

INFORME

BUSINESS ANGELS

2019

**LA INVERSIÓN EN *STARTUPS*:
ACTIVIDAD Y TENDENCIAS**

MAYO DE 2019.
ESTUDIO PUBLICADO POR:



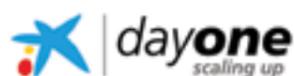
AUTORES: JUAN ROURE Y AMPARO DE SAN JOSÉ
IESE BUSINESS SCHOOL – UNIVERSIDAD DE NAVARRA



INSTITUTIONAL PARTNER:



FINANCIAL PARTNER:



LEGAL PARTNER:

HF LEGAL
www.hflegal.es

PRÓLOGO INFORME 2019

Un año más, me complace presentar la cuarta edición del informe AEBAN sobre la inversión de los *business angels* en España, con la finalidad de contribuir a la mejora del conocimiento del ecosistema inversor y en el que se ha invitado a participar a inversores relevantes que han contribuido con comentarios cualitativos.

La actividad del año 2018 muestra ligeras variaciones en destacadas magnitudes relativas a los inversores privados y a las *startups*, lo que contribuye a reivindicar el valor del análisis realizado y su utilidad para los agentes públicos y privados del ecosistema inversor.

Una de las principales magnitudes del informe es el aumento de la edad de los inversores privados, el 68 % de los cuales se sitúa por encima de los 45 años, lo que coincide con su perfil de altos directivos y fundadores de compañías.

En cuanto a la experiencia de los inversores, cabe resaltar que más de la mitad de ellos invierte desde hace menos de siete años. Este dato nos debe llevar, una vez más, a animar a los inversores privados a mejorar en su formación para la actividad inversora y en la coinversión para diversificar la cartera mediante un número medio de inversiones superior al actual, que debiera ser de, como mínimo, diez compañías participadas, con la finalidad de minimizar el riesgo.

La valoración media de las operaciones merece especial atención, ya que se ha moderado

en la fase más incipiente de los proyectos y se ha incrementado en fases sucesivas, lo que confirma la mayor sofisticación del análisis que realizan los inversores.

Como principales áreas de mejora destacan la necesidad de implementar medidas de estímulo fiscal a la actividad inversora que permitan mantener la competitividad de nuestro ecosistema inversor, así como aumentar la participación de las mujeres en la actividad inversora y las inversiones de impacto social.

De nuevo, debemos destacar la consolidación de las redes de *business angels* como principal instrumento de articulación del sector, por su labor de selección y presentación de oportunidades de inversión a los *business angels* quienes, un año más, las destacan como principal fuente de identificación de inversiones.

Por último, deseo agradecer la participación de los inversores y encuestados que hacen posible la existencia del presente informe y la excelente labor del profesor Juan Roure y de la investigadora Amparo de San José, de IESE, en la confección del informe y en la mejora de su contenido a través de la introducción de nuevas variables objeto de análisis, las cuales nos permiten obtener una visión completa del ecosistema.

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 aquellas entidades que realicen actividades de inversión en etapas iniciales: redes, grupos y clubs de inversores, sociedades y fondos de inversión activos en etapa semilla y de arranque, aceleradoras e incubadoras y plataformas de financiación participativa.

En la actualidad AEBAN asocia un total de 35 redes de *business angels* en 10 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 los siguientes:

- Aglutinar a todas las asociaciones y/o redes de inversores privados (*business angels*) de España.
 - Servir de foro de intercambio de información, experiencia y proyectos entre representantes de las asociaciones y/o redes de *business angels*, administraciones públicas, instituciones de enseñanza y cualesquiera otras entidades o instituciones interesadas en los fines de la Asociación.
 - Colaborar en la promoción e intercambio de proyectos de inversión.
 - Ejercer el papel de interlocutor de las asociaciones y/o redes de *business angels* con instituciones públicas o privadas, así como administraciones públicas, en relación con la promoción de la actividad de los *business angels*.
 - Relacionarse con otras asociaciones y redes en ámbitos internacionales.
 - Identificar, promover y compartir las “mejores prácticas” en el desarrollo de las actividades de las asociaciones y/o redes de *business angels* y en los procesos de inversión.
 - Fomentar el aprendizaje y la actualización constante de conocimientos entre los asociados 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 los estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada.
- Estos fines se llevarán a cabo, principalmente, mediante las actividades siguientes:
1. La creación de puntos de encuentro periódicos entre asociaciones y/o redes de *business angels*, *business angels*, administraciones públicas, instituciones de enseñanza y emprendedores, para la puesta en común de información, experiencias y proyectos, así como para la reflexión sobre cuestiones específicas que afectan a los *business angels*.
 2. Contactos con asociaciones y redes internacionales.
 3. El desarrollo de una plataforma que permita interactuar a los agentes del mercado, los emprendedores y los empresarios con las asociaciones y/o redes de *business angels*.
 4. La interlocución con instituciones públicas y privadas, así como con administraciones públicas, en representación de las asociaciones y/o redes de *business angels*, para la promoción de la actividad de los *business angels*.
 5. La elaboración y difusión de un catálogo de “mejoras prácticas”.
 6. La organización de cursos de formación y divulgación.

CIFRAS CLAVE

- El perfil del inversor en 2018 refleja un incremento en la media de edad de los inversores, el 68 % de los cuales supera los 45 años. Se trata principalmente de altos directivos, fundadores y profesionales de la consultoría (60,2 %), entre los que dominan los provenientes de tecnología y finanzas (59,6 %). El 58,4 % invierte desde hace menos de 7 años.
- La cantidad media que cada inversor invierte en una *startup* se ha reducido a 37.600 euros, y el ticket más habitual en cada inversión a 20.000 euros en 2018. Ambos descensos suponen entorno al 20 % respecto a los mismos valores del año pasado. Para muchos inversores, más del 47 %, es imprescindible coinvertir, ya que solo disponen de un máximo de 50.000 euros al año.
- Para una parte de los inversores, las carteras siguen mejorando en cuanto a diversificación, aunque el reto sigue siendo importante, ya que el 45 % aún tiene menos de 5 inversiones y casi el 26,52 % menos de 10. La experiencia de los inversores también mejora, ya que se incrementa la proporción de inversores que han realizado más de 11 inversiones.
- La inversión a nivel nacional sigue siendo la dominante, con el 39 % de los inversores. Nuevamente, sigue siendo remarcable el 28 % de inversión internacional.

45%

DE LOS INVERSORES TIENE MENOS DE 5 INVERSIONES

59%

DE LOS INVERSORES HA AMPLIADO SU PARTICIPACIÓN EN UNA *STARTUP* YA FINANCIADA

9%

ES EL AUMENTO QUE HAN SUFRIDO LAS VALORACIONES EN FASE PRE-SERIE A

91%

DE LOS INVERSORES CONSIDERA QUE LA FORMACIÓN ES IMPORTANTE

- La actividad de los *business angels* ha dejado de ser “invisible”: las oportunidades de inversión les llegan directamente de los emprendedores (61 %), a través de redes (64 %), también visibles para los emprendedores, y amigos y socios (63 %).
- Las plataformas de *crowdequity* siguen ocupando posiciones y ya son utilizadas por el 27,4 % de los inversores para ampliar sus oportunidades de inversión.
- Un número creciente de inversores, el 16 %, no ha estado activo en 2018; del resto, el 73 % ha realizado entre 1 y 5 inversiones en 2018. El número de inversores que han acompañado a sus participadas en rondas posteriores se ha incrementado hasta el 58,6 %, respecto del 50 % del año anterior.
- Los emprendedores buscando financiación para etapas iniciales, pre-mercado, han visto más comprimidas sus valoraciones, con el valor medio en torno a 700.000 euros, frente a 912.000 euros en (2017).
- En las valoraciones de las *startups* más avanzadas, en fases previas a la serie A y con tracción de mercado, se observa un ligero incremento en las valoraciones medias del 9,3 %. Este incremento es notablemente mayor el último cuartil de las inversiones, donde las valoraciones han escalado de 3,5 millones a 5 millones de euros y han alcanzado un máximo de 50 millones.
- El sector del *software*, con el 56,7 % de los inversores activos, sigue siendo el sector más popular entre los inversores, seguido del conjunto “salud”, que incluye biotecnología y farmacia, que ha escalado hasta el 29,6 %. Como tercer destacado, continúa finanzas y banca, que llega al 31 %.
- Actuaciones e iniciativas como la formación (el 91 % la considera importante), la participación en una red de *business angels* (el 81 % coincide en su importancia) o el establecimiento de un código de conducta o mejores prácticas (el 67 % lo considera adecuado) son consideradas como motores potenciales de la profesionalización del sector.
- Entre las tendencias que los inversores esperan que se materialicen en 2019 están la entrada de más fondos internacionales, el papel más activo de los *corporates* en el sector y la especialización tecnológica de los inversores. Por el contrario, no se esperan cambios en la facilidad de encontrar financiación para las *startups* o una limitación de la inversión por parte de los inversores.

PERFIL INVERSOR

El análisis del perfil inversor, aunque no arroja grandes variaciones de año en año, permite constatar la evolución y consolidación de tendencias, así como identificar cambios significativos a medio plazo. Variables como la experiencia profesional, la edad, el sexo o el ámbito de inversión son relevantes, entre otros, para emprendedores o agentes públicos que busquen influir en el desarrollo de la actividad.

Entre otros, la experiencia profesional puede condicionar la propensión de los inversores a invertir en unos u otros sectores en los que se siente más próximo. La experiencia como emprendedor aparece relacionada con la cantidad invertida en cada operación (ACA, 2018¹), así como el sexo, ya que hay una mayor proporción de inversiones en *startups* lideradas por mujeres (WA4E, 2018²).

¹ Laura Huang, *The American Angel Report*, Angel Capital Association, resultados de la American Angel Campaign, 2018, www.theamericanangel.org/.

² Business Angels Europe, "The Barriers and Opportunities for Women Angel

EDAD DE LOS INVERSORES

La edad media de los inversores sigue concentrándose en el tramo medio de actividad profesional, es decir, en profesionales y empresarios entre 45 y 54 años, un grupo que aglutina hasta el 68 % de los inversores (véase la Figura 1).

A lo largo de los años se ha consolidado el tramo de edad superior a 45 años y, en particular, el de los inversores con edades comprendidas entre 45 y 54 años, que casi ha doblado su representación. A excepción de la cota máxima reportada en 2017 para la edad comprendida entre 25 y 44 años, este grupo más joven pierde peso en el conjunto de inversores (véase la Figura 2).

La continuidad en los grupos de edad respecto al año anterior confirma el paralelismo en perfil de edad con los inversores norteamericanos, donde el 43 % tienen más de 61 años y donde la proporción de inversores menores de 40 años apenas alcanza el 8 % (ACA, 2018).

La participación de mujeres inversoras en *startups* no parece evolucionar favorablemente, aunque los esfuerzos realizados por entidades como WA4STeam, IESE o Impulse for Women se espera que den sus frutos en los próximos años.

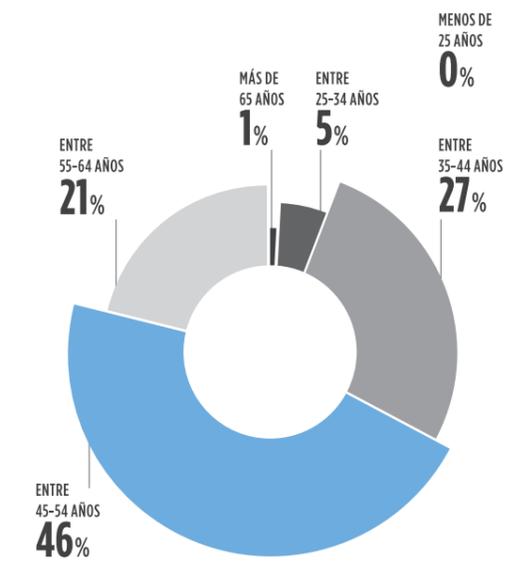


FIG. 1: EDAD DE LOS INVERSORES EN 2018

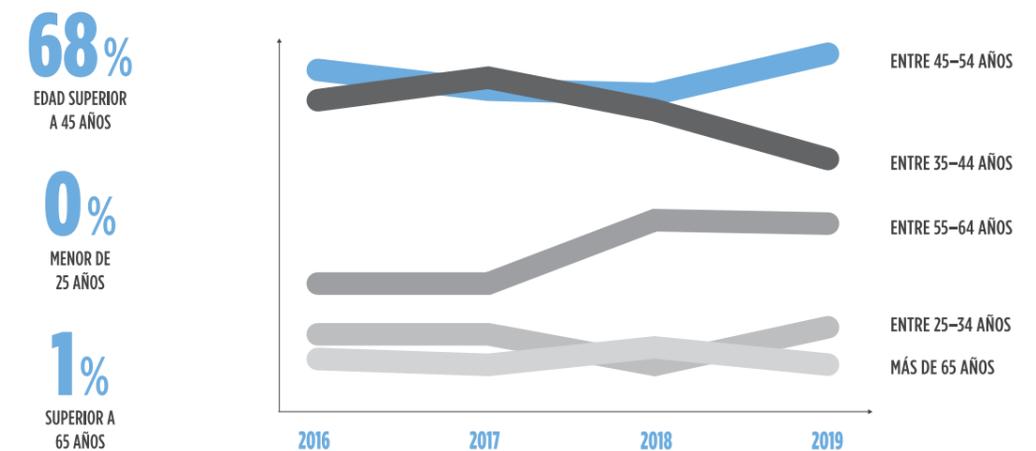


FIG. 2: EVOLUCIÓN DE LA EDAD DE LOS INVERSORES 2015-2018

EXPERIENCIA PROFESIONAL DE LOS INVERSORES

Los profesionales que se adentran en la inversión de tipo *business angel* presentan perfiles de experiencia profesional concentrados en un reducido espectro de sectores económicos, entre los que destacan la tecnología y las finanzas, que se acercan en conjunto al 70 % (véase la Figura 3).

Si bien se suele considerar que las *startups* de ciertos sectores de actividad no consiguen más inversión debido a la falta de inversores especializados en éstos, algunos inversores consideran que la causalidad se produciría en dirección contraria. Es decir, que el dominio en foros de inversión, redes o aceleradoras de *startups* centradas en negocios digitales hace que profesionales de otros sectores no se acerquen a la inversión de tipo *angel*.

Un claro ejemplo sería la dificultad de encontrar inversión en proyectos de carácter más industrial o nichos muy especializados donde podría echarse en falta la capacidad de análisis y los conocimientos tecnológicos específicos:

«Hemos enfocado demasiado la inversión hacia las TIC y, por eso, hay menos perfiles profesionales que provienen de sectores como la salud o la educación. Pero, ahora, se están acercando inversores que provienen del mundo industrial y que buscan inversiones ‘distintas’ a las *startups* más habituales.»

David Mor

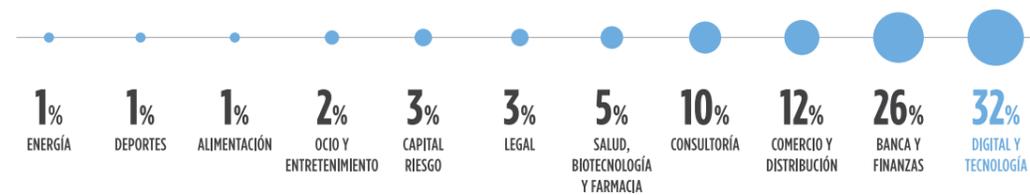


FIG. 3: SECTOR DE EXPERIENCIA PROFESIONAL DE LOS INVERSORES

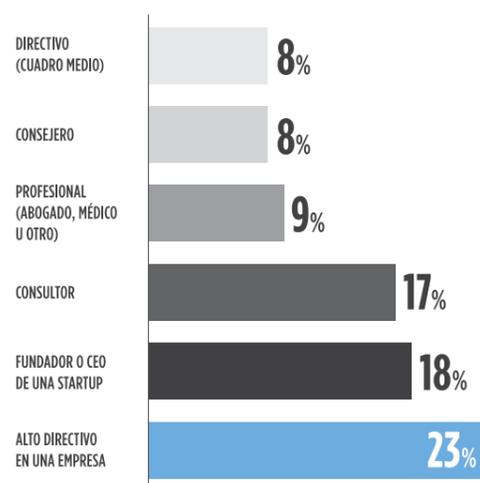


FIG. 4: PUESTO QUE OCUPABAN LOS INVERSORES AL INICIO DE SU ACTIVIDAD INVERSORA

Así mismo, se confirma que, entre los puestos que ocupan los inversores en el momento de iniciarse en la inversión, destacan los altos directivos (véase la Figura 4). Aunque muchos emprendedores prefieren inversores que hayan pasado por un proceso similar de crear y forjar una empresa, el perfil de alto directivo ofrece también ventajas. En general, los inversores con perfil directivo están o han estado expuestos a contextos internacionales, tienen un conocimiento muy profundo de áreas de gestión específicas y pueden ser de gran valor para ampliar la red de contactos y el acceso a grandes empresas.

AÑOS DE EXPERIENCIA COMO INVERSOR

Los resultados de este estudio confirman el continuo flujo de entrada y cese de actividad entre los inversores en *startups*. Como se observa en la gráfica sobre los años de experiencia de los inversores en activo, la proporción de los inversores que se iniciaron antes de 2007 ha disminuido en todas las categorías, mientras que el número de quienes se unieron en el 2012 y años posteriores ha aumentado.

De esta forma, la experiencia española se aleja, respecto a la encuesta anterior, de la estadounidense, donde un 20 % de los inversores en activo acumula más de 18 años de experiencia.

Para algunos inversores esto no es un hecho sorprendente y estaría relacionado con el nivel de “amateurismo” del sector, entendido éste como la falta de conocimiento y planificación de la actividad de inversión de los entrantes a la actividad:

«Si empiezas por hobby y no profundizas en la realidad, eso es lo que ocurre [...] el entusiasmo inicial se apaga al cabo de unos años por falta de la visión adecuada. Generalmente, se infravalora el esfuerzo, conocimiento, tiempo y fondos que la inversión *business angel* requiere!»

Jose Martín Cabiedes

«La falta de planificación financiera lleva al inversor a una tormenta perfecta: invierte mucho al principio, a los cuatro años no ha tenido ninguna salida con liquidez y, finalmente, deja de invertir. Pocos son conscientes de la necesidad de diversificar y de que, posiblemente, son diez años hasta la desinversión.»

François Derbaix

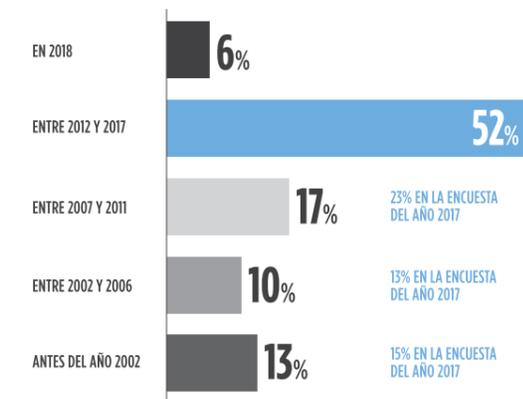


FIG. 5: AÑOS DE EXPERIENCIA DE LOS INVERSORES EN ACTIVO

CAPACIDAD DE INVERSIÓN

La muestra de inversores ofrece una capacidad de inversión anual limitada de éstos, que se mantiene en cifras similares a las de la encuesta anterior. En ambas, una amplia mayoría de inversores (67 %) dispone de menos de 100.000 euros de inversión al año.

Por el contrario, se observa un ligero incremento en el segmento superior, entre los inversores con más de 500.000 euros disponibles anualmente para invertir, que aumentan su representación hasta el 8,4 %, lo que significa algo más de dos puntos. Estos inversores con capacidad de invertir una cantidad superior a 500.000 euros anuales provienen principalmente del sector de la tecnología, banca y finanzas y distribución.

En este contexto, para muchos inversores, más del 47 %, es imprescindible coinvertir, ya que solo disponen de hasta 50.000 euros al año y, por lo tanto, para lograr una diversificación óptima tendrían que aunar esfuerzos.

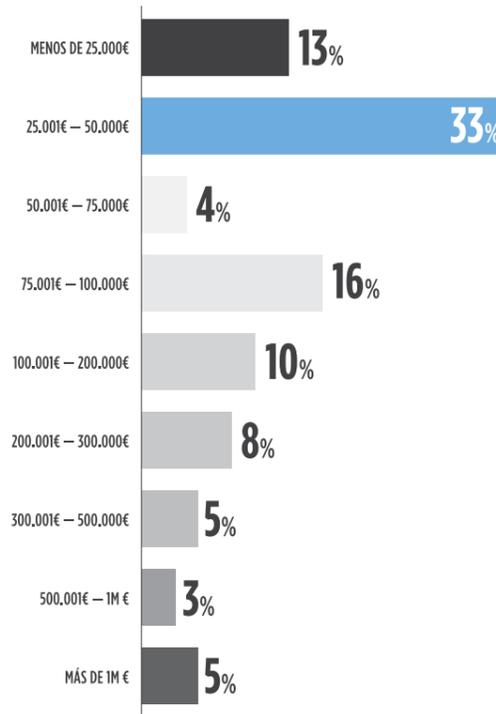


FIG. 6: CANTIDAD DISPONIBLE ANUALMENTE PARA INVERTIR EN STARTUPS

DIVERSIFICACIÓN PATRIMONIAL: PROPORCIÓN DEDICADA A INVERTIR EN STARTUPS

Los inversores españoles siguen siendo “prudentes” y con exposición limitada a esta actividad, es decir, el número de inversores que dedican menos del 10 % a la inversión en startups se mantiene en torno al 68 % del total.

Aun así, es necesario insistir en disminuir el riesgo de esta exposición mediante la ampliación del tamaño de las carteras y la coinversión.

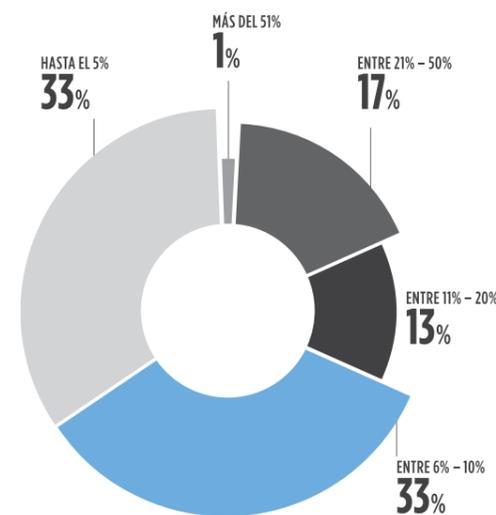


FIG. 7: PATRIMONIO DEDICADO A INVERTIR EN STARTUPS

ACTIVIDAD

ÁMBITO GEOGRÁFICO DE INVERSIÓN

La inversión a nivel nacional sigue siendo el ámbito dominante, con el 39 % de los inversores. A pesar de que no se destaca como una actividad típica de este tipo de inversores, el 28 % de los inversores declara invertir a nivel internacional.

Los datos más comparables de actividad internacional de los *business angels* hacen referencia a los “super inversores”, que son parte del programa del FEI para *business angels* europeos³. Los datos disponibles indican que un 44 % de estos inversores participan en operaciones internacionales.

Entre los inversores activos internacionalmente predominan aquellos con mayor capacidad de inversión. El 48,4 % del grupo que indica actividad internacional dispone

de más de 200.000 euros para inversión anual, lo que supone una diferencia notable con el 18,5 % del total de la muestra.

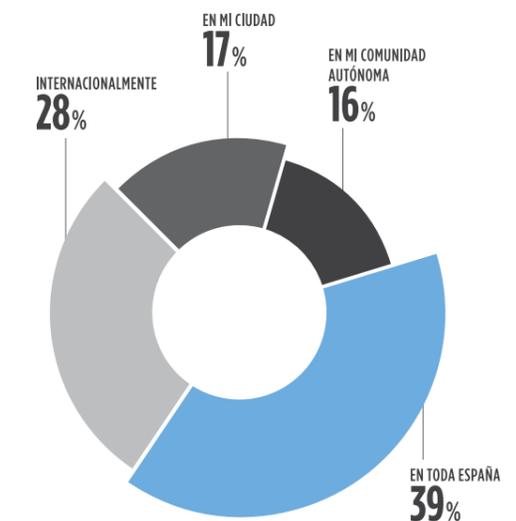


FIG. 8: ÁMBITO GEOGRÁFICO DE INVERSIÓN

³ Dato obtenido de la presentación del FEI en Bruselas, el 6 de marzo.

FUENTES DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

La terna de fuentes favoritas de los inversores para generar oportunidades de inversión se mantiene estable, con una mínima ventaja de las redes de *business angels* sobre el entorno de confianza personal y profesional y sobre el contacto directo de los emprendedores (véase la Figura 9).

Las redes, como veremos más adelante, confirman su importancia en dos aspectos, como oportunidad de diversificación y, sobre todo, como entornos que contribuyen a la profesionalización de los inversores.

Además, se confirma que la actividad de los *business angels* ha dejado de ser “invisible”, como se consideraba tradicionalmente. Los emprendedores conectan cada vez más directamente con los inversores. La presencia de éstos en eventos de carácter público y en LinkedIn ha cambiado la tradicional discreción por un perfil más público de los inversores.

Las plataformas de *crowdequity* siguen aumentando su presencia en el entorno de los *business angels* y aumentan su relevancia como fuente de proyectos para el 27 % de los inversores, creciendo desde el 16 %.

El crecimiento de las plataformas se beneficia de su esfuerzo para encarar y disminuir una cierta percepción de selección adversa. Una de las fórmulas para ellas es aliarse con inversores reconocidos, lo que les permite vencer la percepción inicial que les asociaba a financiación de segundo recurso, es decir, si la *startup* no conseguía inversión de *business angels*. Para los inversores, las plataformas son un agente consolidado en el mercado.

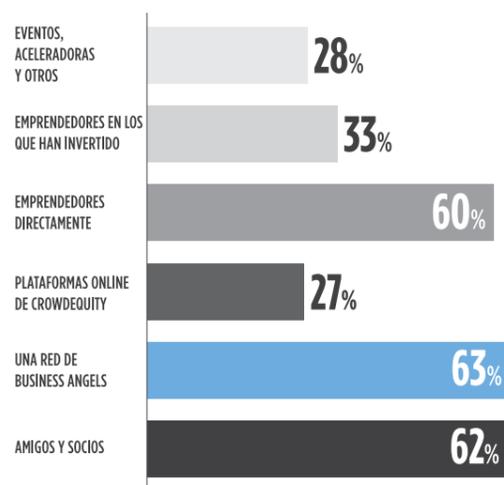


FIG. 9: FUENTES DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

«Mi recomendación para un *business angel* que se esté iniciando es invertir a través de alguna plataforma tipo *crowdequity* o a través de alguna red o grupo. Es fundamental la diversificación, la coinversión y un periodo de aprendizaje del ecosistema emprendedor.»

Jaime García Murillo

«La continuidad y crecimiento de las plataformas dependerá del éxito en cuanto a rendimiento que sean capaces de generar. De momento ya se ha limitado la selección adversa: no son los proyectos que no encuentran financiación los que acuden en las plataformas y algunas de éstas coinvierten con inversores reputados»

Javier Sánchez-Guerrero

INVERSIÓN Y RENDIMIENTOS

INVERSIÓN EN 2018

El año 2018 ha sido un año de descanso o parón para muchos inversores, con un 16 % de inversores que no ha realizado ninguna inversión, lo que supone un incremento en relación con el 10 % del año anterior, aunque algo inferior al 18 % de 2016. Un 3 % de los inversores ha incrementado notablemente su cartera y han completado más de diez inversiones en este año.

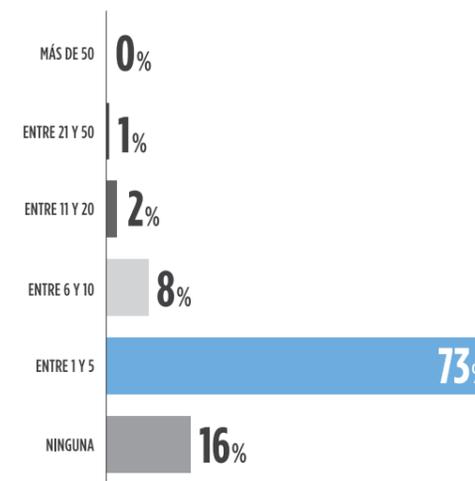


FIG. 10: INVERSIONES REALIZADAS POR CADA INVERSOR EN 2018

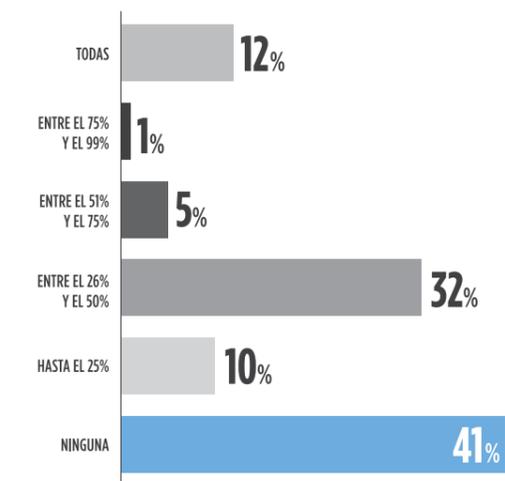


FIG. 11: RELEVANCIA DE LAS INVERSIONES EN CARTERA REALIZADAS EN 2018

El porcentaje de inversores que ha acudido a ampliaciones de capital de algunas de las *startups* ya participadas ha subido hasta el 58,6 % desde el 50 % de 2017. Esta inversión de acompañamiento sigue aumentando, a la vez que lo hace la cifra en los Estados Unidos, que se sitúa en el 58 %. Un dato que resulta interesante respecto al tipo de operaciones en las que participan los *business angels* en Estados Unidos es el alto porcentaje de post serie A al que acuden. El 36 % de las inversiones que realizan es post serie A, incluidas algunas en serie C y una en serie A (ACA, 2018⁴).

Sin embargo, como se ve en la gráfica siguiente, el número de inversores que ha realizado únicamente operaciones de acompañamiento a su cartera actual se ha reducido drásticamente y ha pasado del 34 % (2017) al 12 % (2018).

«Me gusta participar cuando puedo en rondas de *follow-on* con otros *business angels* antes de que lleguen los fondos, ya que en esta fase aún no se han mitigado los suficientes riesgos para discernir entre las que irán bien y las que irán mal.»

François Derbaix

⁴ El estudio ACA 2018 recoge datos de las redes de inversores, no de inversores individuales.

En cuanto a la cantidad invertida por *startup*, hay una evolución hacia cantidades menores ya que, como se ve, el número de tickets de inversión individuales inferiores a 25.000 euros ha aumentado notablemente hasta el 48,6% (35% en 2017). También se observa un cambio en los tickets entre 25.001 euros y 50.000 euros, el 18% (22% en 2017). Un 29,4% invierte cantidades superiores a 50.000 euros por empresa. En la muestra de 2018 ningún inversor ha reportado

cantidades invertidas por empresa superiores a 300.000 euros, mientras que en 2017 sí estaban representados, con el 5% de inversores participando con tickets individuales superiores a esa cifra.

La inversión media en 2018 corresponde a 37.600 euros (prácticamente 10.000 euros menos que el año anterior), con un valor mediano de 25.000 euros y ticket más frecuente de 20.000 euros (5.000 euros menos que en 2017).

HISTORIAL DE INVERSIÓN

Sigue la tendencia a la acumulación de experiencia por parte de los inversores. A lo largo de las cuatro ediciones de este estudio se comprueba una notable disminución del número de inversores que han realizado menos de cinco inversiones en toda su trayectoria, aunque sin cambios notables desde el año pasado.

La excepción más notable es el movimiento compensatorio del 3% entre los inversores del tramo de 6 a 10, que aumenta entre 11 y 20. En ese mismo porcentaje se incrementan los inversores con las trayectorias más activas, con más de 50 inversiones realizadas.

Entre los inversores que se iniciaron antes de 2011, la evolución de las inversiones realizadas es obviamente más alentadora y, como se observa en el gráfico siguiente, más del 60% ya ha realizado más de 11 inversiones, frente al 43% de la muestra general. Incluso, proporcionalmente, es notable la diferencia entre aquellos que han realizado más de 21 inversiones, un 21% frente al 11% de la muestra no segmentada.

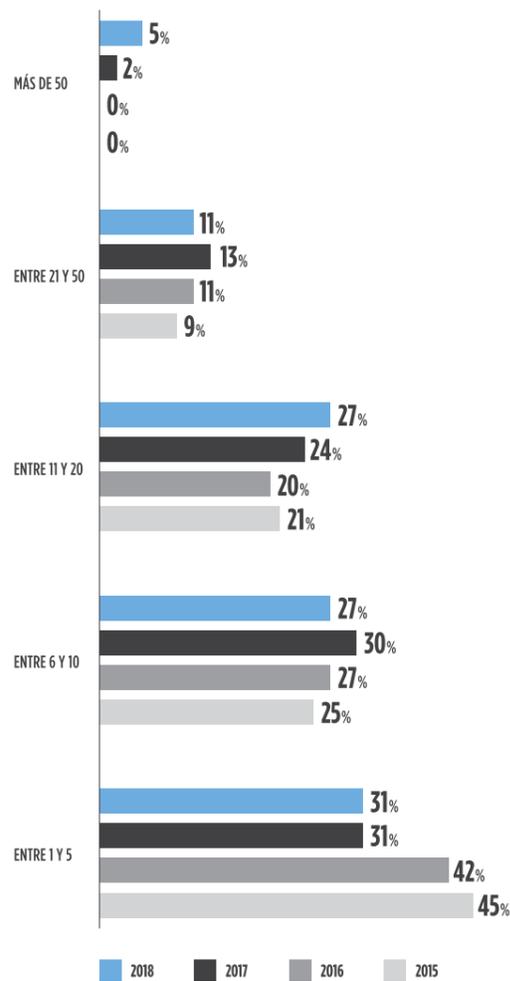
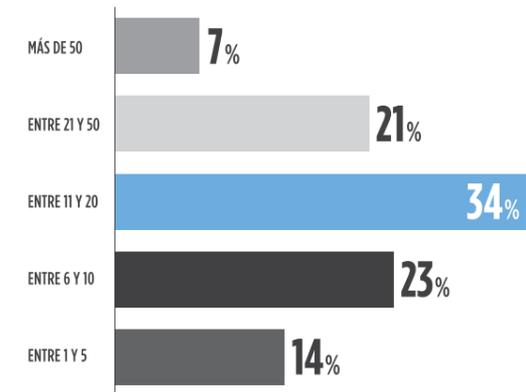


FIG. 12: HISTORIAL DE INVERSIONES REALIZADAS (DATOS A FINAL DE CADA AÑO)

FIG. 13: INVERSIONES REALIZADAS POR INVERSORES INICIADOS ANTES DE 2011



EXPOSICIÓN ACTUAL

El cambio más importante en beneficio de la diversificación del riesgo se observa en el 44% de los inversores que tienen menos de cinco inversiones actualmente en cartera que, aun siendo un porcentaje notable, se ha reducido desde el 53% del 2017. Esa diferencia se ha incrementado más notablemente entre los inversores que tienen actualmente en cartera más de 6 y más de 11 inversiones. Las carteras disminuyen una vez superan la barrera de las 20 inversiones, salvo en el 3% superior.

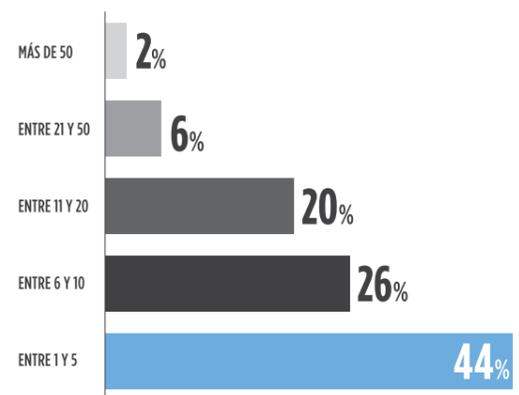


FIG. 14: INVERSIONES EN CARTERA A FINAL DE 2018

50 inversiones, que representan el 13%, frente al 6% de la muestra sin segmentar. En el resto de los segmentos hay variaciones entre el 1% y el 3%, siendo del 41% quienes, invirtiendo desde 2011, tienen carteras inferiores a las 5 empresas.

En la comparativa internacional, los datos recogidos muestran una aproximación y mejora en el conjunto, pero con riesgos importantes para una parte importante de los inversores, ya que hay un gran número de inversores con una cartera de 2 inversiones (moda 2018).

	ESPAÑA	EEUU
MEDIANA	6	7
MEDIA	9	11
MODA	2	
RANGO	1-73	1-106

FIG. 15: COMPARATIVA INTERNACIONAL

Entre el grupo de inversores con más tiempo en la actividad, anteriormente a 2011, la principal diferencia en el tamaño de las carteras vivas se produce en el segmento entre 21 y

No existe un amplio consenso en cuanto al tamaño de las carteras para una óptima diversificación del riesgo. Algunos estudios recientes (Harrison 2018⁵) proponen que el tamaño mínimo para evitar un alto riesgo de obtener rendimientos negativos se sitúa en 50 inversiones. En la misma línea se alinea la práctica del *spray and pray* promovida por algunos inversores.

Sin embargo, los inversores consultados para este estudio se alejan de estas cifras, no sin antes enmarcar este debate en lo que se considera “inversión *angel* activa”, es decir, con el componente de capital inteligente que caracteriza a los *business angels*.

Una solución razonable para los *business angels* es combinar inversiones en las que toman un papel activo con otras en las que solo toman una posición financiera.

⁵ Datos de la presentación de Richard Harrison, “Angel Investing: Trends in the USA and Europe”, en el VII Congreso de Business Angels AEBAN “Building the Ideal Portfolio”, de 8 de noviembre de 2018.

«Para los *business angels* que no se dedican a tiempo completo es complicado estar activo en más de 3 o 5 inversiones a la vez. Para ampliar este número es necesario coinvertir. Y en esto son claves las redes de *business angels* y la inteligencia colectiva.»

María Luisa García

«Es difícil cuantificar el tamaño óptimo de la cartera... Cincuenta, como indica algún estudio reciente, parece difícil de ejecutar para un *business angel*, pero seguro que por debajo de diez es irracional. Quizá una buena opción esté entre diez y veinte.»

José Martín Cabiedes

RESULTADOS DE LAS DESINVERSIONES

La deseada liquidez todavía es limitada. El 61 % de los inversores no materializó ninguna inversión en 2018 (véase la Figura 16). El 36 % de los inversores asumieron pérdidas en las desinversiones materializadas.

Aunque los datos son escasos en cuanto a desinversiones positivas, entre los inversores que obtuvieron resultados positivos destacan aquellos que se mueven entre múltiplos de 3 a 11.

Sin embargo, como también apuntan algunos inversores consultados, estas cifras probablemente ocultan un importante número de desinversiones no materializadas, es decir, posiciones en *startups* aletargadas o con

expectativas de resultados negativos pero que no se han formalizado legalmente en quiebra o cierre de la sociedad. En otros países, los múltiplos inferiores a 1 alcanzan incluso el 70 % (ARI, 2016⁶), aunque estudios anteriores cifran las pérdidas en torno al 35 % (ACA, 2007⁷).

⁶ Angel Research Institute, “Angel Returns Study”, 2016

⁷ Angel Capital Association, “Returns to angel investors in groups”, 2007, <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelGroupResarch/1d%20-%20Resources%20-%20Research/ACEF%20Angel%20Performance%20Project%2004.28.09.pdf>

El anterior estudio AEBAN para el año 2017 arrojó luz sobre las expectativas de tiempo de espera hasta la desinversión y la cifra en un periodo escasamente superior a 5 años. Sin embargo, la evidencia académica y los inversores más expertos alargan el periodo para la desinversión hasta 9 o 10 años para obtener los rendimientos más lucrativos en términos de múltiplos (ARI, 2016).

«Si el tiempo medio de salida para un fondo de capital riesgo es de ocho años, para los *business angels* es sin duda mayor [...]. Por eso, si se quiere liquidez no hay que desaprovechar la oportunidad de vender en cuanto sea posible, por ejemplo, vendiendo la participación al fondo que entra [...] si se puede [...]»

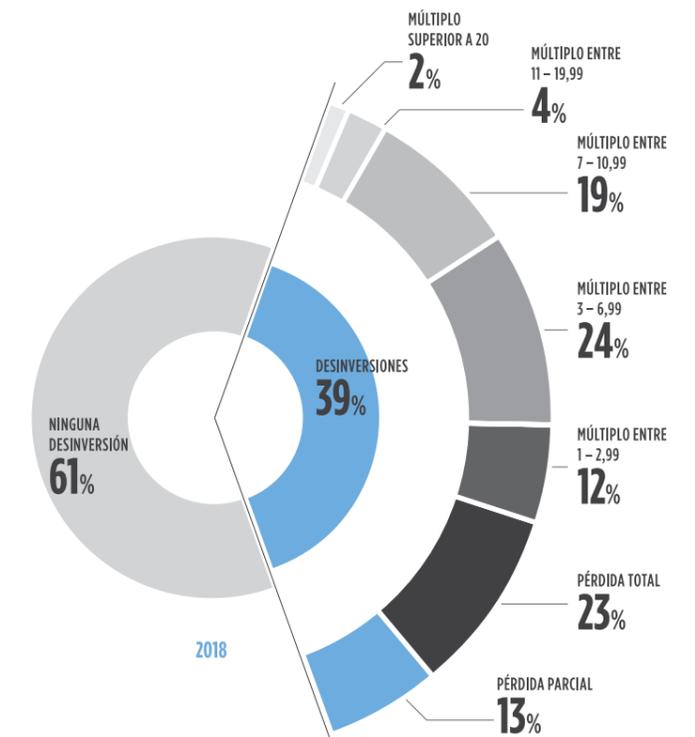
François Derbaix

La venta a una gran empresa ya sea nacional o multinacional es el principal mecanismo para la salida de los *business angels* de las inversiones, ya que así se producen hasta el 50 % de las desinversiones ocurridas. Tras la venta a una gran empresa internacional, la liquidez se ha obtenido por la venta de las participaciones a un fondo que invierte en la *startup* en la fase posterior.

«Un *corporate* en el accionariado puede ser muy favorable al principio, pero limita la posible venta futura a otra empresa. Lo óptimo es plantear una compra por tramos si se cumplen determinados resultados y desarrollo.»

Enrique Penichet

FIG. 16: DESINVERSIÓN Y RESULTADOS OBTENIDOS EN 2018



EXPECTATIVAS DE LOS INVERSORES

Los inversores se muestran más optimistas que el año pasado respecto a las perspectivas para el conjunto de su cartera. Son pocos los inversores que consideran que perderán todo o parte de su capital invertido, el 0.86 %.

En el extremo contrario son más, el 6 %, los que esperan que su cartera produzca un múltiplo superior a 20 veces la cantidad invertida.

En general, este optimismo también se encuentra entre el escaso 6 % que espera rendimientos inferiores a 3, y se ha incrementado notablemente el tramo de quienes esperan hasta 7 veces la inversión. En el tramo más alto, con retornos superiores, las expectativas se mantienen.

Aunque los inversores son optimistas, la realidad puede ser tozuda: según datos internacionales, el 39 % de los inversores pierde toda o parte de la cantidad invertida en el conjunto de la cartera (ARI, 2016).

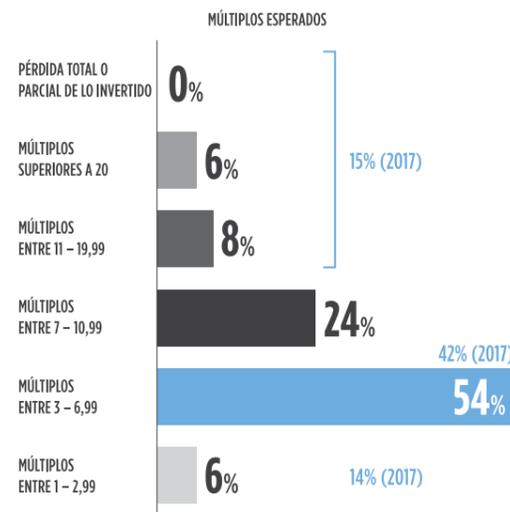


FIG. 17: MÚLTIPLOS ESPERADOS PARA EL CONJUNTO DE LA CARTERA VIVA

VALORACIÓN DE LAS INVERSIONES REALIZADAS

Las valoraciones en el grueso del grupo encuestado no han sufrido variaciones sustanciales. Esta continuidad se aprecia sobre todo en el segmento semilla, donde incluso el tramo intermedio ha experimentado una recesión. Este segmento representa “la inversión en startups previa al lanzamiento del mínimo producto viable, sin métricas relevantes, sin modelo de negocio probado, o sin inversión anterior, desarrollando prototipo, con pocos clientes”.

Sin embargo, en el tramo de inversión previo a las series A sí se han producido algunas variaciones, principalmente en el rango alto. En

general, las valoraciones para la mayoría de las operaciones han consolidado los valores de 2017 tras una subida desde el año anterior 2016.

Como se observa en la siguiente gráfica, el segmento superior, que contiene las valoraciones más elevadas, sí ha ampliado su rango al alza. Los *business angels*, por lo tanto, están participando en rondas con valoraciones más altas que en ejercicios anteriores, especialmente en un tramo más avanzado antes de la serie A, en las que participan con otros inversores activos en fases más avanzadas y con menos sensibilidad a la valoración.

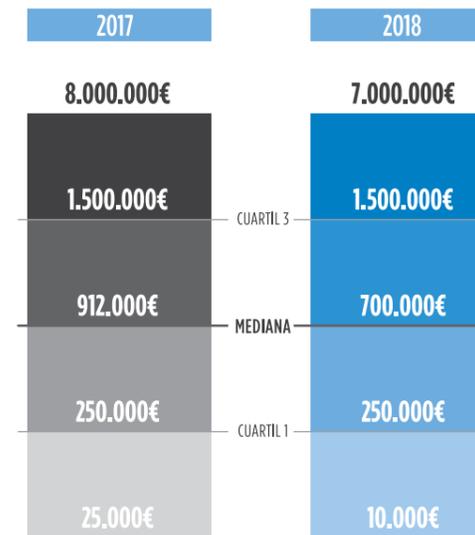


FIG. 18: VALORACIONES DE LAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL SEGMENTO SEMILLA

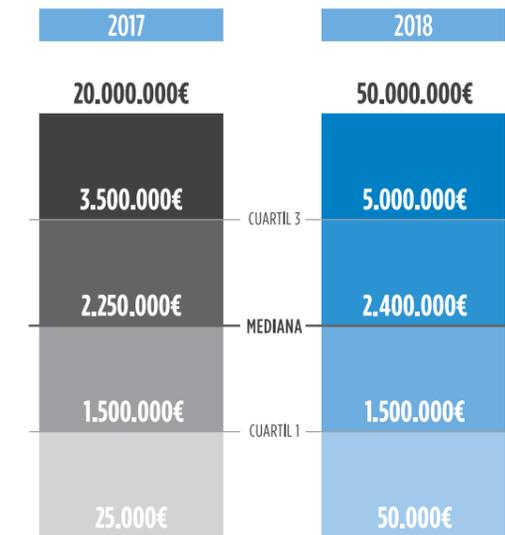


FIG. 19: VALORACIONES DE LAS OPERACIONES EN FASES PRE-SERIES A

En palabras de un inversor, este movimiento se explica de la manera siguiente:

«Cada vez hay más fondos activos en España en pre-series A, tanto fondos nuevos como internacionales, y para entrar no dudan en subir la valoración. Eso explica las valoraciones altas en esos tramos. Lo mismo ocurre en las plataformas, que no son tan exigentes en este aspecto.»

José Manuel Carol

En relación con las valoraciones en España frente a los Estados Unidos y utilizando los datos disponibles hasta el segundo semestre de 2018, la media de valoración se sitúa en los 3,3 millones de dólares, lo que representa un incremento del 14 % sobre la cifra del primer semestre de 2017 (Sohl, 2018⁸).

La tabla inferior proporciona detalles adicionales que sitúan el 66 % de las valoraciones por debajo de los 4 millones de dólares para todo el segmento unitario previo a la serie A (ACA, 2018⁹).

VALORACIÓN EN MILLONES DE DÓLARES	PORCENTAJE DE LAS OPERACIONES REALIZADAS
ENTRE 1 DÓLAR - 2,2 MILLONES	20%
ENTRE 2,2 - 4 MILLONES	46%
ENTRE 4 - 7,1 MILLONES	26%
SUPERIOR A 7,1 MILLONES	7%

FIG. 20: VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN ANGEL EN LOS ESTADOS UNIDOS

⁸ Jeffrey Sohl, “The Angel Investor Market in Q1Q2 2018: Seeking Stability in Post Seed Investing”, Center for Venture Research, 7 de enero de 2019.

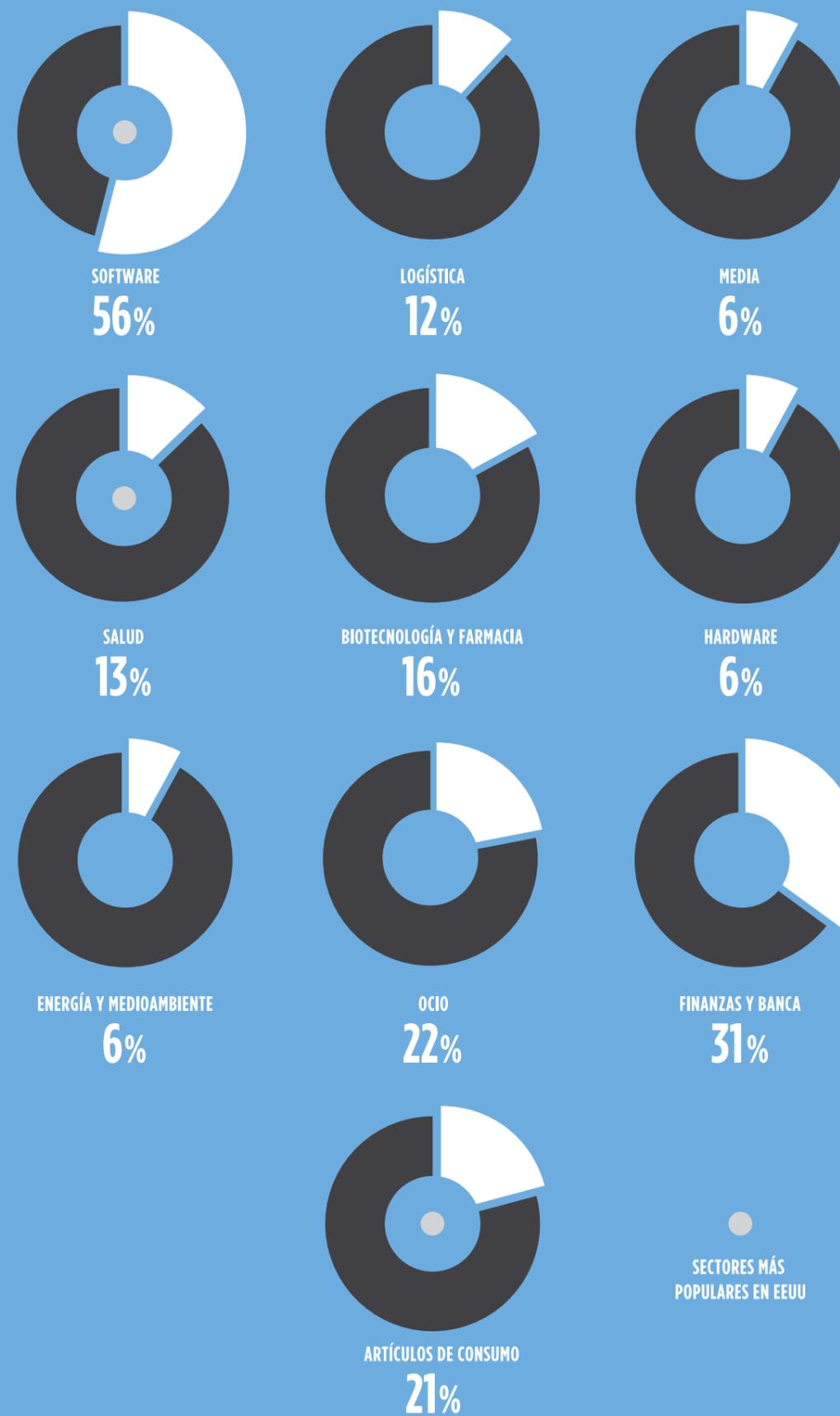
⁹ Angel Capital Association (ACA), “Angel Funders Report”, 2018

FIG. 21: SECTORES EN LOS QUE INVIERTEN

SECTORES MÁS POPULARES ENTRE LOS INVERSORES

Entre los sectores que siguen copando el interés de los inversores está el *software*, la banca y finanzas, y el ocio y comercio, seguidos de las actividades relacionadas con la salud, la biotecnología y la farmacia. La gráfica indica los sectores en los que los *business angels* han tomado participaciones en 2018. Por ejemplo, el 56,7 % ha invertido en alguna *startup* de internet y *software*, o un 31 % ha tomado participaciones en tecnología financiera.

En los Estados Unidos, salud y *software* suponen el mayor número de inversores con el 22 % y el 20 % respectivamente; les siguen consumo (10.6 %) y servicios financieros (10.4 %).



PROFESIONALIZACIÓN DEL SECTOR

La encuesta del año anterior señaló la necesidad de profundizar en la profesionalización del sector. Como se ha visto en las páginas anteriores, conlleva una alta rotación de inversores, largos periodos hasta la desinversión que demandan una importante planificación y mantiene como reto la búsqueda de la diversificación.

La encuesta de 2019 propuso contrastar con los inversores una serie de aspectos para explorar distintas fórmulas a partir de las cuales AEBAN u otros agentes puedan contribuir a la consolidación y profesionalización del sector.

FORMACIÓN

Como destaca el perfil representado por el estudio, los inversores acumulan una larga trayectoria profesional (empiezan más allá de los 45 años), han desempeñado puestos de gran responsabilidad y que implican conocimiento del mundo empresarial (altos directos y fundadores) y provienen de sectores de tecnología y banca (que además acumulan la mayoría de las inversiones).

Sin embargo, esta experiencia es probablemente necesaria pero no suficiente para afrontar una actividad tan específica como la inversión en *startups*.

El resultado de la reflexión de los propios inversores sobre si “un directivo o empresario con experiencia no necesita ningún tipo de formación específica para invertir” es negativo. Es decir, más del 80 % consideran que esta experiencia no es suficiente. En consecuencia, recibieron positivamente la sugerencia de que “la actuación de los *business angels* mejoraría con formación”, con lo que el 88 % están de acuerdo o muy de acuerdo.

«UN DIRECTIVO O EMPRESARIO CON EXPERIENCIA NO NECESITA NINGÚN TIPO DE FORMACIÓN ESPECÍFICA PARA INVERTIR EN STARTUPS»

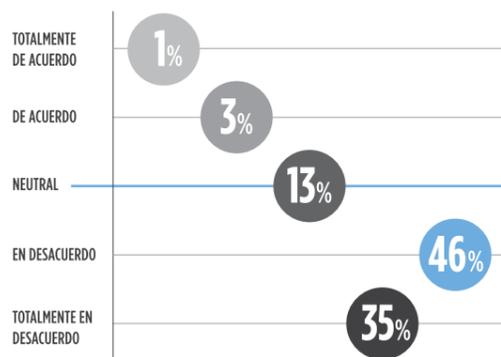


FIG. 22: NECESIDAD DE FORMACIÓN PARA INVERTIR EN STARTUPS

«LA ACTUACIÓN DE LOS BUSINESS ANGELS MEJORARÍA CON FORMACIÓN»

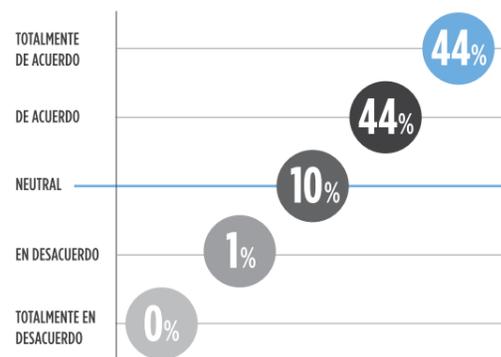


FIG. 23: RELEVANCIA E IMPACTO DE LA FORMACIÓN

IMPACTO DE LAS REDES DE BUSINESS ANGELS

Además de ser la principal fuente de recepción de *startups*, los propios inversores indican que “las redes de *business angels* contribuyen a la actuación profesional” de éstos. Esto se debe a que las redes proporcionan a los inversores acceso a otros inversores más experimentados, ofrecen sesiones frecuentes de información, algunas incluso formación, y facilitan la interacción entre las *startups* y los inversores.

«LAS REDES DE BUSINESS ANGELS CONTRIBUYEN A LA ACTUACIÓN PROFESIONAL DE LOS INVERSORES»

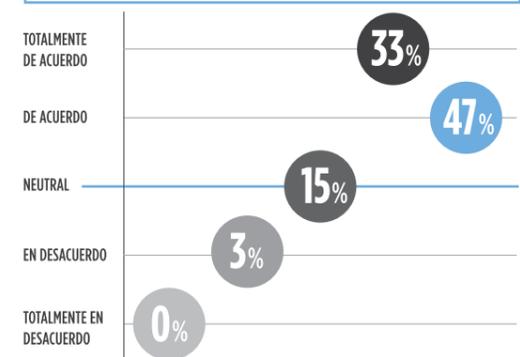


FIG. 24: IMPACTO DE LAS REDES DE BUSINESS ANGELS

ESTABLECIMIENTO DE ESTÁNDARES

La relación entre inversores y *startups* se basa en el supuesto tácito por ambas partes de que la relación se conducirá de forma justa, correcta y profesional. Aunque es necesario señalar que en la mayoría de las ocasiones ocurre de tal forma, también se producen situaciones desventajosas para ambos.

A pesar del auge y disponibilidad de iniciativas de formación en el ecosistema, como se ha visto anteriormente, en opinión de los propios inversores, el margen de mejora es amplio. Para ello, algunas redes en España y en Europa se dotan de códigos de conducta que promueven entre los inversores.

«LA PROMOCIÓN DE UN CÓDIGO DE CONDUCTA O ÉTICA CONTRIBUIRÍA AL SECTOR»

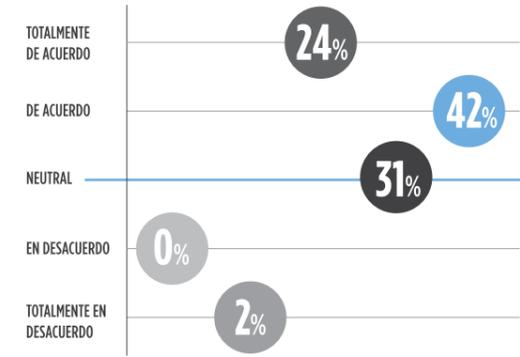


FIG. 25: CÓDIGO ÉTICO O DE CONDUCTA

«Sería deseable que una serie de mejores prácticas fuesen de manejo común... he visto como un pequeño *business angel* puede tumbar una operación y llevar a una empresa a la quiebra.»

Enrique Penichet

«Quizá sería interesante que los nuevos inversores tuviesen acceso a documentos e información de referencia que supongan buenas prácticas, desde acuerdos de inversión, pactos de socios o una serie de buenas prácticas que respetar en la relación con los inversores.»

David Mor

TENDENCIAS

La encuesta de 2019 también propuso a los inversores una serie de posibles tendencias respecto a la evolución del mercado o del clima en torno a la inversión futura.

Con la información de contexto, sobre la actividad inversora individual, los inversores no anticipan cambios en la facilidad o dificultad de los emprendedores para encontrar financiación en 2019.

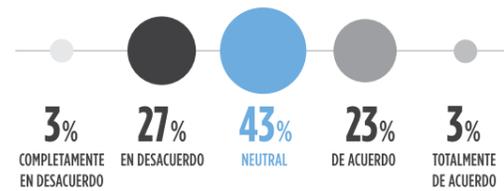


FIG. 26: EN 2019 SERÁ MÁS FÁCIL ENCONTRAR FINANCIACIÓN QUE EN 2018

Siguiendo con la tendencia iniciada el año pasado y teniendo en cuenta la entrada de fondos extranjeros en varias *startups* españolas, los inversores esperan que esta entrada se incremente a lo largo de este año.

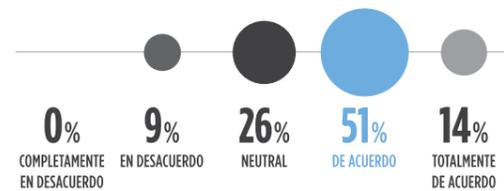


FIG. 27: ENTRARÁN AL MERCADO MÁS INVERSORES INTERNACIONALES

El interés que despiertan tecnologías como la realidad virtual y aumentada, la inteligencia artificial o la impresión 3D no hará sino continuar. Más del 60 % opina, además, que la inversión en estas tecnologías detraerá inversión de otras *startups* con tecnologías menos disruptivas.

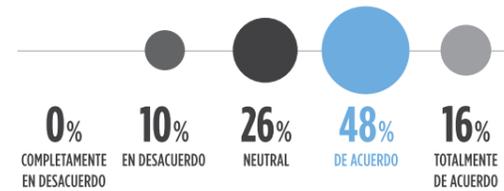


FIG. 28: LA INVERSIÓN EN TECNOLOGÍAS EMERGENTES DISRUPTIVAS SE INCREMENTARÁ EN DETRIMENTO DE OTRAS INVERSIONES

Además y, posiblemente, por la necesidad de conocimiento y análisis específico que requieren este tipo de tecnologías, se espera que los inversores se especialicen en tecnologías o sectores específicos (véase la gráfica inferior).

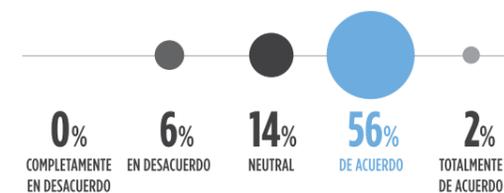


FIG. 29: LOS INVERSORES SE ESPECIALIZARÁN EN SECTORES O TECNOLOGÍAS

A pesar de que la liquidez a favor de los inversores es limitada, el 61 % de ellos no han obtenido ninguna desinversión en 2018. Según los inversores, esto no tendrá un gran impacto en la capacidad de inversión de los inversores en activo. Como se ve en la gráfica, la opinión desfavorable es 13 puntos superior a la favorable, mucho menos determinante que en preguntas anteriores.

Sin embargo, estaría en línea con el hecho de que muchos inversores aún tienen carteras reducidas o se han incorporado recientemente al mercado, lo que aun daría margen de actuación a una parte relevante del mercado.

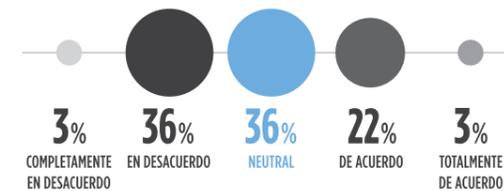


FIG. 30: LA FALTA DE LIQUIDEZ LIMITARÁ LA INVERSIÓN DE LOS BUSINESS ANGELS EN ACTIVO

El *corporate venturing* toma fuerza en distintas formas: más *corporates* activos en la identificación de *startups*, en iniciativas corporativas de aceleración y cooperación con *startups*, y en lanzamiento de retos para identificar oportunidades de innovación abierta o coinversión con *business angels* y otros inversores.

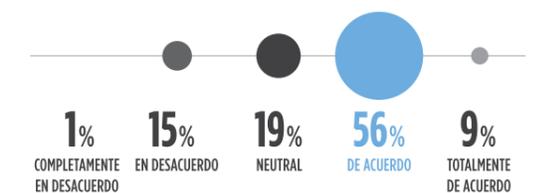


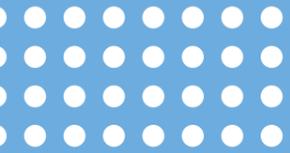
FIG. 31: LAS GRANDES EMPRESAS HARÁN MÁS ADQUISICIONES PROPORCIONANDO LIQUIDEZ A LOS INVERSORES

Sin embargo, como se ve en la gráfica superior, los inversores esperan que este mayor interés se materialice en la participación de los *corporates* en el mercado como compradores estratégicos dando salida y, por tanto, liquidez a los inversores en fases más tempranas.

CONCLUSIONES

La encuesta AEBAN 2019 ha permitido constatar la continuidad de un mercado dinámico que combina la profundización en la actividad y la profesionalización de una parte de los inversores con la entrada continua de nuevos inversores y la salida de otros. Entre los aspectos más destacados que AEBAN, como asociación representativa del sector, identifica como áreas y tendencias que hay que seguir de cerca están las siguientes:

- A pesar de las mejoras en experiencia y diversificación, teniendo en cuenta la entrada continua de nuevos inversores y la salida de otros, quizá debido a expectativas erróneas sobre la actividad, la profesionalización de los inversores sigue siendo un reto prioritario para la asociación.
- Es necesario potenciar el papel de las redes de *business angels*, ya que éstas son la fuente más relevante de oportunidades de inversión y coinversión para los inversores. Además, según indican los propios inversores, tienen un impacto positivo en la profesionalización de los inversores.
- La disminución del volumen del cheque de cada inversor y el incremento de las valoraciones en la parte alta son señales de una mayor sindicación y participación de inversores menos sensibles a la valoración, como los fondos que coinvierten con *business angels* en España. Esta cohabitación ha de llevar a los inversores a ajustar sus prácticas a las exigencias y las condiciones de los fondos que les permitan mantener una posición adecuada frente éstos.
- La inversión en *startups* en España ha despertado el interés de los inversores extranjeros. A la vez, las grandes corporaciones se incorporan al ecosistema como nuevo agente inversor, además de desempeñar otras funciones. Es imprescindible para los inversores entender las implicaciones de la entrada de los *corporates*.
- Por lo tanto, en este contexto más complejo resulta esencial seguir trabajando en la profesionalización de los inversores para profundizar en mensajes clave como la necesidad de diversificación, utilizando como medio la coinversión, la necesidad de planificar para afrontar el largo periodo de tenencia hasta la liquidez o la coinversión con inversores más sofisticados.



METODOLOGÍA Y AGRADECIMIENTOS

El objetivo de este estudio es la aportación de datos recientes y sistemáticos sobre la actividad y el perfil de los *business angels* para incluir aspectos como sus expectativas de rendimiento, la evolución de sus carteras y su perspectiva sobre el fracaso. Con este estudio AEBAN se propuso reflejar una imagen más actualizada y real del perfil de los *business angels* a partir de inversores activos, inversores que operan a través de redes e inversores sin clara afiliación a una u otra red. El estudio acumula cuatro ediciones consecutivas, que ofrecen además de la posibilidad de consolidar resultados a partir de tendencias e identificar aspectos novedosos y puntuales.

El estudio se planteó con un cuestionario de 18 preguntas, que se envió de forma conjunta a todas las redes y asociados de AEBAN y de manera individualizada por parte de los autores

a más de 400 inversores en activo, para conseguir más de 160 respuestas de las cuales 135 se consideran válidas.

El hecho de que no haya sido obligatorio identificarse ha posibilitado el alto número de respuestas, pero 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 de inversores y de todos aquellos inversores que colaboraron en sus respuestas. Así como a Juan Luis Segurado (investigador de IESE), que amablemente contribuyó a la revisión del borrador.

LOS AUTORES

AMPARO DE SAN JOSÉ

Directora de la Red de Inversores Privados y Family Offices del IESE. Investigadora en financiación de *startups*, capital riesgo y emprendimiento en países en desarrollo. Desde la Red de Business Angels promueve activamente la incorporación de mujeres a la actividad inversora, así como la colaboración con otras redes de inversores en Europa y en América Latina. Licenciada en ADE en la Universidad de Oviedo y MA en Política Europea en la South Bank University (UK).

Antes de unirse a la Red de IESE, trabajó para el Banco Interamericano de Desarrollo, el Centro de Estudios de Política Europea y la Comisión Europea (DG Empresa). Es miembro del Consejo Asesor de XCALA, la iniciativa para el fomento de la inversión *angel* en América Latina. Coordina y promueve Startup Europe Latin America.

JUAN ROURE

Profesor del Área de Iniciativa Emprendedora. Ha sido miembro del Internacional Advisory Board (IAB) del IESE. Anteriormente, 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. 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.

