



INFORME **BUSINESS ANGELS** AEBAN 2017

La inversión ángel en España:
Cómo se inician los inversores,
dónde encuentran las oportunidades
y qué les haría invertir más

AEBAN



Marzo 2017, estudio encargado por



Autores: Juan Roure y Amparo de San José
IESE Business School – Universidad de Navarra

Institutional Partner



PRÓLOGO

Me complace presentar una nueva edición del Informe AEBAN sobre la inversión ángel en España, consolidando de esta forma una cita ineludible en el calendario anual del ecosistema inversor.

Este año hemos querido profundizar en el análisis del ecosistema, por lo que en el mes de septiembre presentaremos un nuevo Informe con un análisis cualitativo de los datos obtenidos.

Del contenido del Informe se desprende una confirmación de las tendencias identificadas el pasado año, en cuanto a comportamiento del ecosistema. Destacan el rejuvenecimiento de los inversores y el debut de nuevos inversores, lo que augura un buen futuro a esta actividad, así como el incremento porcentual del peso de la mujer como inversora. Asimismo, es relevante la consolidación de la estrategia de inversión en varias *startup* con la finalidad de diversificar el riesgo.

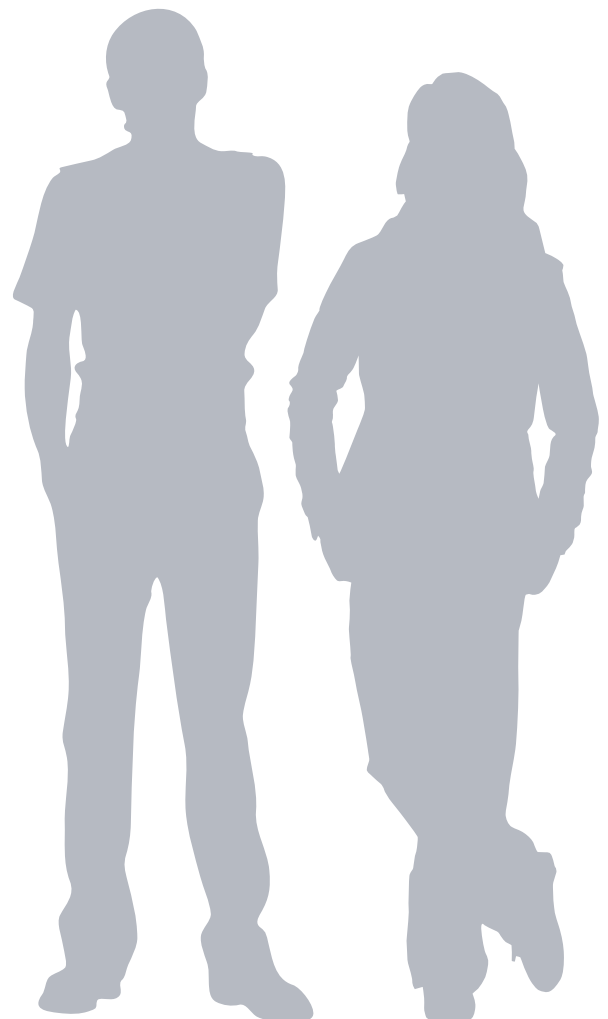
Mención especial merece el papel de las redes de *business angels* como principal canal de inversión, lo que supone un aval a la ingente labor que realizan las redes y pone de manifiesto la necesidad de contribuir a su mejora y expansión, con la finalidad de apuntalar su actividad como principales actores del ecosistema.

De otra parte, destaca la rápida entrada en el ecosistema del *corporate venturing*, que supone un impulso a la inversión focalizada en sectores de actividad concretos, aportando gran profundidad al mercado.

Finalmente, deseo agradecer y reconocer la contribución de los encuestados a la realización del Informe, así como la valiosa aportación del IESE en la planificación y ejecución del estudio.

Un cordial saludo,

José Herrera
Presidente de AEBAN



AEBAN

AEBAN es la Asociación de Redes de *Business Angels* de España. Constituida en noviembre del año 2008 al amparo de la Ley 1/2002, AEBAN tiene como misión promocionar la actividad de inversión en etapas iniciales: redes, grupos y clubs de inversores, sociedades y fondos de inversión activos en etapas semilla y arranque, aceleradoras e incubadoras, y plataformas de financiación participativa.

En la actualidad, AEBAN asocia un total de 40 redes de BA en trece comunidades autónomas. Estas redes, a su vez, asocian cerca de 2.000 inversores que en el último año movilizaron recursos por valor de 40 millones de euros. Los objetivos de AEBAN son:



- ➔ Aglutinar redes de *business angels* de España.
- ➔ Servir de foro de intercambio de información, experiencias y proyectos entre representantes de redes de BA y cualesquiera otras entidades o partes interesadas en los fines de la Asociación.
- ➔ Colaborar en la promoción e intercambio de proyectos de inversión.
- ➔ Interlocutor de las redes de BA con instituciones públicas o privadas, así como administraciones públicas en relación a la promoción de la actividad de los *business angels*.
- ➔ Relacionarse con otras asociaciones y redes en ámbitos internacionales y, en especial, con AEBAN.
- ➔ Identificar, promover y compartir las «mejores prácticas» en el desarrollo de las actividades de redes y la inversión.
- ➔ Fomentar el aprendizaje entre los socios de la Asociación.
- ➔ Promover la reflexión sobre cuestiones que afectan a los *business angels*.
- ➔ Difundir información sobre los *business angels* y las redes de *business angels*.
- ➔ Promover la realización de estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada.

CIFRAS CLAVE



La actividad inversora es llevada a cabo principalmente por inversores en el tramo de edad comprendido entre los 35 y los 54 años. En 2017, la parte inferior de este tramo, por debajo de 44 años, ha experimentado un ligero incremento hasta el 43% desde el 40% del año anterior.



El ámbito internacional de inversión, que indican el 32% de los inversores, confirma los sorprendentes resultados obtenidos en 2015.



La incorporación de las mujeres a este segmento de inversión no ha experimentado una evolución significativa, apenas un punto de avance desde el estudio anterior, alcanzando el 9% del total. Sigue siendo, por tanto, un porcentaje inferior al observado en el Reino Unido y los Estados Unidos.



Las cifras de capacidad anual de inversión traen buenas noticias a los emprendedores en búsqueda de mayores importes de financiación, ya que más del 8% de inversores declaran disponer de más de 500.000 euros, frente al 3,2% del año 2015. El porcentaje de inversores con menos de 100.000 euros anuales aparece ligeramente inferior a 2015, indicando claramente la necesidad de coinversión como vía a la diversificación.



Los inversores se inician en la actividad principalmente a través de la llegada de una oportunidad de inversión presentada por amigos o socios (29%), seguidos de aquellos que buscan activamente iniciarse en la inversión y para ello se unen a una red de *business angels* (26%).



El año 2016 ha sido positivo en cuanto a la llegada de nuevos inversores al mercado. El 8% de los inversores se ha iniciado en la inversión en 2016. La incorporación de nuevos inversores podría explicar el incremento de la proporción de inversores que tienen menos de cinco empresas en cartera; a la par que ha incrementado en dos puntos la proporción de inversores que han acumulado carteras significativas, con más de 21 participadas.

8%

de los inversores se ha iniciado en la inversión en 2016



Además de fórmula para iniciarse en la inversión, los amigos, los socios y las redes se confirman como las principales fuentes de oportunidades de inversión una vez se mantienen en activo. El 29% de los inversores recurre a redes de inversión y el 25% indica a sus amigos y socios como fuente de proyectos.



Por primera vez se han incluido datos sobre la valoración de las operaciones en las fases semilla y *startup*, arrojando unos valores medios de 800.000 euros y 1.700.000 euros respectivamente. Situándose el tramo alto a partir de 1.500.000 euros y 2.500.000 euros *pre-money* respectivamente.



Una cuarta parte de los inversores en redes de *business angels* solo acceden a proyectos a través de éstas, por lo que, para llegar a estos inversores, las redes son el único canal.



La coinversión con otros *business angels* (el 85,9%) y con fondos de capital riesgo (el 43,8%) siguen siendo las principales opciones de inversión.



85,9%

de los inversores ha coinvertido con otros *business angels*



Los inversores exhiben una alta flexibilidad en la asignación de su patrimonio a este tipo de inversión ya que, a más de la mitad, el 55%, la aparición de una oportunidad de inversión extraordinaria les haría invertir más de lo previsto.

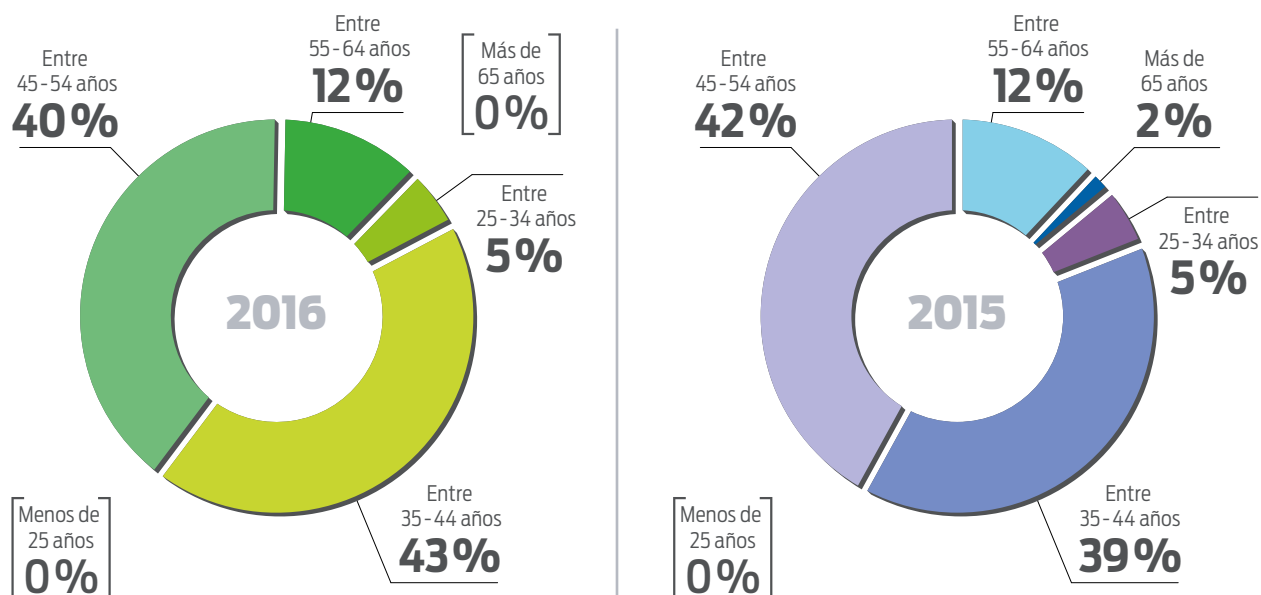


Las razones para desestimar una inversión que estaban determinados a realizar están principalmente relacionadas con el equipo emprendedor: bien las dudas sobre su capacidad de gestión o la falta de confianza en el equipo.

PERFIL INVERSOR

La edad media de los *business angels* españoles en 2016 se muestra relativamente estable respecto al año anterior. El 2016 destaca por un leve aumento en la proporción de inversores más jóvenes, con un aumento del 4% para el grupo entre 25 y 44 años, que asciende en total al 48% (43% en 2015).

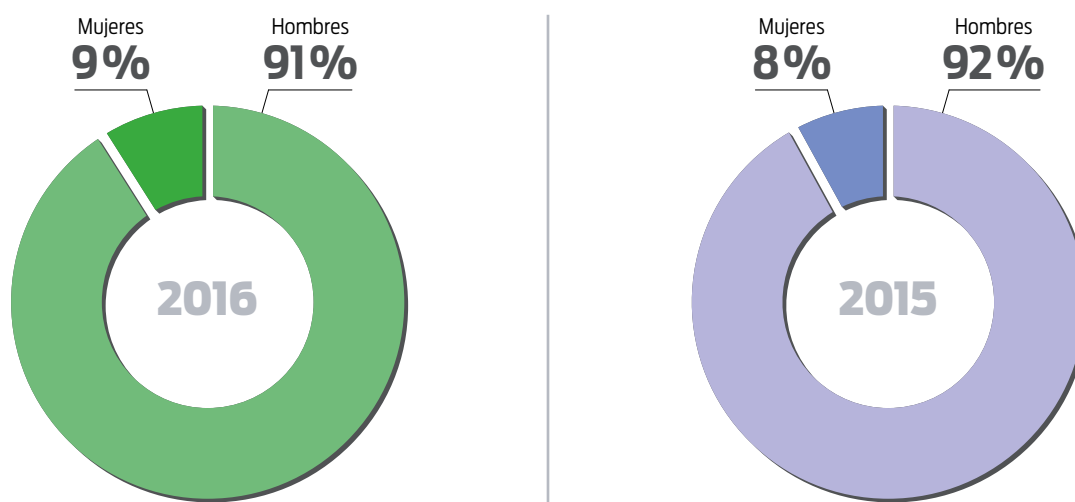
Fig. 1: La edad media de los *business angels*, 2016 y 2015



Desafortunadamente, la proporción de mujeres se mantiene significativamente por debajo de la que se observa en mercados más avanzados, con un anecdótico incremento del 1% respecto al año pasado. En España, solo el 9% de los inversores son mujeres. El reducido número de mujeres participantes en la muestra no permite

realizar un análisis diferenciado, aunque sí destacan algunos rasgos específicos como una distribución más equitativa en cuanto al sector de experiencia, una menor capacidad de inversión anual (100.000 euros de valor mediano) e inversiones individuales más reducidas (mediana de 17.500 euros; media de 22.500 euros).

Fig. 2: Sexo de los *business angels*, 2016 y 2015



La experiencia acumulada de los inversores prueba que aún es un mercado en desarrollo y relativamente reciente. Los datos demuestran la incorporación constante de nuevos inversores al mercado, en concreto un 8% de los inversores activos. En el caso de las mujeres, la distribución de los años de experiencia en inversión es similar, incluso el porcentaje de inversoras con más de cinco años de experiencia es ligeramente superior, con un 38% frente al 35% de los hombres (véase la fig. 3).

En 2016 los inversores que han participado en este estudio están distribuidos a lo largo de todo el país e invierten de forma activa (véase la fig. 4).

El estudio solo contempla inversores en activo, que han realizado al menos una inversión, aunque ninguna de ellas haya sido en 2016. Los resultados no incluyen aquellas personas que se consideran inversores o potenciales

inversores tratando activamente de realizar su primera inversión ni otros que, por ejemplo, formen parte de una red de *business angels* pero no hayan invertido aún.

Fig. 3: Desglose de los *business angels* según experiencia

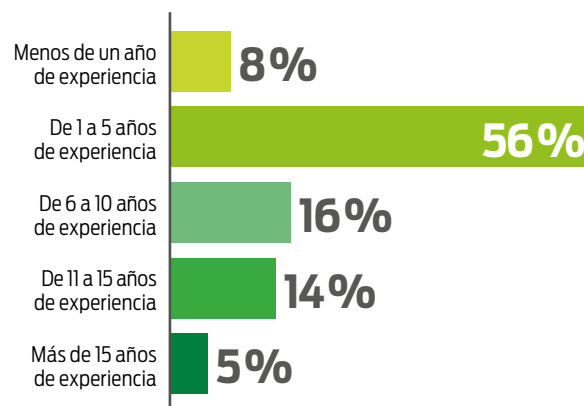
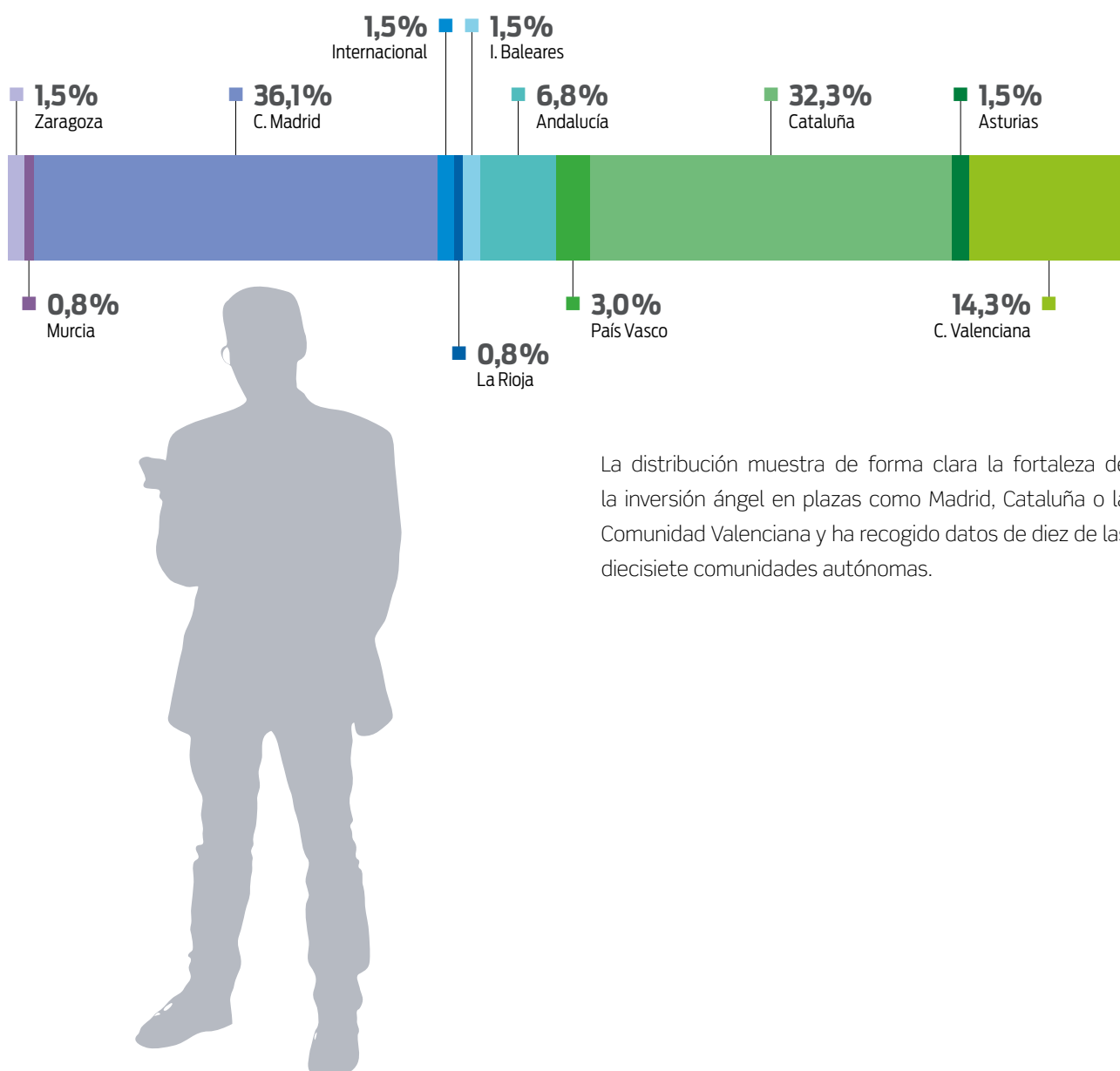


Fig. 4: Desglose de los *business angels* según ubicación

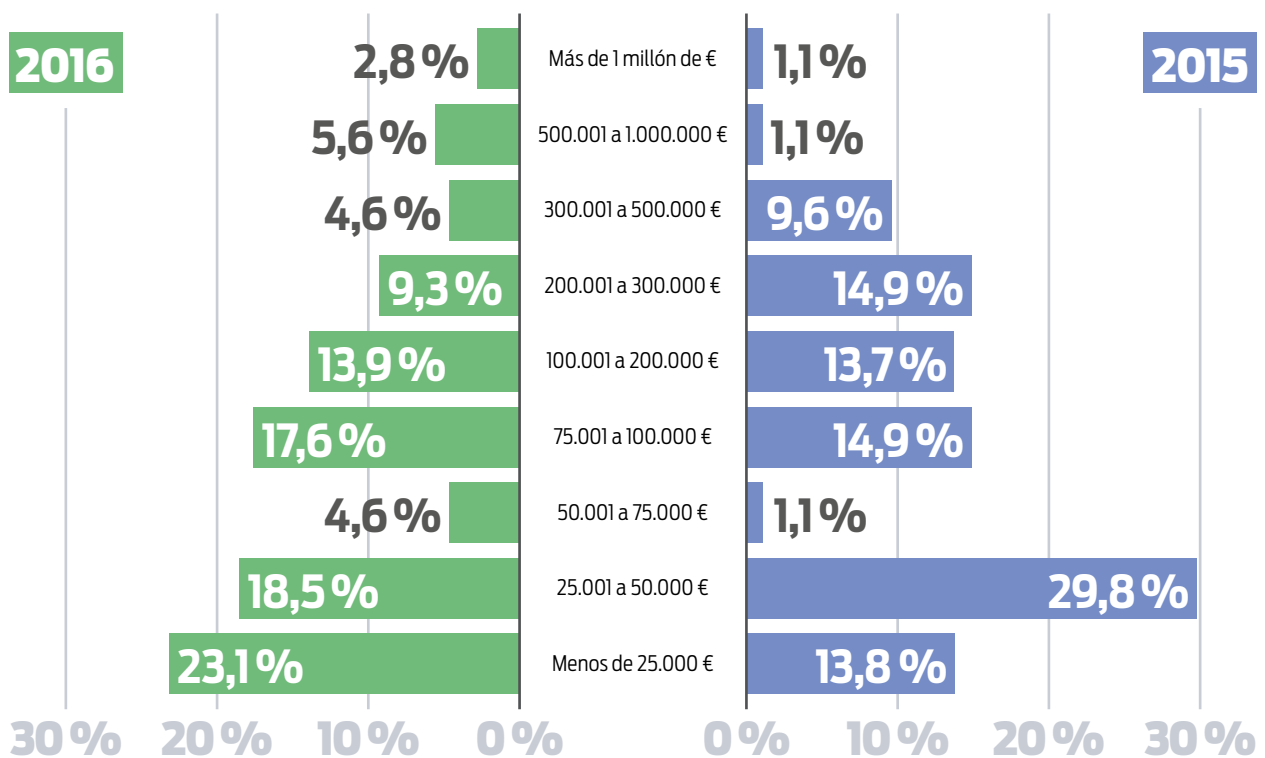


La distribución muestra de forma clara la fortaleza de la inversión ángel en plazas como Madrid, Cataluña o la Comunidad Valenciana y ha recogido datos de diez de las diecisiete comunidades autónomas.

Capacidad de inversión individual anual

Los inversores ángeles cubren un amplio espectro de inversión, desde un 4,6% que reporta una capacidad de inversión inferior o igual a 5.000 euros anuales, hasta una cantidad máxima de 5.000.000 de euros.

Fig. 5: ¿Cuánto invierten habitualmente los *business angels*?



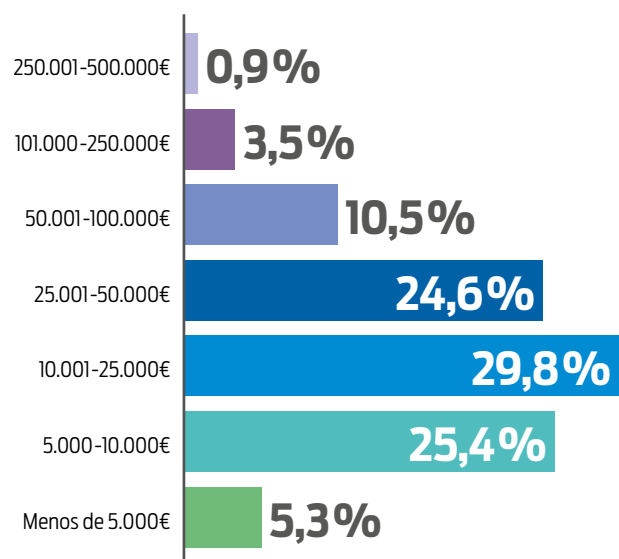
La ampliación de la muestra para el estudio 2016 y la variabilidad de las cantidades de inversión anuales han producido en el global un ligero incremento entre los inversores que disponen de menos de 100.000 euros anuales, un 63,9% en 2016 frente al 59,6% en 2015.

En paralelo al incremento de inversores con tickets pequeños, se observa una mayor disponibilidad de inversión en el tramo más alto de la inversión individual. El número de inversores capaces de invertir más de 500.000 euros al año ha pasado del 2,2% al 8,34% en 2016 (véase la fig. 5).

En línea, para lograr una mejor diversificación del riesgo, el 85,1% de los inversores busca principalmente invertir hasta 50.000 euros por empresa. Solo un 4,4% de los inversores estaría dispuesto a invertir más de 100.000 euros por empresa.

Los inversores de mayor capacidad de inversión optan por utilizarla principalmente en lograr una mejor diversificación del riesgo y no tanto en realizar inversiones de mayor importe.

Fig. 6: Ticket medio por inversor



Estos inversores con más de 500,000 euros disponibles buscan realizar inversiones principalmente entre 25,000 y 50,000 euros, y solo aquellos con más de 1 millón de euros están dispuestos a invertir más de 100,000 euros por empresa.

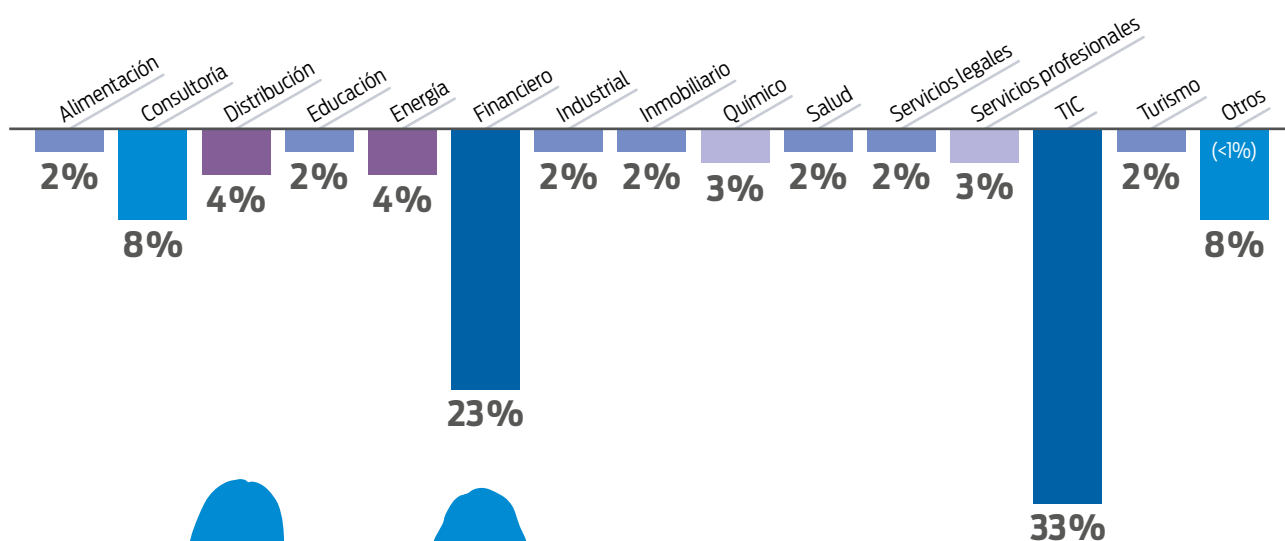
Claramente, la estrategia de diversificación se intensifica a medida que aumenta la capacidad financiera para invertir. Los inversores con capacidad superior a 500.000 euros buscan invertir en hasta quince empresas; aquellos inversores que reportan una capacidad inferior a 50.000 euros persiguen una menor diversificación, invirtiendo en hasta tres empresas.

Sectores de experiencia principal de los *business angels*

Al igual que en el estudio anterior, en 2016 el grueso de los inversores ha acumulado experiencia principalmente en dos sectores: tecnologías (internet software, servicios en la nube, y otros), que se incrementa hasta

el 33%, y financiero que aumenta diez puntos hasta el 33% (incluyendo banca minorista, de inversión y otros servicios). El tercero de los sectores más presentes es el de consultoría, con el 8% de los inversores.

Fig. 7: Sectores de experiencia de los *business angels*



Las ocupaciones profesionales dominantes de los inversores son: CEO (18,3%), directivo (34,7%) y director general (8,7%). Una nueva categoría, no contemplada específicamente en el estudio anterior y que irrumpe con fuerza, es la del fundador de *startup*.

El 11,3% de los inversores ha sido previamente fundador de una *startup*. Este tipo de inversores anteriores emprendedores, y que en otros países son muy activos, muestra una menor capacidad para invertir ya que el 63,6% dedica menos de 100.000 euros a la inversión, y busca invertir en 2-3 empresas al año.

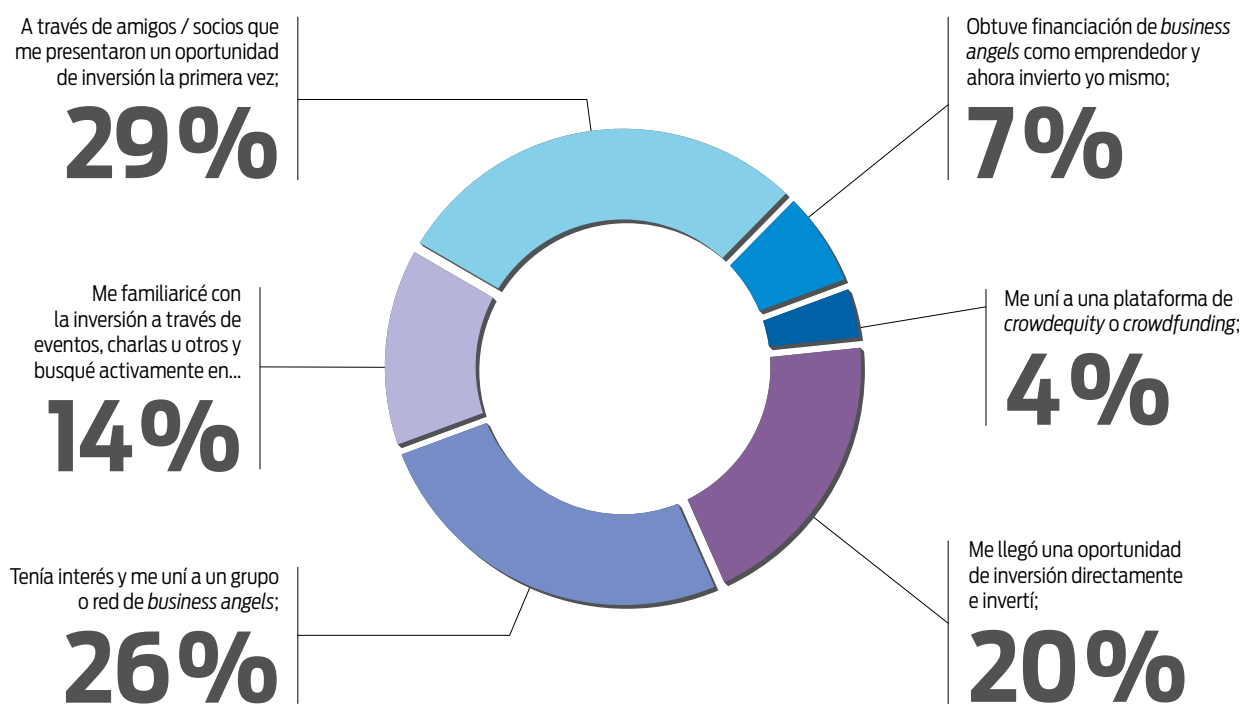
RAZONES PARA EMPEZAR A INVERTIR

Los *business angels* han llegado a la inversión por múltiples caminos, tanto de forma no deliberada e imprevisible «a través de amigos o socios que les hacen llegar una oportunidad», y así materializan su primera inversión, como de forma claramente proactiva por su «interés por la inversión ángel y la búsqueda de un grupo de *business angels* para invertir».

Además de los socios, conocidos o amigos, los inversores se inician en esta actividad también por la recepción directa de una oportunidad de inversión desde personas de su entorno. En conjunto, ambas opciones alcanzan el 49% de las conversiones de inversores potenciales a activos.

Si bien la circulación de las oportunidades de inversión en *startups* entre entornos de confianza o cercanía es difícil de articular, la existencia de las redes de *business angels* como elemento visible del mercado supone por lo tanto una plataforma eficiente para dinamizar el sector, atraer y activar potenciales *business angels*. A su vez, no olvidemos que una de las bondades de las redes es facilitar la llegada de aquellos emprendedores menos conectados a posibles inversores para sus proyectos.

Fig. 8: Motivos más comunes para invertir, 2016



Tal y como muestran otros resultados del estudio, la presencia de emprendedores en activo o con éxitos precedentes convertidos en inversores está tomando forma en el mercado. Así es como se ha iniciado el 7% de inversores, por su contacto con esta fórmula de inversión como emprendedor.

La relevancia de las plataformas de *crowdequity* para atraer a la inversión a nuevos *business angels* es menor, con un 4%. Aunque quizá una buena parte de los inversores que solo actúan a través de plataformas no han sido identificados específicamente por este estudio.

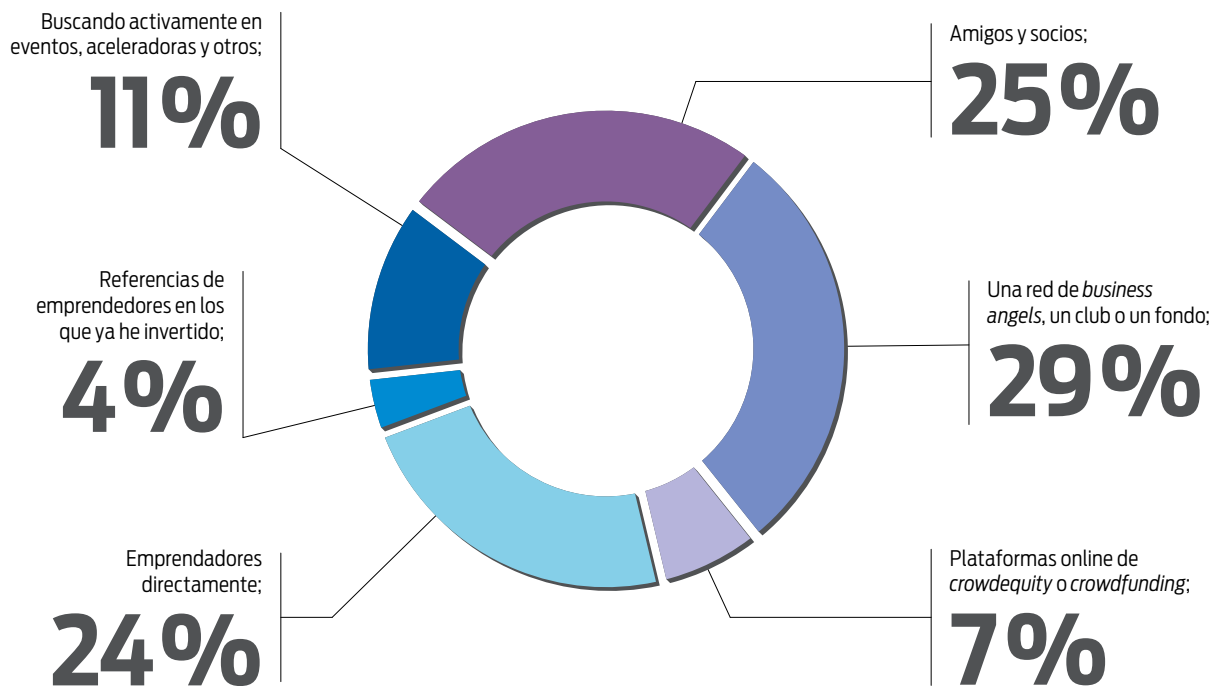
FUENTES DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

Al igual que los inversores confían en el entorno más cercano, personal y profesional (el 25%), y en las redes de *business angels* (el 29%) para iniciarse en la inversión ángel, estos dos ámbitos son también los principales aportadores de proyectos a los inversores.

La tercera fuente de proyectos es la llegada de oportunidades de inversión directamente desde los emprendedores que las lideran. Esta es, además, la principal fuente de proyectos de los inversores más activos, probablemente asociada a su mayor visibilidad en el ecosistema, en eventos, aceleradoras, prensa etc.,

y a sus redes de contactos más extensas. El entorno de las aceleradoras, aunque dotado de un gran dinamismo en torno a emprendedores, mentores y asesores con experiencia, no canaliza el amplio número de inversores activos en muchos otros ámbitos y a través de otros agentes activos en emprendimiento.

Fig. 9: Principales fuentes de oportunidades de inversión



Inversores en redes y dealflow de canal único

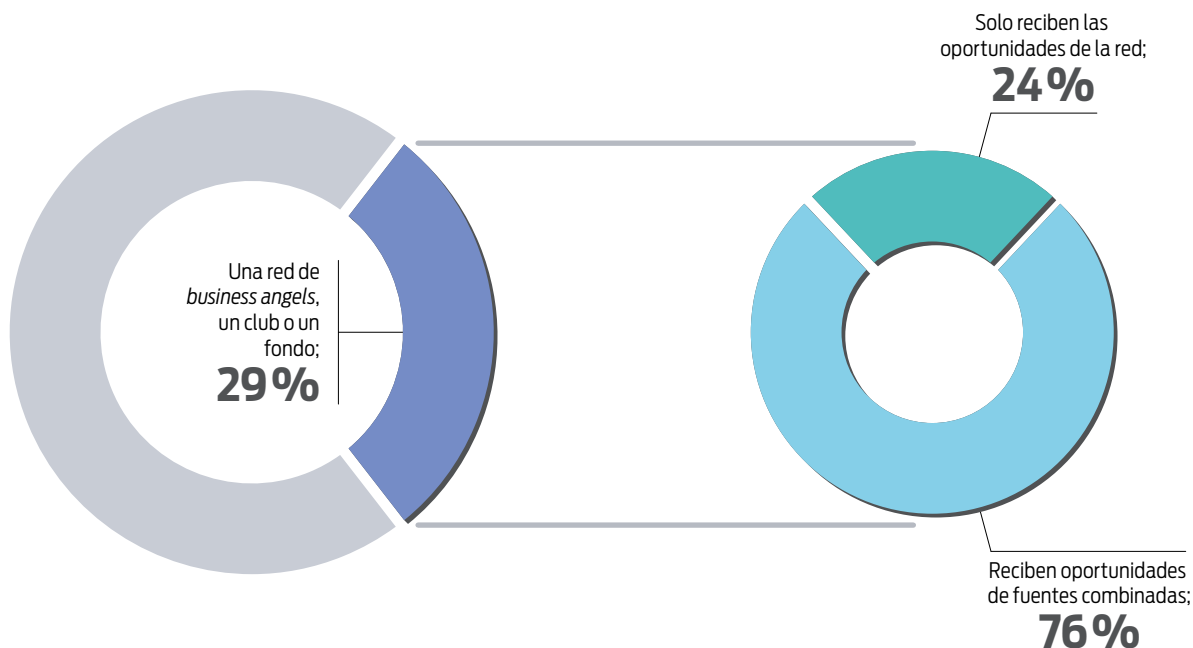
La mayoría de los encuestados, el 77,6% combina varias alternativas para asegurar que reciben proyectos interesantes y acordes a su estrategia de inversión. El 22,4% restante recurre a una única fuente de oportunidades de inversión para encontrarlas.

Entre los inversores que reciben oportunidades de una única fuente destacan aquellos que están en redes (48% de receptores monocanal). Es decir, un 24% de los inversores encuestados revisan proyectos que les han llegado exclusivamente a través de la red de la que son miembros, o de varias, si son miembros de más de una.

El resto de inversores que concentran en un solo proveedor la llegada de proyectos se distribuyen de forma similar entre los que reciben proyectos solo a través de amigos (12%), de plataformas (15%), de

emprendedores directamente (12%) o identificándolos directamente en aceleradoras o eventos (12%). Ningún inversor recibe únicamente proyectos referenciados por los emprendedores en los que ha invertido.

Fig. 10: Fuentes de oportunidades de los *business angels* en redes

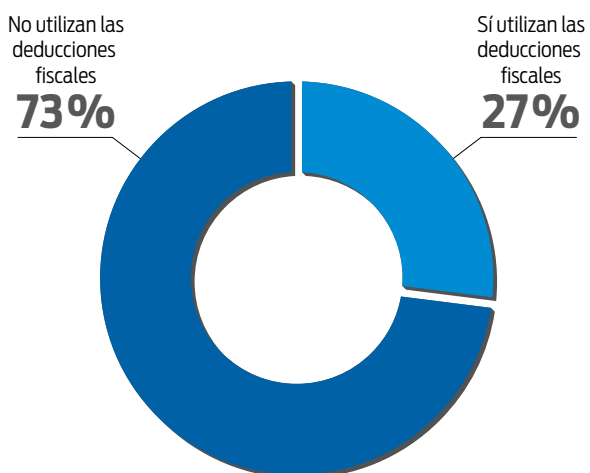


INCENTIVOS FISCALES

El uso de la deducción fiscal en el IRPF se mantiene en cifras similares al año pasado, en el 27%, sin cambios relevantes.

Entre los inversores más activos (más de 20 operaciones), la proporción de usuarios de las deducciones fiscales baja al 7,1%.

Fig. 11: Uso de las deducciones fiscales

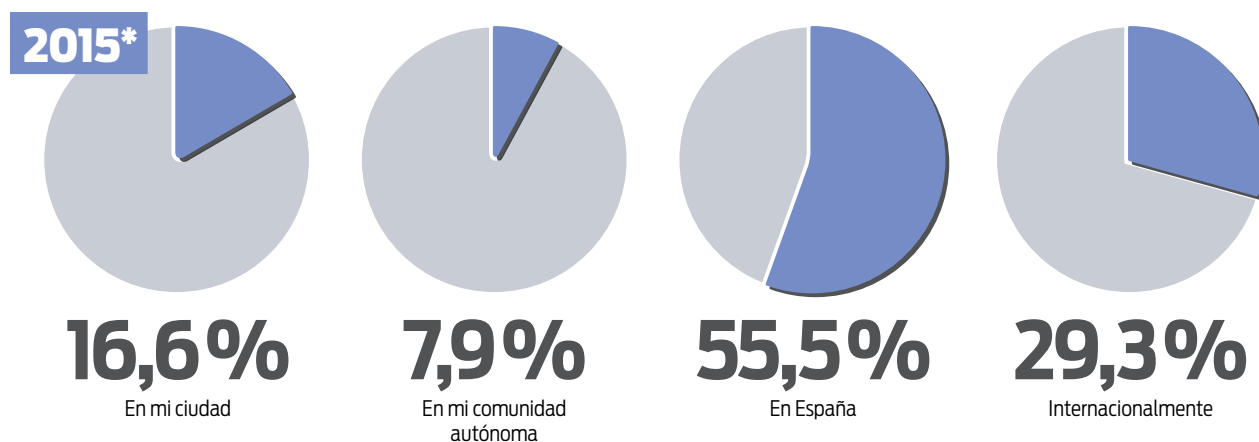
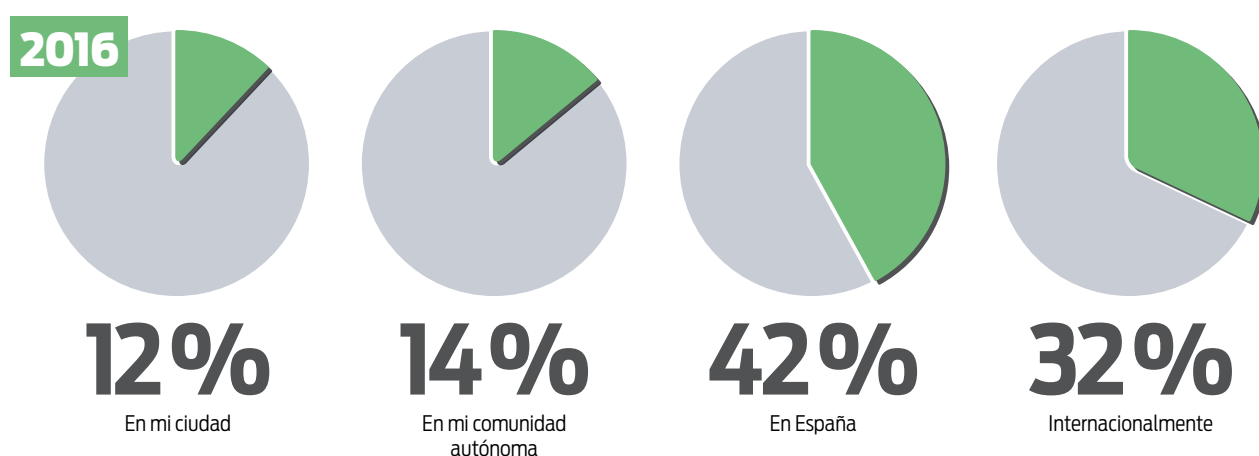


ALCANCE DE LA INVERSIÓN

La inversión en España sigue ofreciendo un amplio aspecto geográfico a pesar de observarse un menor peso del grupo de inversores de ámbito nacional y un notable aumento en la muestra del componente regional.

No obstante, el ámbito de inversión internacional, tan sorprendente en la anterior edición, confirma su relevancia entre el 32 % de los inversores, superior al 29,3% de los inversores en 2015.

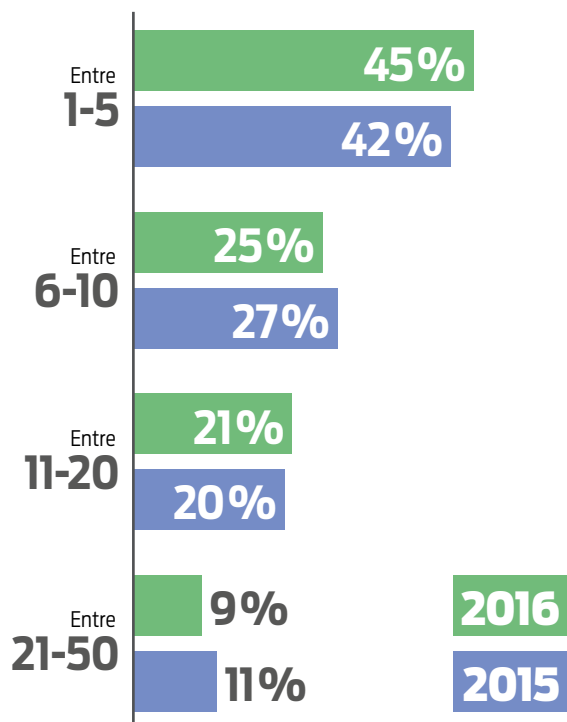
El número de inversores que solo invierten «en su ciudad» se sitúa en el 12%, lo que unido al 14% de los inversores en su comunidad sitúa el ámbito regional en cifras similares a las anteriores, el 26% en 2016 frente al 24,5% en 2015.



* En 2015 la suma de los porcentajes es superior a 100% debido a que los encuestados podían reportar más de una opción

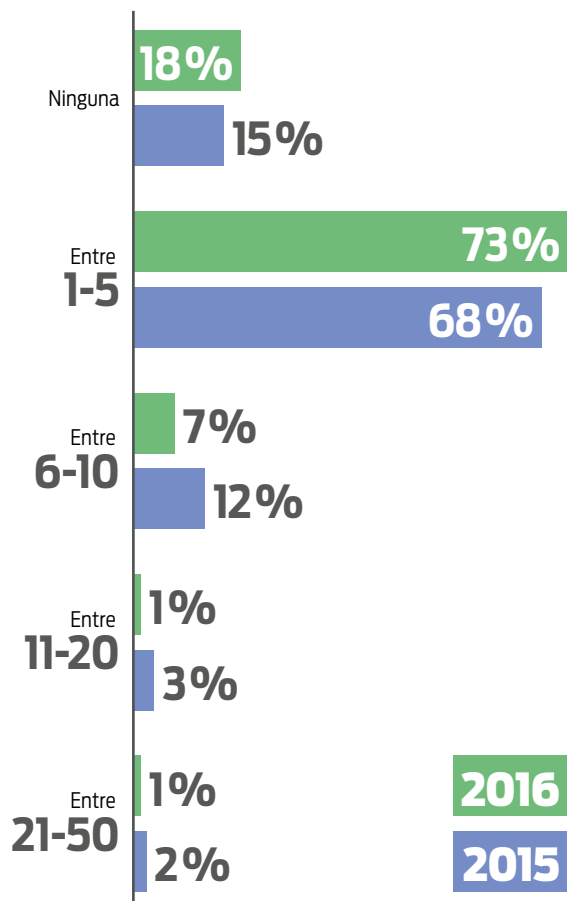
ACTIVIDAD Y CARTERAS

Fig. 12: Tamaño de las carteras (n.º inversiones)



Sin duda, debido a la novedad de la inversión ángel y su reciente expansión en los últimos cinco años, las carteras de inversión de los *business angels* son aún poco diversificadas. Una buena parte, el 45% de las carteras siguen siendo sub-óptimas, con un número de inversiones entre uno y cinco (frente al 42% en 2015). Aun así, esta proporción se mantiene inferior a la del Reino Unido, donde hasta el 53,3% de los inversores tiene carteras con menos de cinco inversiones. En paralelo, ha disminuido el número de inversores con carteras entre 6-10 inversiones, así como la proporción de inversores más diversificados, pasando del 11% al 9%.

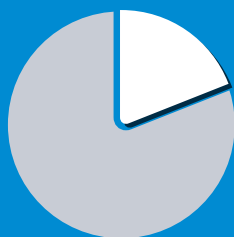
Fig. 13: Inversiones realizadas por inversor



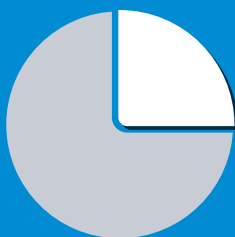
El año 2016 ha visto incrementar el número de inversores inactivos o que no ha realizado recientemente una inversión, alcanzando el 18%. Frente a 2015, el último año ha mostrado una pauta más limitada de diversificación entre los inversores, y el único porcentaje que se ha incrementado ha sido el que engloba la realización de 1 a 5 inversiones por cada inversor al año, el 73%, un 5% más que el año anterior. Por el contrario, el porcentaje de inversores con una clara e intensa estrategia de diversificación ha disminuido en conjunto un 8% para todos aquellos que invierten en más de seis inversiones al año. El predominio de la inversión online ha quedado patente en 2016 con un 64% de inversores dedicados por completo a la inversión online. Entre las mujeres inversoras, casi el 77% realiza todas sus inversiones en *startups* online.

La opción predominante es incluir hasta un 25% de inversiones en *startup* offline. Solo el 12% de los inversores acumula más del 50% de sus inversiones en *startups* offline. En cambio el 64% de los inversores tiene una cartera completamente online.

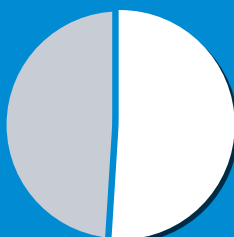
Fig. 14 Sectores de inversión



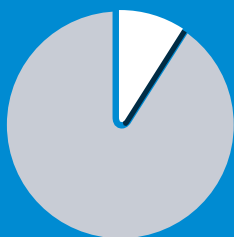
Servicios profesionales
19%



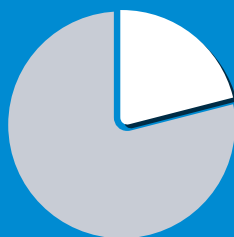
Salud y equipos médicos
25%



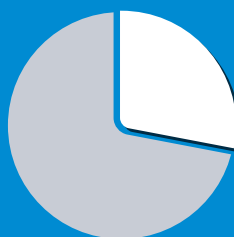
TIC - Software
51%



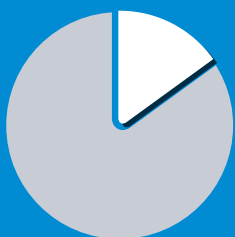
Alimentación y bebidas
9%



Medios y contenidos digitales
21%



Comercio y distribución
28%



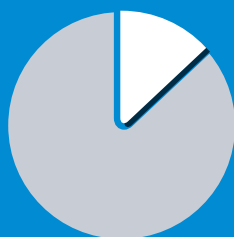
Servicios financieros
15%



Telecom y telefonía móvil
7%



Energía y medioambiente
6%



Biotecnología
13%



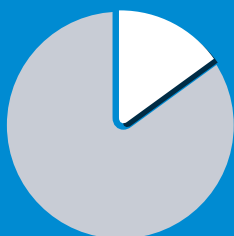
Manufactura
5%



Construcción e inmobiliario
9%



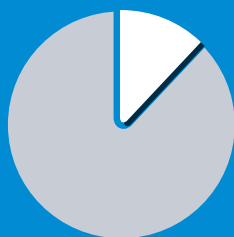
Manufactura avanzada y materiales
7%



Moda y diseño
15%



Social media
5%



Juegos online
12%



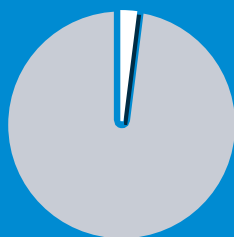
Seguridad
3%



Industrias creativas
9%



Transporte y logística
9%



Publicaciones
2%

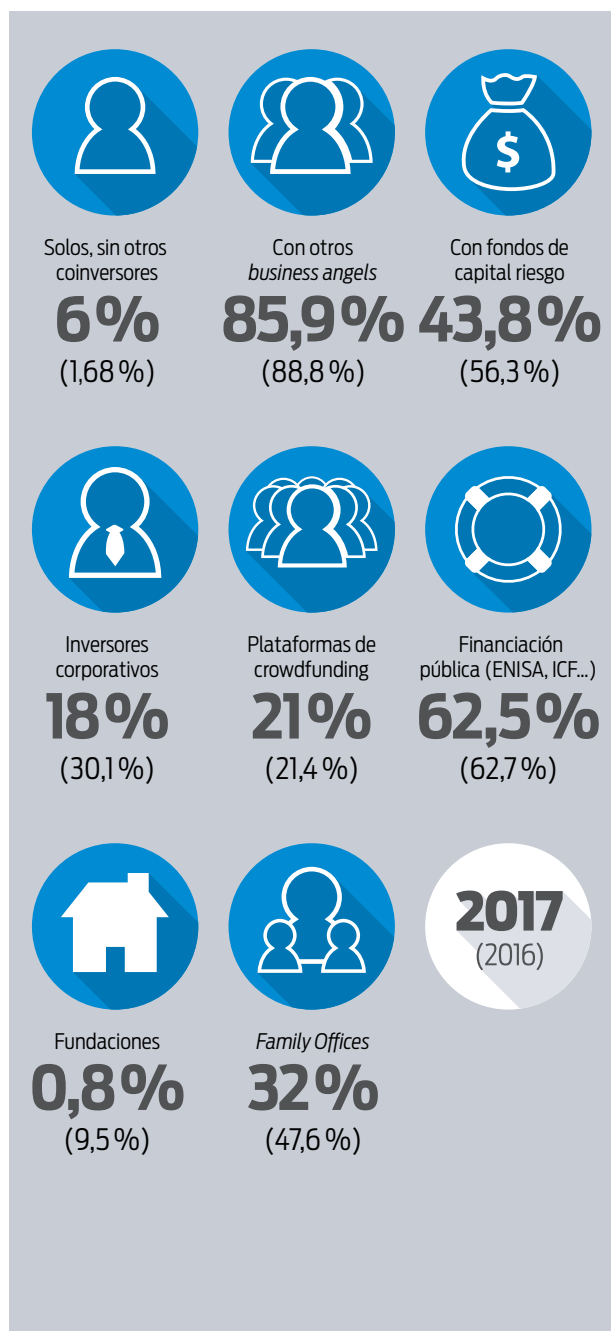
En cuanto a sectores en los que han invertido los *business angels* activos, las siguientes gráficas muestran sus preferencias por unos u otros sectores. Tal y como ocurre en el resto de países de nuestro entorno, las tecnologías de la información y comunicación (TIC) y el software copan una buena parte de la inversión con el 51 % de las

inversiones, seguidos por medios y contenidos digitales, y comercio y distribución (con porcentajes entre el 15-20%) como sectores predominantes en las carteras de los *business angels* españoles. En 2016 han entrado con fuerza los sectores de salud y equipos médicos con un 25 % y los servicios profesionales con el 19%.

Menos populares son las inversiones en manufacturas y materiales avanzados (7%), seguridad (3%) o publicaciones (2%). El apartado otros, sin especificar, incluía un 5% de las respuestas.

SOCIOS DE COINVERSIÓN

Al igual que el año pasado, se confirma que los *business angels* coinvierten con una amplia variedad de socios, y que la inversión en solitario se mantiene como una práctica minoritaria. Entre los inversores que han realizado alguna inversión en 2016, solo el 6% no ha indicado ningún tipo de coinversor.



Los inversores solitarios destacan por algunas características propias: tienen menos experiencia en inversión, el 93,7% de ellos tiene menos de diez inversiones y el 62,3% menos de cinco, mientras que para el total de la muestra solo el 45% ha realizado menos de cinco inversiones. Además, tienen expectativas de obtener rendimientos inferiores al conjunto, ya que ninguno de ellos espera rendimientos superiores a x10 (ver página 20 sobre expectativas de rendimiento).

Sin embargo, invertir en compañía de otros *business angels* es la opción más habitual, 85,9%.

Tanto la inversión a través de plataformas de *crowdfunding* como la participación de entidades públicas como ENISA o ICF se mantiene estable.

En cambio, se ha limitado la presencia de fundaciones como son inversores activos y por lo que una variación menor en su actividad o sus prácticas de coinversión puede tener un importante impacto.

La coinversión con fondos de capital riesgo se ha retraído hasta el 43,8%, aun así, resulta mucho más alta que en otros países como el Reino Unido, con un 23,6%.

VALORACIÓN DE STARTUPS

La valoración a la que se realizan las inversiones en *startups* es uno de los aspectos menos transparentes de la inversión ángel. La valoración final a la que se cierra un acuerdo de inversión solo se comparte en el círculo más cercano de los inversores, y especialmente los emprendedores son muy reservados al respecto.

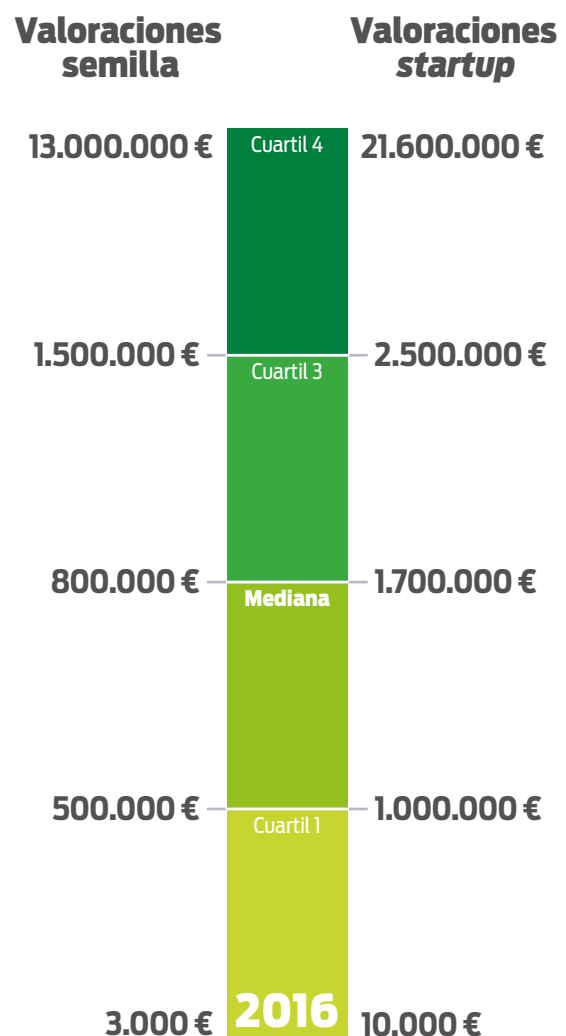
Entre los inversores más noveles, la valoración es uno de los aspectos del proceso inversor y de la decisión de invertir por primera vez en *startups* que más preocupación e incertidumbre genera, sobre todo si no han tenido contacto previo con emprendimiento tecnológico. Los métodos que se pueden utilizar son altamente dependientes de elementos subjetivos, variables y negociables, que hacen muy difícil que el resultado final sea una cifra inequívoca y universal.

Incluso entre los inversores más expertos y activos frecuentemente surgen olas de opinión sobre el constante aumento de las valoraciones, la escasa relación entre desarrollo y crecimiento de una empresa y su valoración, y la distancia entre las valoraciones en España y en otros entornos.

Con el fin de arrojar luz sobre datos regularmente opacos, este aspecto ha sido una de las novedades introducidas en la encuesta para este informe. El estudio diferencia entre la fase semilla, definida para este estudio como «la inversión en *startups* previa al lanzamiento del producto mínimo viable, sin métricas relevantes, sin modelo de negocio probado, o sin inversión anterior, en fase de desarrollo de prototipo, con pocos clientes», y la fase *startup*, definida como una fase en la que «el producto o servicio está en el mercado con métricas crecientes, probablemente con inversión anterior de otros *business angels*, o en un estadio inmediatamente previo a la entrada de una serie A».

En las operaciones en un estado inicial, la media de valoración que ofrecen los datos se sitúa en 800.000 euros, que se duplica una vez la *startup* alcanza el mercado, valida su producto y obtiene métricas crecientes mes a mes. Es necesario hacer notar que el segmento *startup* incluye una definición más amplia, que puede abarcar desde las primeras métricas de mercado hasta inversiones en *startups* más avanzadas y con el horizonte de una serie A muy cercano.

Fig. 15: Valoraciones semilla 2016 vs. Valoraciones startup 2016

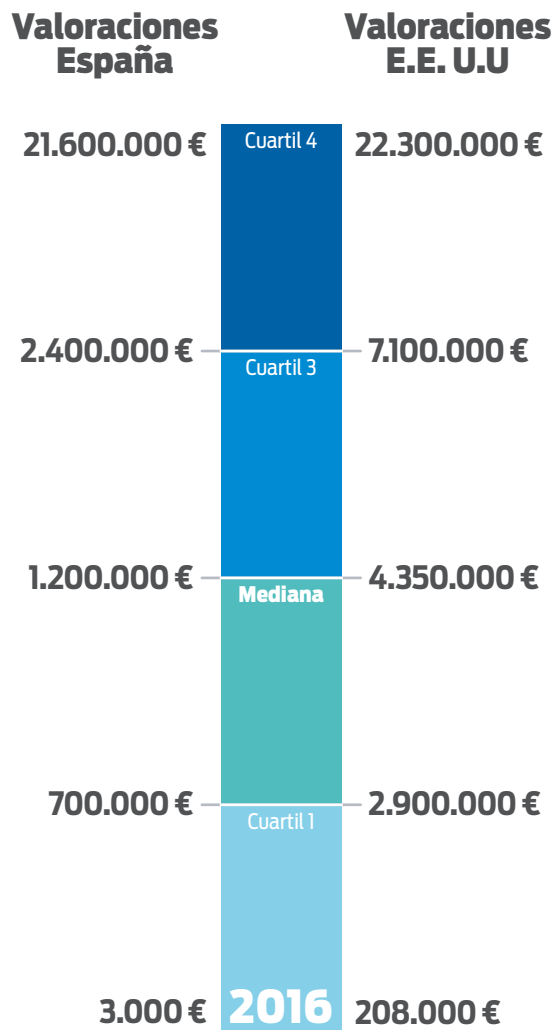


Observamos que la diferencia de valoración entre una *startup* previa o posterior a la salida al mercado en términos de mediana y distribución de los cuartiles fluctúa entre 1 y 3 veces (véase la fig. 15).

Resulta interesante comparar las valoraciones de las operaciones realizadas por los *business angels* en geografías tan distintas como España y los Estados Unidos. Es necesario destacar que, en Estados Unidos, a menudo la nomenclatura incluye en el mismo grupo bajo el término «semilla» a las inversiones que abarcan hasta la serie A. A partir de los datos del último informe «Halo Report»¹ de 2015 se puede establecer la siguiente comparativa agregando las series semilla y *startups* utilizadas para este estudio (véase la fig. 16).

Las valoraciones en los diferentes cuartiles son entre 3 y 4 veces superiores a las que observamos entre las realizadas en España, aunque la valoración máxima es similar en ambos casos (se recogieron tres operaciones con valor superior a 20.000.000 euros).

Fig. 16: Valoraciones de *startups* en Estados Unidos y España (semilla + *startup*)



1 Halo Report 2016, Angel Research Institute

EXPECTATIVAS DE RENDIMIENTOS

Como se verá en detalle en el siguiente apartado, las desinversiones, con la llegada de liquidez al mercado, son uno de los aspectos clave para hacer crecer la actividad y volumen de inversión. El 38% de los *business angels* ha materializado alguna desinversión en 2016. La encuesta para esta edición del estudio puntualiza en la pregunta si la desinversión se ha producido en 2016, mientras que la encuesta de 2015 apuntaba a las desinversiones realizadas hasta 2015 (un 56% de los inversores).

En 2016, más de la mitad de los inversores, el 55%, ha disfrutado de alguna desinversión con múltiplos positivos, mientras que el resto ha obtenido pérdidas totales o parciales.

El resultado más frecuente ha sido la obtención de múltiplos entre x3 y x6 la cantidad invertida, lo que ha ocurrido en el 27% de los casos, seguido de x1 y x2 en el 14% de los casos. Solo un 4% de los inversores ha obtenido múltiplos superiores a x20.

Fig. 17: Desinversiones 2016

Resultado de las desinversiones

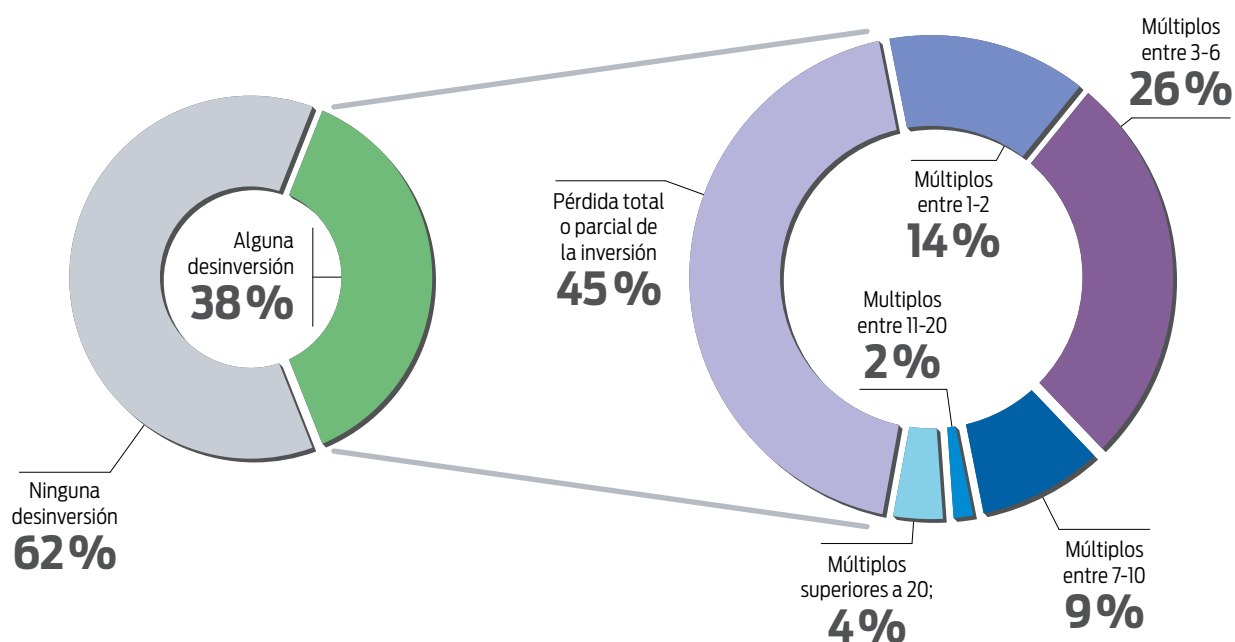
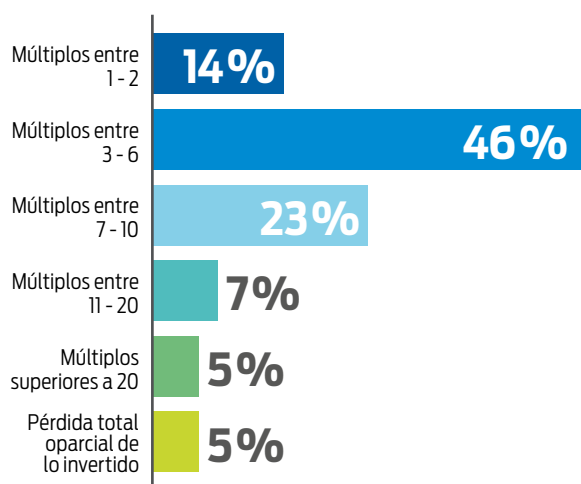


Fig. 18: Expectativas de rendimiento sobre una inversión



En cuanto a las expectativas, la mayoría de los inversores esperan multiplicar entre 3 y 6 veces el capital invertido, el 46%. Entre los inversores que esperan multiplicar entre 7 y 20 veces aglutinan el 30%, mientras que dentro de este grupo, aquellos que esperan multiplicar por más de 10 su inversión son minoría, el 7%.

Algunos de los inversores, hasta el 5%, esperan perder toda o parte de la inversión realizada en su cartera (véase la fig. 18).

FACTORES QUE INCREMENTARÍAN LA INVERSIÓN

Frecuentemente se plantea desde distintas perspectivas la necesidad de estimular la inversión ángel, tanto por parte de las políticas de apoyo al emprendimiento como por el colectivo emprendedor. Para esclarecer qué factores pueden jugar un papel en el aumento de la inversión futura, este estudio ha preguntado a los inversores «qué les llevaría a invertir más de lo previsto en 2017».

Parece que el principal factor desencadenante sería la aparición de una oportunidad de inversión extraordinaria que les hiciese saltarse su planificación financiera. El 55 % considera que este elemento sería muy relevante (5 sobre una escala de 1 a 5) a tal efecto. Este incremento *ad-hoc* de la inversión es posible debido a que los *business angels* gestionan su propio dinero, y es causa a la vez del menor peso de la estrategia de inversión frente a decisiones espontáneas guiadas por la oportunidad. Se refleja, además, que solo un 8,3% no respetaría su límite autoimpuesto de inversión si encontrase una buena oportunidad (han marcado las opciones de nada relevante o poco relevante, 1 y 2, sobre una escala de 1 a 5).

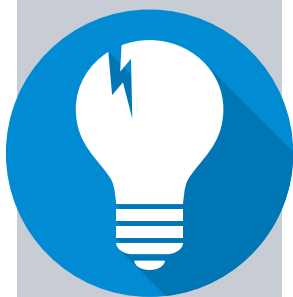
En paralelo, la llegada de mayor liquidez a través de una desinversión es el segundo motivo que animaría a un *business angel* a invertir más de lo previsto en 2017. Es un elemento muy relevante para el 42% de los inversores encuestados.

Por el contrario, y como también han demostrado otros estudios internacionales, aunque una buena regulación fiscal genera mayor atracción hacia la inversión ángel, no es el principal elemento para que aquellos ya en activo como inversores decidan invertir más de lo previsto. Si bien para el 34,8% es muy relevante, para el 19% no lo es.

En cambio, entre los inversores más activos (más de 21 inversiones) la relevancia de los factores que desencadenarían una inversión superior a la prevista ofrece diferentes resultados. Probablemente debido a su alta exposición al sector y dada la iliquidez de la inversión ángel, el principal acicate para ampliar su inversión prevista es la materialización de una desinversión, hasta el 62,8% han marcado este factor como muy relevante. Curiosamente, ninguno cree que sea un elemento irrelevante (0% de respuestas).

Los resultados también podrían indicar que este tipo de inversores se adhieren mejor a la estrategia de inversión que han fijado y un número significativamente mayor, el 15,38%, cree que la aparición de una oportunidad extraordinaria es irrelevante para ampliar su cartera, frente al 30,8% que lo consideraría. Recordemos que el porcentaje entre la muestra general asciende al 30,7%.





Un oportunidad extraordinaria

Muy relevante

55%

Nada o poco relevante

8%



Una desinversión

Muy relevante

42%

Nada o poco relevante

16%



La ampliación de mi disponibilidad financiera

Muy relevante

35%

Nada o poco relevante

19%



Mejores incentivos fiscales

Muy relevante

35%

Nada o poco relevante

19%

Inversores más activos

Muy relevante

31%

Nada o poco relevante

15%

Muy relevante

63%

Nada o poco relevante

0%

Muy relevante

31%

Nada o poco relevante

0%

Muy relevante

46%

Nada o poco relevante

8%

Entre este grupo más activo la regulación fiscal se torna más relevante. Uno de los aspectos que podrían jugar un papel entre éstos, tal y como han reclamado en público, sería una mejor compensación de plusvalías y minusvalías.

RAZONES PARA NO INVERTIR («DEAL BREAKERS»)

Frecuentemente, los emprendedores apuntan a la falta de explicación por parte de los inversores sobre el abrupto final del proceso de análisis y negociación. Para esclarecer esta fase final del proceso que no culmina en éxito, hemos preguntado a los inversores sobre las causas del fin de la negociación en la última *startup* en la que tuviesen la firma intención de invertir. No se trata de identificar las razones por las que un inversor invierte o no en una *startup*, sino de identificar qué causas ponen fin a un proceso de negociación en el que el inversor tenía la intención de invertir tras un avanzado análisis.

Entre las causas propuestas están las relacionadas con aspectos de la relación interpersonal entre emprendedor e inversor, las capacidades empresariales del equipo, la falta de acuerdo en varios aspectos de los términos de inversión o la valoración, así como otros como los cambios en el entorno competitivo de la *startup*, el condicionamiento de la operación a la entrada de financiación adicional o la conformación del grupo final de coinversores.

Si se tiene en cuenta que el periodo necesario para completar una ronda de financiación es de seis meses desde que se inicia hasta que los fondos se transfieren a la empresa, es fácil de imaginar que durante este tiempo se produzcan imprevistos, contratiempos o cambios de opinión. Aunque seis meses no sea el tiempo efectivo que consume cada inversor para tomar una decisión, es un tiempo suficiente para que aparezcan motivos como los anteriormente citados. Cada inversor individual puede tomar en el mejor de los casos un mínimo de dos meses en completar el proceso, siendo la conformación de todo el grupo de inversores para cerrar la ronda lo que alarga el periodo a seis meses.

Es un periodo que permite mucho tiempo para que emprendedores e inversores se conozcan y el inversor considere que el equipo emprendedor no estaba suficientemente capacitado para gestionar la empresa (el 44,6% de los inversores considera que es muy relevante). La segunda causa de relevancia también está ligada con el equipo emprendedor, en este caso, se trata de un tema de afinidad interpersonal, por una falta de «confianza» en los emprendedores, muy relevante para el 25,3% de los inversores.

Los seis meses de negociación son una etapa importante en el ciclo de vida de una *startup*, y en los que literalmente puede «pasar de todo», entre otras cosas, que los objetivos previstos a corto plazo no se alcancen, que el crecimiento se demuestre más lento de lo previsto, o que alguno de los clientes clave no se consiga. Este no

cumplimiento de las expectativas es la tercera causa para romper una negociación prometedora (20,8% lo consideran muy relevante). Véase la fig. 19.

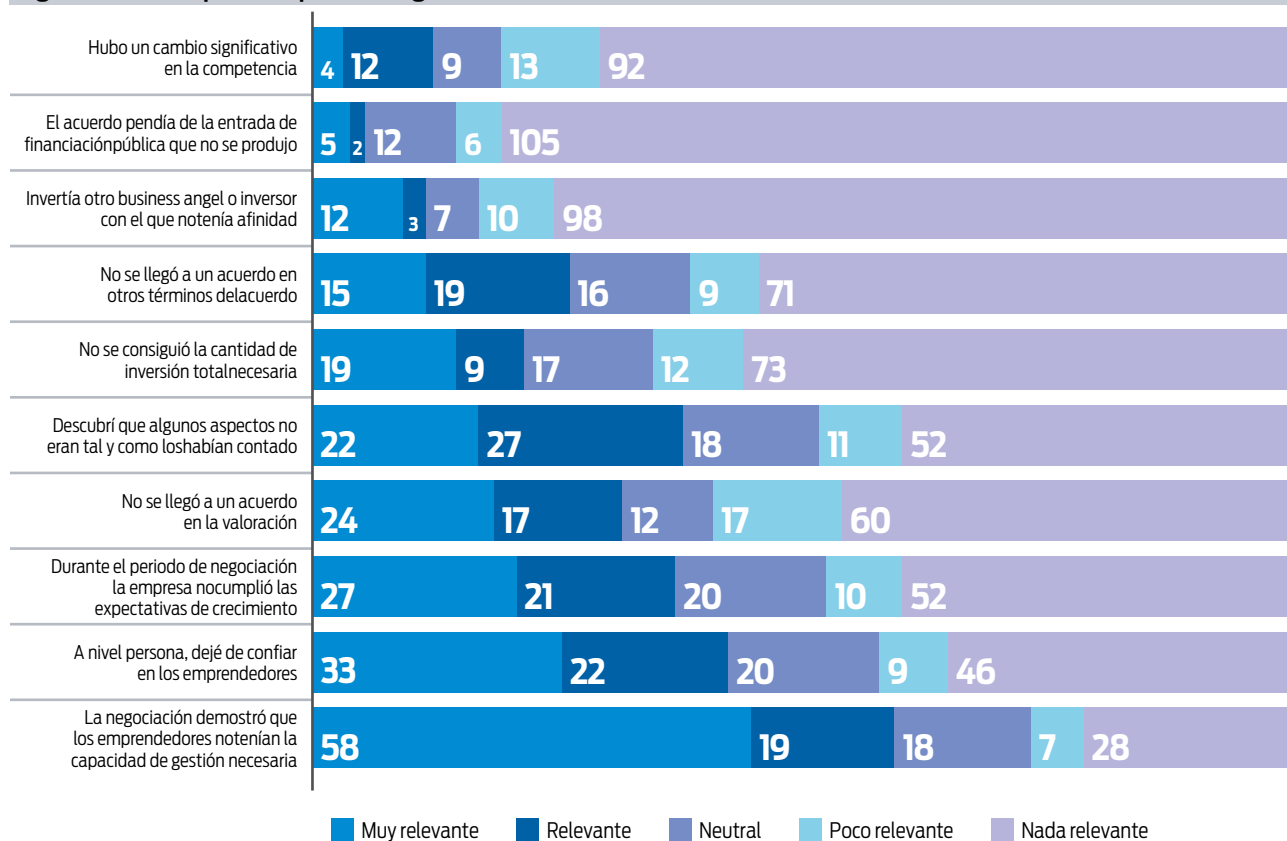


La tan discutida y temida valoración de la *startup* ocupa el cuarto lugar con el 18% de los inversores que consideran que ha sido una causa muy relevante en la ruptura de las negociaciones. Sin embargo, para el 46% de los inversores este motivo es irrelevante como disparador de la ruptura de negociaciones. Aún menos lo es la dificultad en acordar términos concretos del acuerdo de inversión, que solo es muy relevante entre un 11,5% de las ocasiones y en cambio ha sido irrelevante en más del 80% de los casos.

Entre las causas que son más irrelevantes para dar carpetazo a una negociación están las novedades en la competencia o el acompañamiento o no de fondos del sector público.

Cabe destacar que los inversores no parecen especialmente difíciles en cuanto a su disposición para coinvertir, ya que la presencia de otros inversores «non-gratos» solo es considerada relevante por menos del 10%.

Fig. 19: Razones para romper una negociación



CONCLUSIONES

La segunda edición de este estudio ha permitido confirmar y perfilar de forma más precisa los principales parámetros de la inversión ángel y el mercado español. Los resultados muestran una industria más variada con la entrada de nuevos inversores, la presencia de más inversores con mayor capacidad de inversión y tickets individuales, así como mejores signos de liquidez.

Tras la confianza en su círculo de socios y amigos, los inversores confían en las redes de *business angels* para iniciarse en la inversión y nutrirse de oportunidades, más claramente que a partir de actividades como eventos relacionados o aceleradoras. Algunos de ellos incluso confían únicamente en las redes como canal de proyectos.

Por primera vez se presentan cifras reales de las valoraciones de las operaciones realizadas por *business angels*. Estas cifras son inferiores a los valores que muestran otros estudios en el contexto internacional y pueden ser una fuente de atracción para la inversión internacional hacia España.

El equipo, su capacidad de respuesta y reacción, y la afinidad son importantes en la inversión ángel, ya que son este tipo de factores los que inciden en la ruptura de negociaciones avanzadas para realizar una inversión. Una vez el inversor tiene la clara intención de apoyar un proyecto, no son los cambios en el entorno, la aparición de competidores fuertes o la manifestación de la debilidad de un modelo de negocio los que finiquitan un proceso inversor, sino otro tipo de causas en torno al equipo y las personas.

La creciente inversión ángel aún muestra muchas aristas sobre las que actuar para lograr una mayor relevancia, profesionalidad e impacto en la financiación de empresas en áreas tempranas. A la luz de las conclusiones de este informe y la trayectoria marcada por el anterior, algunos de los retos del sector son:



Instalar la visión de la actividad de los inversores como una actividad en la que la creación de una cartera que persiga la diversificación es esencial, y sigue siendo un reto con la entrada continua de nuevos inversores al mercado;



Fomentar una mayor transparencia y conocimiento en el mercado a través de acercar información en áreas clave como la valoración, el valor aportado por los distintos agentes del mercado o el alcance y dimensión de la actividad ángel;



Promover la mayor presencia en el mercado de grandes empresas, tanto como posibles opciones de desinversión para los *business angels*, así como para desarrollar su papel de empresas tractoras de innovación en los sectores en los que operan;



Incentivar una mayor presencia y actividad de mujeres como inversoras.

AEBAN seguirá con el compromiso de generar y difundir conocimiento respecto a la actividad ángel para monitorear los cambios en el mercado, identificar las deficiencias y abordar líneas de acción, y finalmente, para hacer más transparente a todos los partícipes la actividad que se está llevando a cabo.

METODOLOGÍA Y AGRADECIMIENTOS

El objetivo de este estudio es la aportación de datos recientes y sistemáticos a la actividad y el perfil de los *business angels* para incluir aspectos relevantes a su actividad y operativa. Con este estudio AEBAN se propone contribuir a arrojar luz sobre el perfil y la actividad real de los *business angels* más allá de lo obvio, y recabando información tanto de los *business angels* más activos y visibles como de aquellos que siguen manteniendo una gran discreción respecto a su actividad.

El estudio se planteó a través de un cuestionario con dieciocho preguntas, enviado a todas las redes y asociados de AEBAN, combinado con el envío individualizado por parte de los autores a más de 400 inversores en activo. A fin de lograr una muestra representativa del mercado, la encuesta se difundió por varias vías, dando como resultado un 14% de las respuestas recogidas a través de las redes miembro de AEBAN, un 16% a través de envíos realizados por otros agentes del ecosistema, y el 70% restante de la campaña de envíos directos a personas identificadas como inversores en activo. Se han recibido un total de 172 cuestionarios válidos.

Al igual que en el estudio anterior, se utilizó un cuestionario anónimo. Esta característica, que ha posibilitado la recopilación de numerosas respuestas, también ha reducido las posibilidades de identificar y entrevistar directamente a algunos de ellos para profundizar en los aspectos más destacados y complejos.

AEBAN y los autores del estudio agradecen la colaboración de las redes miembros de AEBAN y de todos aquellos inversores que colaboraron con sus respuestas. Así como a Juan Luis Segurado (investigador de IESE) que amablemente contribuyó a la revisión del borrador.



LOS AUTORES

JUAN ROURE

Profesor del Área de Iniciativa Emprendedora. Ha sido miembro del International Advisory Board (IAB) del IESE. Anteriormente, trabajó como profesor visitante de la Universidad de Stanford, del INSEAD, de la Harvard Business School y de CEIBS (China). Es ingeniero industrial por la Universidad Politécnica de Cataluña (UPC), MBA por ESADE, ISP Harvard Business School, y doctor por la Universidad de Stanford.

Ha sido fundador y dirige la Red de Business Angels y Representantes de Family Offices del IESE. Entre 2008 y 2015 ha sido presidente de AEBAN (Asociación Española de Business Angels Network). Es miembro del Consejo de Administración de Vallis Capital Partner. Ha formado parte del Consejo de Administración del ICF (Instituto Catalán de Finanzas), del Consejo Asesor Europeo de The Carlyle Group, y del Consejo de Administración de EBAN (European Business Angel Network).

AMPARO DE SAN JOSÉ RIESTRA

Directora de la Red de Inversores Privados y Family Offices del IESE. Colabora activamente con otras redes en América Latina y Europa a través de XCALA y BAE. Sus publicaciones más recientes incluyen varios casos de estudio para su uso académico, «Modelos de aceleradoras para emprendimiento social: tres casos prácticos», «El ciclo de private equity en Europa: Gestión y Adquisición», o la política pública para el desarrollo de la inversión privada. Licenciada en ADE en la Universidad de Oviedo, MA en Política Europea en South Bank University (Reino Unido) y PDD en IESE Business School.

Antes de unirse a la Red de IESE, trabajó para el Banco Interamericano de Desarrollo y el Centro de Estudios de Política Europea. Es miembro del Consejo Asesor de XCALA, la iniciativa para el fomento de la inversión ángel en América Latina.

AEBAN



© Marzo 2017