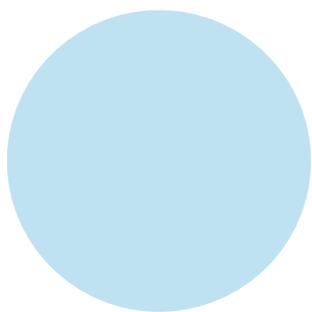
¹ <https://pitchbook.com/news/articles/the-european-vc-female-founders-dashboard>

² Pitchbook Data (2021). "Venture Monitor"

³ <https://pitchbook.com/news/articles/the-european-vc-female-founders-dashboard>

INVERSORES EXTRANJEROS

Una de las importantes tendencias a seguir es la presencia de inversores extranjeros, ya que en 2021 más del 40% de los inversores comparten alguna inversión con un *business angel* extranjero. Esta cifra es menor (35%) cuando se trata de fondos de inversión internacionales. Debido a las limitaciones de los datos, estos solo permiten inferir que un buen número de inversores tiene acceso a la perspectiva y visión de inversores de otras geografías.



La realidad es que se observa una “pérdida de componente local” de las inversiones. Se ha pasado de un entorno nacional a otro más internacional por el interés de los inversores extranjeros en el ecosistema innovador español, que no se ha frenado a pesar del escenario pandémico.

El componente destacable de todo esto es que este mayor interés por parte de inversores extranjeros en el ecosistema español generó en algunos casos el cierre de rondas exclusivas de inversores extranjeros. De todas formas, lo más habitual fueron las rondas mixtas (locales con extranjeros).

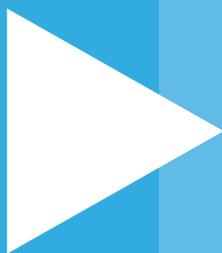
Los inversores extranjeros más activos en España fueron estadounidenses, británicos y franceses.

La tendencia a una mayor presencia extranjera se dio también en los segmentos de *private equity* y *venture capital*. Los fondos internacionales mantienen el apetito inversor por la abundante liquidez con la que cuentan y la fortaleza demostrada por el ecosistema español.

El colectivo inversor se ha vuelto más internacional a causa del mayor interés de los *business angels* extranjeros en el ecosistema innovador español

TENDENCIAS ANTICIPADAS

La encuesta AEBAN mantiene la voluntad de sondear el sentimiento y las expectativas de los inversores sobre aspectos relevantes al ecosistema de inversión en *startups*.



Los inversores establecen claras estrategias de diversificación patrimonial y de portafolio. En este sentido, cuentan con carteras cada vez más grandes y muestran un mayor compromiso de continuidad y apoyo a sus participadas (el 79% de las operaciones en 2021 corresponde a *follow-ons*)

El sector de la inversión en etapas tempranas (plataformas, fondos) está cada vez más interrelacionado y se intensifica con la entrada de nuevos actores (algunos fondos de *venture capital*).

79%

DE LAS OPERACIONES EN 2021 FUERON DE *FOLLOW-ON*, LO QUE MUESTRA EL COMPROMISO DE LOS *BUSINESS ANGELS* CON SU CARTERA

Se manifiesta una pérdida de componente local en las operaciones motivada por la entrada de inversores extranjeros.

Estandarización del perfil inversor de *business angel*, que se caracteriza fundamentalmente por *tickets* de hasta 25.000 euros, por prestar solo asesoramiento estratégico (únicamente el 21% están involucrados en el consejo de administración), por invertir internacionalmente tras la situación de crisis pandémica y por dedicar menos de cinco días al mes a sus inversiones, ya que para la gran mayoría es una actividad complementaria. Se observa la necesidad de alcanzar una mayor diversidad de sectores y perfiles, así como una mayor presencia femenina.

Podemos decir que la madurez del ecosistema traslada la inversión hacia rondas de un mayor tamaño. Las operaciones en tramo pre-semilla y semilla crecen, pero las rondas en series A, B y C experimentan crecimientos más significativos.

2021 ha mostrado la fortaleza del ecosistema español de emprendimiento y su capacidad para generar proyectos innovadores y consolidar aquellos en fase de crecimiento.

La principal asociación europea para inversores *angel* (EBAN) destaca algunas tendencias:

- Mercado en crecimiento, incremento en volumen de inversores.
- Importante crecimiento de las plataformas de *crowdfunding* gracias a la nueva legislación europea.
- *Superangels* e inversores con perfil alto están creando sus propios vehículos, con operaciones más pequeñas y exclusivas que las de los fondos de capital riesgo.
- Fondos de capital riesgo y *business angels* están coinvirtiéndose en operaciones de *later stage* posteriores a semilla.



AUTORES

JUAN ROURE

Profesor de Iniciativa emprendedora en IESE Business School y Presidente y Fundador de la Red de Business Angels de IESE

LAURA CABALLERO MEDINA

Directora Asociada del Centro de Emprendimiento e Innovación y Responsable de la Red de Business Angels de IESE

AMPARO DE SAN JOSÉ

Miembro del Consejo Asesor de la Red de Business Angels de IESE y Entrepreneurship Program Manager South Europe EIT FOOD

AGRADECIMIENTOS

A los más de 120 inversores que han participado en la encuesta, a las redes de *business angels* miembros de AEBAN y a Jordi Navarrete por su detallado trabajo de edición.

BIBLIOGRAFÍA

ASCRI, 2021, *Informe de Actividad Venture Capital y Private Equity en España*

Webcapitalriesgo, 2020, *El Capital Riesgo Informal en España 2020. Financiación de Business Angels, Crowdfunding, Aceleradoras, M4E, FF.OO, Madrid*

Fundación Innovación Bankinter, *Informe anual de tendencias de inversión en España 2021*

Pitchbook, 2022, *Venture Monitor by National Venture Capital Association, Estados Unidos*

Pitchbook, 2022, *US VC Valuations Report, Estados Unidos*

