



INFORME
**BUSINESS
ANGELS**

2020

LA INVERSIÓN EN *STARTUPS*:
ACTIVIDAD Y TENDENCIAS

AEBAN

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA
BUSINESS ANGELS

NOVIEMBRE DE 2020.

ESTUDIO PUBLICADO POR:



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



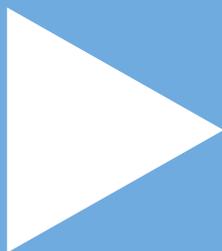
INSTITUTIONAL PARTNER:



FINANCIAL PARTNER:



PRÓLOGO INFORME 2020 BUSINESS ANGELS Y COVID-19



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

En el contexto anterior a la covid-19, la actividad de inversión directa en etapas iniciales estaba en **plena expansión**, contribuyendo a la mejora económica general en España. Una vez llegada la covid-19, el informe nos muestra datos sorprendentes de cómo esta actividad no solo resiste, sino que en algunos verticales **sale reforzada**.

Y esto no es ninguna sorpresa. En un entorno de **transición digital acelerada y bajos tipos de interés**, tanto la creación de nuevas empresas de base tecnológica como los fondos destinados a financiarlas están explotando.

Más y mejores *business angels* que, a través de las redes que facilitan su formación y la búsqueda de oportunidades de inversión de calidad, serán claves en parte de la **recuperación de empleo** tan necesaria en los próximos años.

Desde la Junta de AEBAN, en representación de todos los miembros, agradecemos a CaixaBank y a ICEX-Invest in Spain por su contribución en la generación de este informe anual.

Un cordial saludo,

José María Casas y Regina Llopis

PRESIDENTE Y VICEPRESIDENTA DE AEBAN

AEBAN

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

Constituida en noviembre de 2008 al amparo de la Ley 1/2002, AEBAN tiene como misión promocionar la actividad de las redes, grupos y clubs de inversores, así como de aquellos agentes que realicen actividad de inversión privada en etapas iniciales, tales como *family offices*, sociedades y fondos de inversión, aceleradoras, incubadoras y *venture builders*, plataformas de *crowdfunding* y empresas que realicen actividades de *corporate venturing*. En la actualidad, AEBAN cuenta con 26 socios y presencia en 9 comunidades autónomas.

Los objetivos de AEBAN son los siguientes:

- Aglutinar todas las redes de inversores privados y otros agentes que realicen actividades de inversión privada en etapas iniciales.
- Servir de foro de intercambio de información, experiencias y proyectos entre sus socios, 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 con instituciones públicas o privadas, así como con Administraciones Públicas en relación a la promoción de la actividad inversora en etapas iniciales.
- Relacionarse con otras asociaciones y redes en ámbitos internacionales.
- Identificar, promover y compartir las “mejores prácticas” en el desarrollo de la actividad y en los procesos de inversión.
- Fomentar el aprendizaje y la actualización constante de conocimientos entre los miembros de la asociación.
- Promover la reflexión sobre cuestiones específicas que afectan a los inversores privados.
- Difundir información sobre el sector.
- Promover la realización de estudios periódicos sobre el mercado de la inversión privada.

JUNTA DIRECTIVA



José María Casas
Presidente
IESE

Business angel + 25 inversiones
Premio Nacional a la Mejor Desinversión 2017
IESE Professor of Entrepreneurship



Regina Llopis
Vicepresidenta
WA4STEAM

Business angel + 25 inversiones
Premio Mejor Trayectoria como Business Angel 2018,
Asociación Big Ban Angels
2020 World of Difference Awards en la categoría
"NON-PROFIT/NGO", The International Alliance
for Women, TIAW (USA)
Presidenta de Grupo AIA



Luis Gosálbez
Secretario
SEEDROCKET

Abogado, emprendedor y *business angel*
Socio Director de Metricson
Cofundador de Metacorp y Terminus.



Pedro Trucharte
Tesorero
MADBAN

Socio Director de Madrid Business Angels Network
(MADban)
Director de Corporate Venturing en Kairós DS



Garbiñe Henry
Vocal
BA CRECER + BAC+

Doctora en Sociología y EMBA
Directora de Innovación y Emprendimiento,
Universidad de Deusto



Alejandro Palazuelos
Vocal
AD Ventures

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



Fernando Zallo
Vocal
ESADE BAN

Director de la red de *business angels* de la Escuela
Superior de Administración y Dirección de Empresas
(ESADE), que lleva funcionando desde 2008
Licenciado en Administración y Dirección de Empresas
por la Universidad Ramón Llull y MBA de ESADE



Victoria Majadas
Vocal
BigBAN Inversores Privados

Business angel + 15 participadas
Ingeniera de Telecomunicaciones y MBA
Presidenta de BigBAN Inversores Privados



Ramón Saltor
Vocal
The Crowd Angel

Fundador y CEO de The Crowd Angel + 50 inversiones
Gestión de la cartera

MIEMBROS DE AEBAN



ICEX

INVESTIN SPAIN

Cataluña

Galicia

País Vasco

Madrid

Islas Baleares

Comunidad Valenciana

Castilla-La Mancha

Andalucía

Comunidad Canaria

DATOS CLAVE

Este informe desgana la actividad de los inversores privados en España a partir de una encuesta que han respondido más de 150 de ellos. Estos son algunos de los elementos más significativos:

- 2019 fue un año de intensa actividad. El 89% de los inversores aumentaron su cartera de participadas, con una media de 2,6 operaciones nuevas cada uno. El conjunto de inversores se amplía progresivamente, como muestra que el 24% hayan realizado su primera inversión en los últimos dos años.
- Un 49% de los *business angels* siguieron financiando *startups* en las que ya tenían participación (*follow-on*).
- El alcance geográfico de las operaciones se amplió, ya que el 68% de los encuestados invierten en todo el país, no solo en su ámbito local más cercano, y la proporción de los que tienen actividad internacional se consolida cerca del 30% .
- Los inversores buscaron y encontraron oportunidades en sus referentes más cercanos, a través de los propios emprendedores y de las redes de *business angels*. Esta última fuente fue la más popular y una buena puerta de acceso a financiación para aquellos emprendedores menos conectados con el ecosistema inversor.
- El segmento de inversión en etapas tempranas está cada vez más interconectado. Una proporción relevante de *business angels* incluyeron fondos de capital riesgo (45%) y plataformas de *crowdequity* (37%) entre sus vehículos de inversión.
- Software, salud, *fintech* y biotecnología y farmacia son los sectores que despertaron más interés entre los inversores en 2019.
- Las valoraciones de las *startups* se multiplicaron, situándose la mediana en 2 millones (x2,85) para el segmento semilla (pre-mercado) y 4 millones (x1,66) para las previas a la serie A.
- La inversión *angel* sigue teniendo una gran asignatura pendiente en la incorporación de mujeres, que se mantienen en el 10% del total. Además, solo en la mitad de las operaciones de los encuestados con más de diez inversiones ha participado alguna mujer.
- En cambio, dos de cada tres encuestados invirtieron en alguna *startup* liderada por una mujer, que en su mayoría pertenecen a los sectores de software, salud, biotecnología y farmacia y artículos de consumo.
- La mayor parte de los *business angels* responden al perfil de fundador, CEO o alto directivo de una empresa, con un incremento importante de los profesionales independientes y una reducción del peso de los fundadores de *startups*, que había ido creciendo en años anteriores.
- Banca, finanzas y tecnología (TIC) siguen siendo los sectores de origen más frecuentes de los inversores.
- El *ticket* medio de inversión por *startup* se sitúa mayoritariamente por debajo de los 25.000 euros. Esto facilita la diversificación de las carteras, pero obliga a los emprendedores a articular operaciones con un mayor número de inversores.

89%

DE LOS INVERSORES
AUMENTARON SU CARTERA
DE PARTICIPADAS EN 2019

76%

RECURRIERON A REDES DE
BUSINESS ANGELS PARA BUSCAR
OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

2

DE CADA 3 ENCUESTADOS
INVIRTIERON EN ALGUNA *STARTUP*
LIDERADA POR UNA MUJER

x2,85

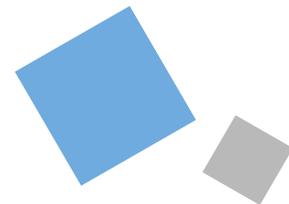
SE HA MULTIPLICADO LA MEDIANA
DE VALORACIÓN PARA EL SEGMENTO
SEMILLA (PRE-MERCADO)

42%

DE LOS ENCUESTADOS CREEN QUE
REALIZARÁN MENOS INVERSIONES
A CAUSA DE LA COVID-19

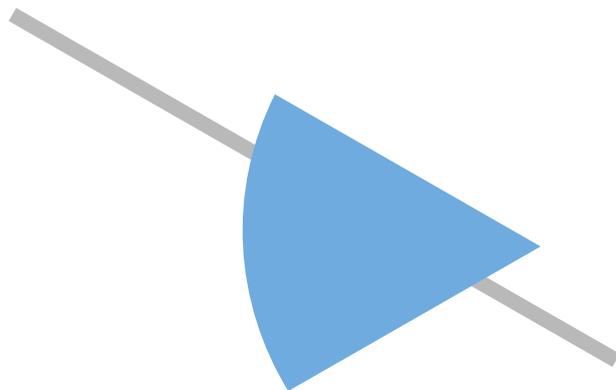
En cuanto a posibles cambios en el comportamiento y las expectativas de los *business angels* a causa de la covid-19, las respuestas de la encuesta aclaran algunas de las incógnitas más habituales:

- Si se mantiene el ritmo de inversión en el último trimestre de 2020, el volumen de actividad sería similar al del año anterior, aunque puede haber un cambio de foco en el tipo de inversión.
- Los sectores más atractivos en 2020 están siendo software, biotecnología y farmacia (el que más ha crecido) y salud, aunque el peso tanto de software como de salud baja respecto a 2019. También han visto reducido su atractivo *fintech* y artículos de consumo.
- El 42% de los encuestados creen que realizarán menos inversiones como consecuencia de la pandemia, el 28% no esperan reducirlas y el 30% mantienen una postura indefinida.
- El 46% solo invertirán en nuevas *startups* si su cartera no tiene necesidades, mientras que el 26% no condiciona las nuevas inversiones a esta circunstancia.
- El 64% de los inversores descartan la inversión en *startups* de sectores sensibles a la covid-19, que serán las grandes damnificadas por la crisis.



ACTIVIDAD DE LOS *BUSINESS* *ANGELS* EN 2019

El año 2019 fue excelente para la inversión en *startups*, batiendo récords tanto de operaciones directas como a través de fondos de capital riesgo y plataformas de *crowdequity*. Si bien la actividad a través de los fondos de capital riesgo es más fácil de medir, contabilizar la inversión directa de los *business angels* resulta más complejo.



Según las principales fuentes de datos, 2019 cerró con un nuevo máximo histórico de inversión *angel*, con más de 150 millones de euros invertidos en medio millar de transacciones, un 34% más que el año anterior (webcapitalriesgo, 2020). También fue un año histórico en operaciones de fondos de capital riesgo, ya que la cifra de inversión creció el 46%, hasta los 737 millones de euros (ASCRI, 2020). Con estos datos, no es extraño que cuatro de cada cinco encuestados afirmen haber añadido entre una y cinco inversiones a su cartera.

De todas formas, el ritmo de inversión de los *business angels* en España es inferior al de otros países como el Reino Unido. Allí, uno de cada cinco cerró más de diez operaciones en 2019, mientras que en España ese volumen estuvo al alcance de muy pocos. De ahí que la media de nuevas operaciones en España (2,6) sea bastante inferior a la del Reino Unido (3,8). Sin embargo, en ambos países la mediana se sitúa en dos operaciones y la moda en una.

El año 2019 fue un año muy activo para todos. Solo el 11% de los encuestados afirman no haber realizado inversiones (ver figura 1), frente al 15% en el Reino Unido. Las razones para no invertir en un año determinado pueden ser variadas: falta de oportunidades, reconsideración de la actividad o priorización de otro tipo de ocupaciones o activos, así como la consecución de un número determinado de inversiones. En cualquier caso, la mitad de quienes no invirtieron en 2019 sí lo han hecho en 2020.

Los inversores no solo incorporaron nuevas *startups* a su cartera en 2019. El 49% financiaron *startups* en las que ya habían invertido previamente (*follow-on*), un porcentaje algo menor al de 2018 (59%) pero que mantiene la tendencia al alza respecto a años anteriores. También es bastante similar (incluso algo superior) al 42% de los inversores estadounidenses que reinvirtieron en su cartera.

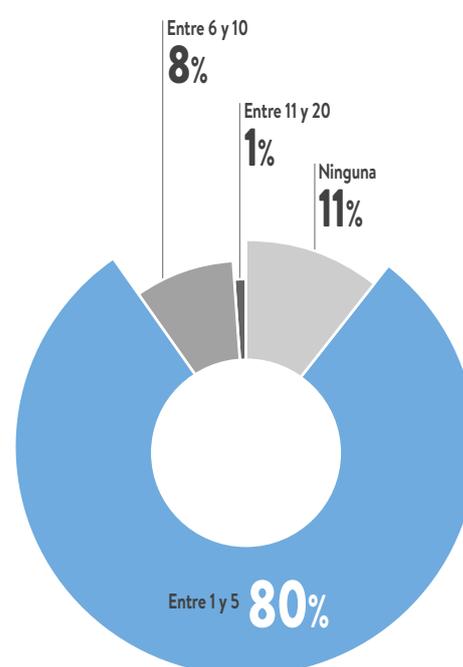


Fig. 1: Inversiones realizadas en 2019

En 2019 la media de operaciones en España (2,6) fue inferior a la del Reino Unido (3,8), aunque en ambos países la mediana se situó en dos operaciones y la moda en una

EVOLUCIÓN DE LA CARTERA VIVA DE LOS INVERSORES

Este dinamismo, ligado a la escasez de desinversiones, hace que los *business angels* se muevan hacia carteras con un mayor número de participadas (ver figura 2). Así, el porcentaje de encuestados con menos de seis participadas bajó siete puntos porcentuales en 2019, mientras que el de quienes acumulan más de diez *startups* en su cartera pasó del 28 al 37%.

un salto cuantitativo que se mantuvo en 2019, ya que más de la mitad de los encuestados superan las diez inversiones y el 22% han realizado más de veinte (ver figura 3).

La rotación de las carteras es limitada, como muestra que solo en el 16% de los casos la cartera actual conserve menos de la mitad de las inversiones realizadas desde el inicio de la actividad.

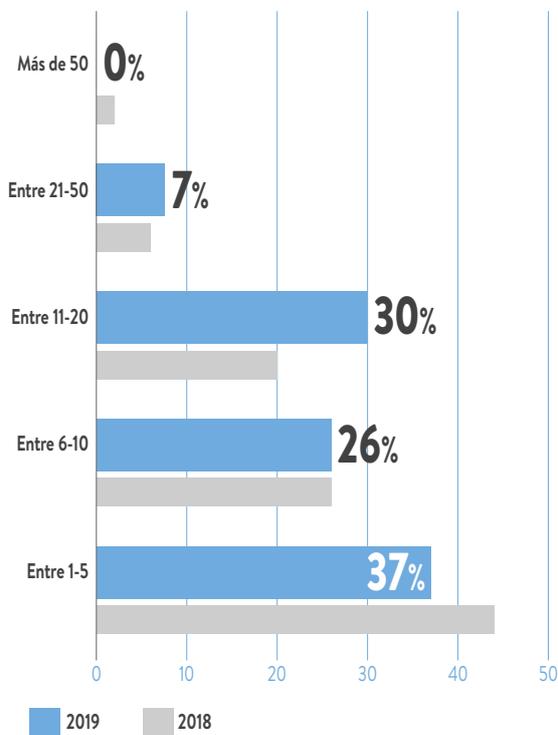


Fig. 2: Inversiones en cartera

Estos dos elementos apuntarían a una creciente diversificación por parte de los inversores y una buena progresión hacia la madurez y profesionalización del sector.

Esta evolución y la acumulación de experiencia se dejan ver claramente en el incremento de inversiones acumuladas por cada encuestado desde que empezó su actividad. En 2018 se dio

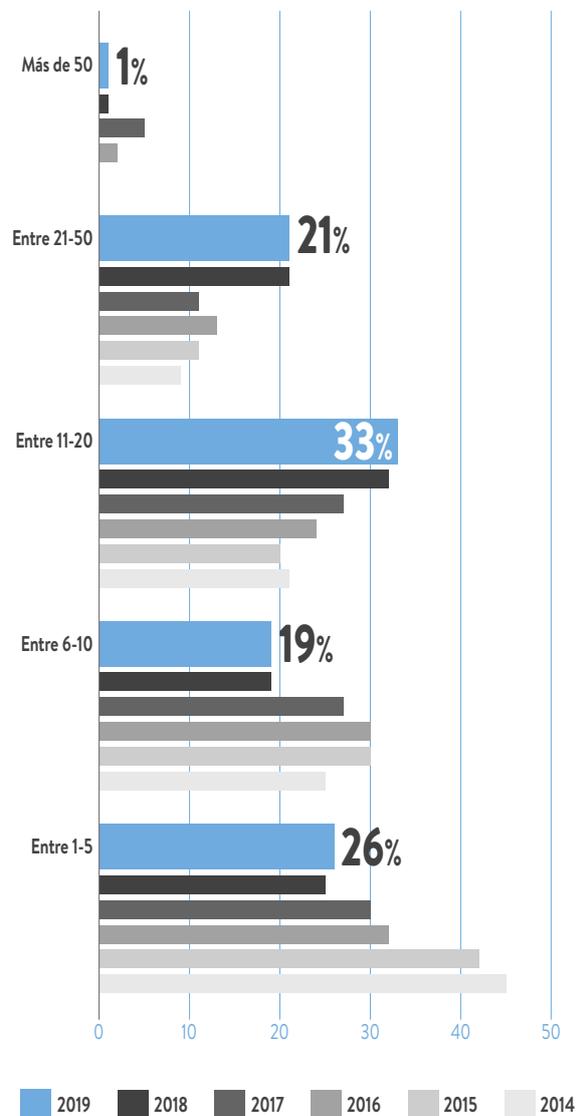


Fig. 3: Número de operaciones acumuladas

ÁMBITO GEOGRÁFICO DE INVERSIÓN

En cuanto a la distribución geográfica de la actividad inversora, el radio de acción de los *business angels* se ha ampliado notablemente. El 68% de los inversores ya actúan en todo el país (ver figura 4), un porcentaje que se ha incrementado desde el 39% y el 49% de los dos años previos. Además, el 28% de los inversores están activos en el contexto internacional, un porcentaje similar al de años anteriores.

Quizás el incremento de actividades y encuentros de inversión online de los últimos meses haya erosionado todavía más el componente de cercanía geográfica de la inversión.

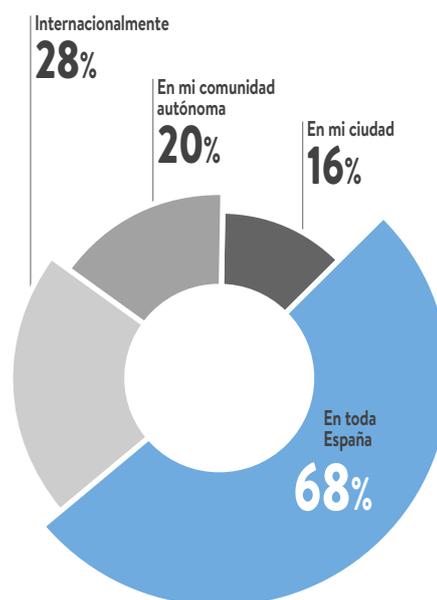


Fig. 4:
Ámbito geográfico de inversión

FUENTES DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

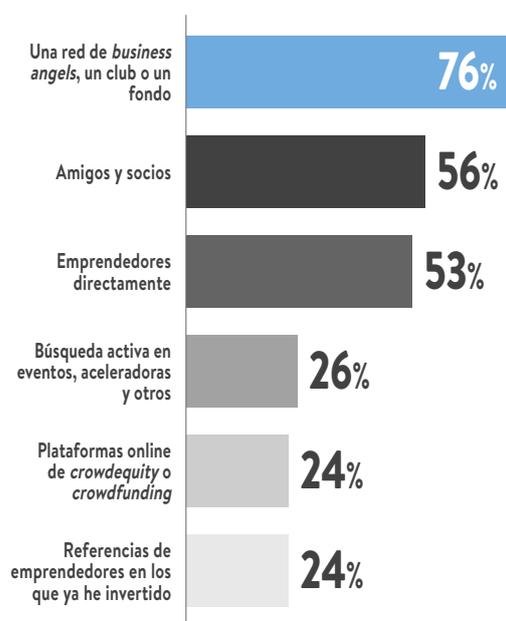


Fig. 5:
Fuentes de oportunidades de inversión

A la hora de encontrar oportunidades, los inversores confían cada vez más en las redes de *business angels*, que se consolidan como la opción principal desde el inicio de la encuesta en 2016 (ver figura 5). Estas redes juegan un papel muy importante en la dinamización del mercado, ya que son una puerta de entrada para muchos inversores, a quienes les permite compartir y aprender en sus primeros pasos, y a su vez aseguran la visibilidad necesaria a aquellos emprendedores menos conectados con el sistema que no han pasado por aceleradoras, eventos u otro tipo de intermediarios o facilitadores.

Los amigos o socios y los propios emprendedores son las siguientes vías más utilizadas para encontrar oportunidades, muy por delante del resto de fuentes de proyectos.

SECTORES DE INTERÉS EN 2019

Varios sectores, en especial el del software, concentraron la mayor parte de la inversión en 2019 (ver figura 6). Entre los que más crecieron se encuentran salud y biotecnología y farmacia. Del lado perdedor, los que más retrocedieron fueron el ocio y la logística.

Si comparamos los sectores que tienen más peso con los de mercados más maduros como el del Reino Unido o Estados Unidos, destacamos:

- Software es el más atractivo en España, con un 49% de inversores que tienen al menos una participada, frente al 38% en el Reino Unido. También es el principal sector en Estados Unidos, aunque su peso allí se vio reducido del 38% en 2018 al 29% en 2019.
- Salud es el segundo sector en importancia, ya que ha atraído la inversión de un 30% de encuestados, un porcentaje similar al del Reino Unido (34%). En Estados Unidos la suma de salud y biotecnología alcanza el 21%.
- Biotecnología ostenta la tercera posición, atrayendo a un 20% de los inversores en España y hasta al 31% de los británicos.
- Los inversores en *fintech* quedan relegados al séptimo puesto en España, mientras que son un colectivo más relevante, el cuarto, tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos.

Las diferencias más notables en cuanto a sectores las encontramos en:

- Energía y medioambiente, en el que invierten el 6% de los *business angels* en España, frente al 20% en Reino Unido.
- Hardware y electrónica, en el que en España solo tienen participadas el 2% de los encuestados, mientras que en el Reino Unido son el 18%.



Casi la mitad de los *business angels* tienen inversiones en el área de software, que supone un 31% de las *startups*

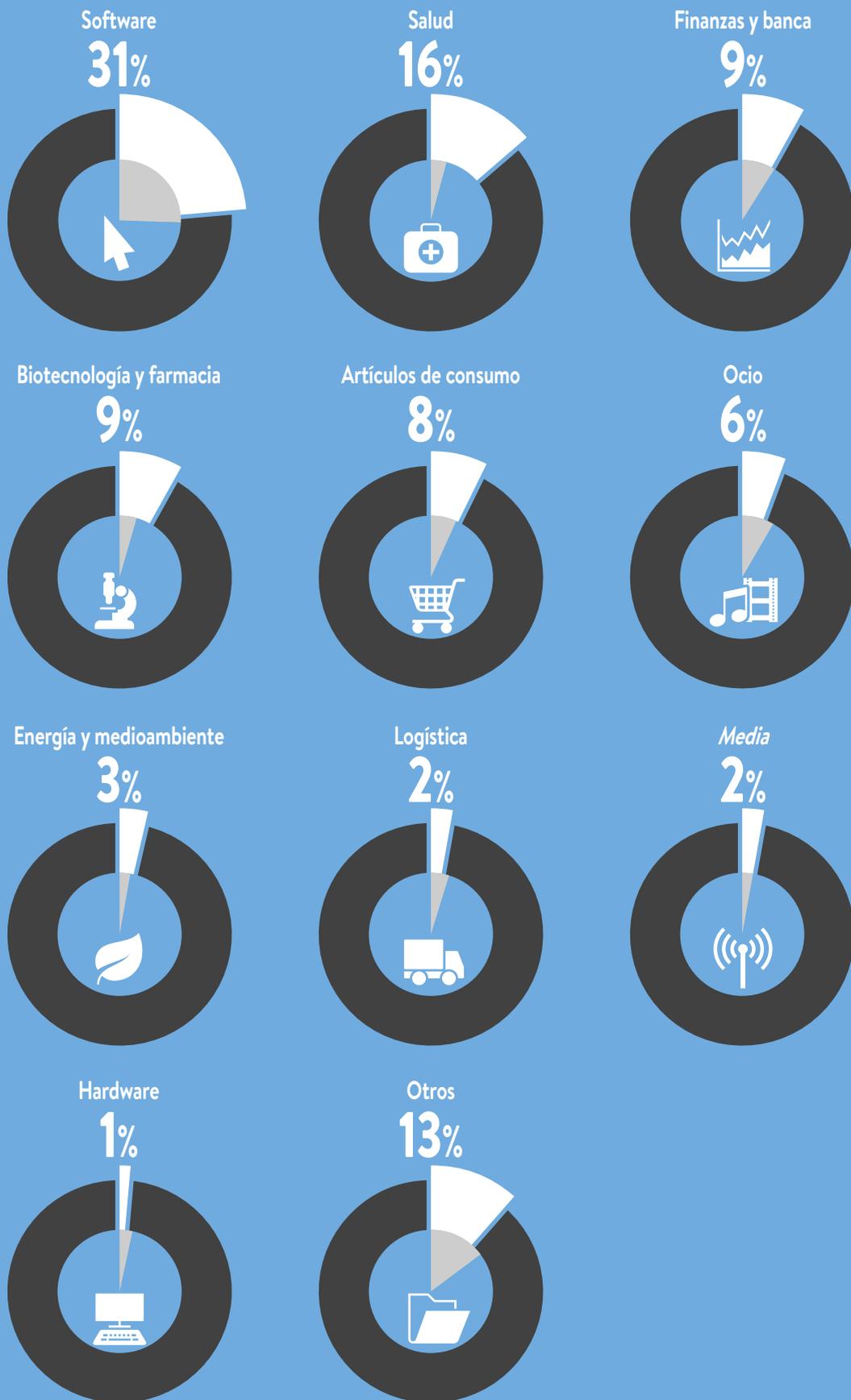


Fig. 6: Sectores de inversión en 2019
(el arco en gris equivale al porcentaje en 2018)

VALORACIÓN DE LAS *STARTUPS* EN LAS INVERSIONES REALIZADAS

Uno de los cambios más notables en 2019 fue el considerable aumento de las valoraciones en las operaciones realizadas. El incremento es parejo tanto en las inversiones en etapa semilla como en pre-serie A.

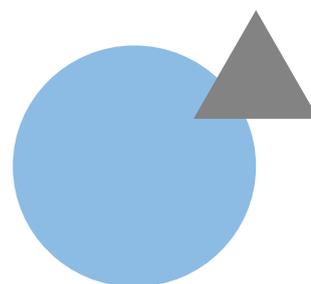
El mayor ascenso se observa en el tramo semilla, donde las valoraciones de entrada de los inversores se han multiplicado (ver [figura 7](#)). De todas formas, parte de la explicación quizá se encuentre en lo atípico de 2018, año que no reflejó un alza de las valoraciones que sí se había producido entre 2016 y 2017.

El incremento de la valoración ha sido sostenido en el segmento pre-serie A (ver [figura 8](#)). Si bien el incremento es más moderado en los cuartiles 1 y 3, en la mediana es mucho más brusco.

En este sentido, los datos de 2019 dan la razón a los inversores encuestados en el anterior informe, que preveían un aumento de las valoraciones debido a la mayor presencia de fondos invirtiendo en el tramo *angel*, así como al impacto de la entrada de fondos internacionales y el crecimiento de la actividad de las plataformas de *crowdequity*, en principio menos sensibles a las valoraciones.

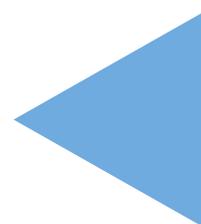
Estas nuevas cifras están mucho más alineadas con las de otros mercados internacionales, aunque siguen siendo notablemente inferiores. Por ejemplo, en Estados Unidos las valoraciones de todo el intervalo inferior a la serie A (no distinguen entre semilla y pre-serie A) alcanzan una mediana de 6,5 millones de dólares y una media de 12,2 millones.

En 2019 se produjo un considerable aumento de las valoraciones en las operaciones realizadas, tanto en la etapa semilla como en pre-serie A



Al igual que en España, el incremento de las valoraciones en Estados Unidos respecto a 2018 es muy acusado, alcanzando el 99% en valores medios y el 30% en la mediana. De todas formas, este aumento en Estados Unidos no es atribuible a rondas de inversión de importes mayores, ya que no se observan cambios notables en el tamaño medio de las operaciones en este segmento.

Curiosamente, sectores menos populares, como *fintech* o energía y medioambiente, son los que en Estados Unidos obtienen mayores valoraciones.



		2019	2018	2017	2016
Valoración máxima		7.500.000 €	7.000.000 €	8.000.000 €	13.000.000 €
Mediana	CUARTIL 4	3.000.000 €	700.000 €	912.000 €	1.500.000 €
	CUARTIL 3	2.000.000 €	700.000 €	912.000 €	800.000 €
	CUARTIL 2	1.000.000 €	250.000 €	250.000 €	500.000 €
Valoración mínima	CUARTIL 1	25.000 €	1.000 €	25.000 €	3.000 €

Fig. 7: Valoración *pre-money* semilla

		2019	2018	2017	2016
Valoración máxima		35.000.000 €	50.000.000 €	20.000.000 €	21.600.000 €
Mediana	CUARTIL 4	6.100.000 €	5.000.000 €	3.500.000 €	2.500.000 €
	CUARTIL 3	4.000.000 €	2.400.000 €	2.250.000 €	1.700.000 €
	CUARTIL 2	1.950.000 €	1.500.000 €	1.500.000 €	1.000.000 €
Valoración mínima	CUARTIL 1	400.000 €	50.000 €	25.000 €	10.000 €

Fig. 8: Valoración *pre-money* pre-serie A

IMPACTO DE LA COVID-19 EN LA INVERSIÓN Y LA RENTABILIDAD

La encuesta AEBAN se envía habitualmente en el primer trimestre del año, pero, ante el potencial impacto de la covid-19 en la inversión y el comportamiento de los inversores, se decidió posponer su lanzamiento hasta octubre de 2020. Por lo tanto, la encuesta indaga de forma separada en la actividad de 2019 y en los nueve primeros meses de 2020.

Entre enero y septiembre de 2020, los inversores han mantenido su compromiso y apoyo a las *startups*. El 77% de los *business angels* que realizaron alguna inversión en 2019 han vuelto a invertir en 2020. Y el 67% de ellos lo ha hecho también en alguna operación de apoyo a una *startup* de su cartera (*follow-on*).

En comparación, los inversores españoles muestran una actividad superior a la de los inversores del Reino Unido, ya que en este país solo algo más de la mitad realizaron inversiones entre enero y julio de 2020 y otros tantos realizaron inversiones en *startups* de su cartera (*follow-on*) durante este periodo. Si tenemos en cuenta que de 2018 a 2019 detuvieron su actividad un 10% de los inversores, la caída adicional por la covid-19 representaría un 13% para ese periodo.

Aunque las explicaciones pueden ser diversas, los datos recogidos no permiten establecer diferencias relevantes entre los inversores que han sufrido ese parón y los que se han mantenido activos.

Un elemento que sí podría explicar parte de la diferencia es la experiencia medida por el número de inversiones realizadas. Aquellos inversores que han mantenido la actividad se encuentran entre los más expertos o activos, ya que tienen una media de 11 participadas, mientras que la de quienes han estado inactivos en 2020 es de menos de seis.

SECTORES ATRACTIVOS EN TIEMPOS DE PANDEMIA

Como se aprecia en la [figura 9](#), uno de los principales beneficiados es el sector de biotecnología y farmacia. Su peso crece hasta suponer el 16% de las inversiones realizadas en 2020, con lo que uno de cada cinco inversores ya tiene una participada en este sector.

En el caso del sector salud, se mantiene un crecimiento notable respecto a 2018, aunque el porcentaje de inversiones fue superior en 2019 que en los primeros meses de 2020. Cabe recordar que en 2018 menos del 5% de inversores tenían participación en el sector, mientras que en los dos años siguientes el porcentaje se ha mantenido por encima del 10%. Posiblemente, el segmento de biotecnología y

farmacia ha recogido parte del interés inversor en este ámbito.

Como referencia, los fondos de capital riesgo han visto incrementada su inversión sobre todo en los sectores de energía y salud (sin diferenciar entre biotecnología, farmacia o salud), seguidas por tecnologías e internet (ASCRI, 2020).

Los sectores de ocio y *media*, a menudo combinados, parecen haber aumentado su atractivo entre los inversores en este periodo y tienen buenas perspectivas para el futuro próximo. En cambio, el sector de finanzas y banca parece el principal perjudicado por la pandemia.

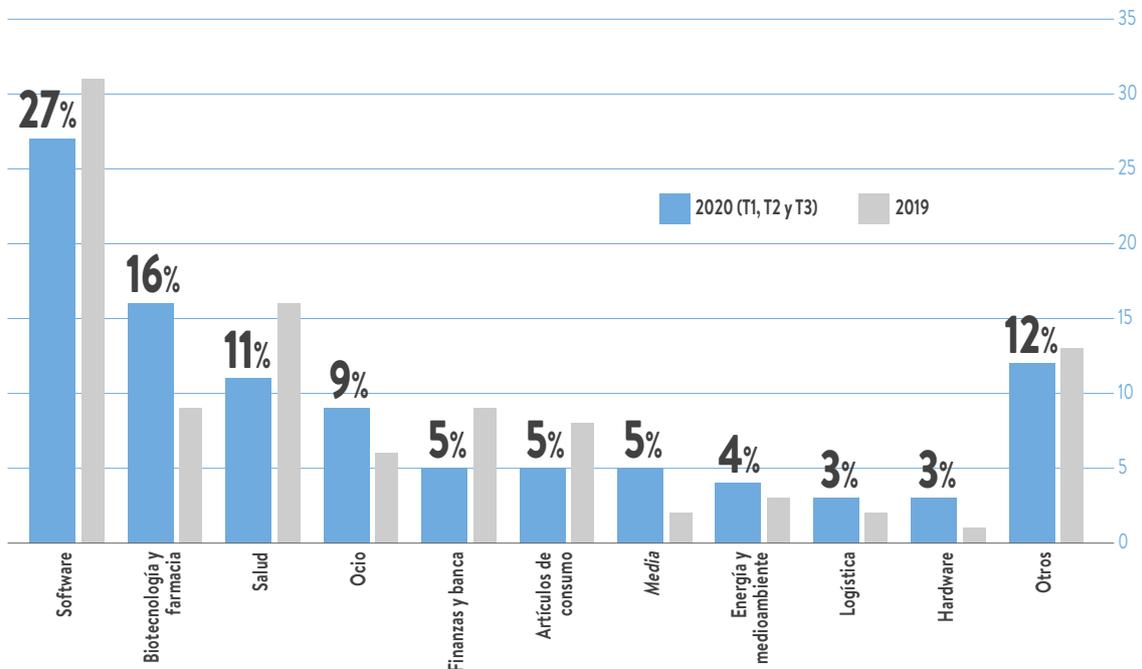


Fig. 9: Sectores de inversión en 2020

IMPACTO DE LA COVID-19 EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN

Uno de los objetivos específicos de este informe era recoger el sentimiento de los inversores respecto al impacto de la covid-19 en sus decisiones y actividad de cara al futuro.

El sector tiende a considerar que la covid-19 no tendrá un impacto excesivo en la capacidad financiera de los inversores, aunque con opiniones muy repartidas entre ambos extremos (ver figura 10). El 35% de los encuestados reconocen que la situación ha afectado a su patrimonio y dispondrán de menos fondos para invertir, mientras que el 27% consideran que no se verán afectados. El resto (38%) tienen una opinión neutral, quizás porque su exposición patrimonial es muy limitada o porque sus fuentes de ingresos se han mantenido inalteradas.

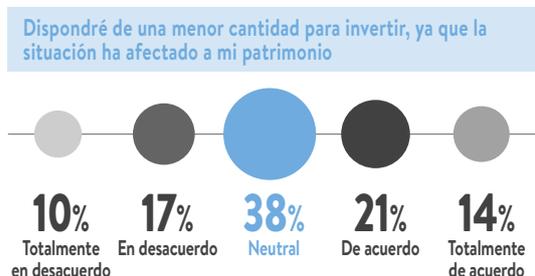


Fig. 10: Impacto de la covid-19 en el volumen de inversión

En cambio, el porcentaje de quienes anticipan una reducción de su capacidad de inversión es más claro entre los inversores británicos, ya que asciende al 55%.

Aunque la capacidad de inversión parece que no se verá muy reducida, la covid-19 sí alterará el foco de la actividad, ya que el 42% de los inversores consideran que realizarán menos inversiones en *startups*, mientras que el 28% no

incorporarán cambios a su actividad inversora (ver figura 11). En el Reino Unido, casi la mitad de los inversores indican que seguirán incrementando su cartera en 2020 y 2021.

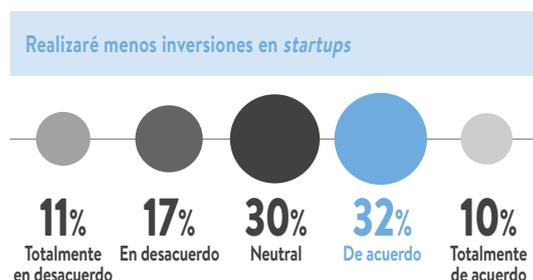


Fig. 11: Impacto de la covid-19 en la inversión en startups

De cara al futuro, destaca la prioridad que darán los inversores a sus carteras en curso frente a la incorporación de nuevas *startups* (ver figura 12). La opción dominante (46%) entre los inversores españoles es que solo invertirán en nuevas *startups* si la cartera actual no tiene necesidades financieras.

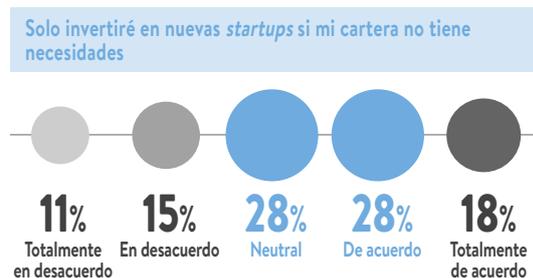


Fig. 12: Impacto de la covid-19 en nuevas inversiones según las necesidades de la cartera

Este porcentaje es muy consistente con el de los inversores británicos, ya que el 52% indican que en 2020 han priorizado el apoyo y la inversión en su cartera de participadas y un 21%

anticipan que solo realizarán operaciones de *follow-on* en lo que queda de 2020 y 2021. Un 12% no hará ninguna nueva inversión.

La tendencia más clara para los próximos meses afecta a las *startups* de sectores muy sensibles a la covid-19 (ver figura 13). El 64% de los encuestados descartan invertir en ellas, por lo que la capacidad de financiación de muchas de estas *startups* empeorará.

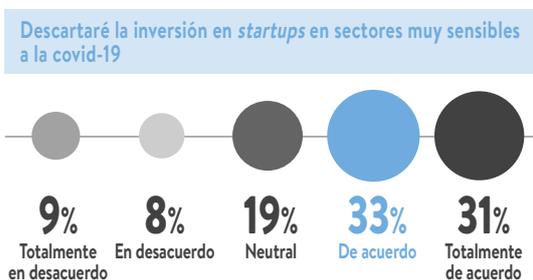


Fig. 13: Impacto de la covid-19 en la inversión en *startups* de sectores sensibles a la pandemia

Los *business angels* en España no tienen una opinión unidireccional respecto al impacto en la rentabilidad de sus inversiones, aunque son mucho más optimistas que los británicos.

Tal y como muestra la figura 14, la mayoría de los inversores (58%) no esperan cambios significativos en el rendimiento de sus carteras a causa de la pandemia, un porcentaje que en el Reino Unido se reduce hasta el 40%. Y un 14% de los inversores españoles parece tener carteras que reaccionarán positivamente, frente al 10% en el Reino Unido.

Solo un 19% esperan una evolución negativa, con pérdidas en todas las inversiones en el 3% de los casos, mientras que en el Reino Unido hasta el 50% de los *business angels* prevén un impacto negativo en sus inversiones.



Fig. 14: Impacto en la rentabilidad de las carteras de *startups*

Otro aspecto a considerar es el impacto de la covid-19 en las valoraciones de las *startups* que buscan o reciben inversión (ver figura 15). La mayoría de los inversores afirman que no han cambiado (42%) y algunos incluso apuntan que seguirá la tendencia al alza (17%). En el Reino Unido, sin embargo, anticipan una clara tendencia a la baja.

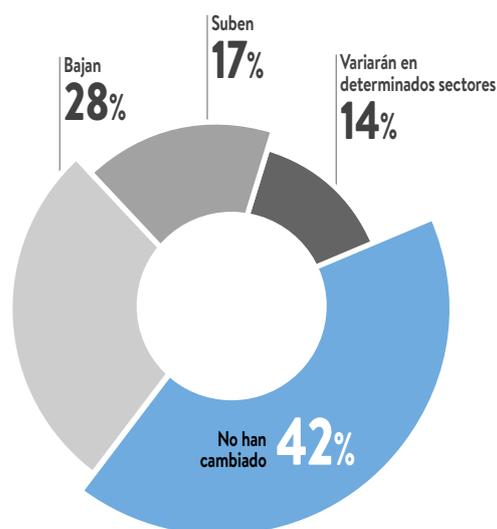


Fig. 15: Impacto de la covid-19 en las valoraciones

DESINVERSIONES Y EXPECTATIVAS

Las desinversiones fueron más frecuentes en 2019 que en el ejercicio anterior. En concreto, el 59% de los inversores realizaron una operación de este tipo, ya fuera con rentabilidad positiva o negativa¹. Es un porcentaje elevado si se compara con el 30% de inversores que lo hicieron en el Reino Unido.

El fracaso forma parte de la vida diaria de los inversores. Entre quienes han reportado alguna desinversión, el 54% sufrieron alguna pérdida por el total del importe invertido y otro 11% indicó alguna pérdida parcial (ver figura 16). El conjunto de inversores que han reportado salidas negativas suma así el 65%, frente al 42% de los inversores del Reino Unido (30% con pérdidas totales y 12% con pérdidas parciales).

A pesar de la disparidad de respuestas obtenidas por la encuesta de AEBAN en España y la de UK BAA en el Reino Unido², la distribución de rendimientos obtenidos por los inversores de ambos países se asemeja más una vez nos adentramos en los múltiplos positivos.

El rendimiento positivo más habitual que experimentaron los *business angels* españoles en alguna de sus desinversiones supuso multiplicar por entre 1 y 2,99 el capital invertido. El 19% de los encuestados obtuvieron esa rentabilidad en alguna de sus operaciones. En el caso del Reino Unido, el porcentaje de inversores que reportaron este rendimiento se sitúa en el 11%.

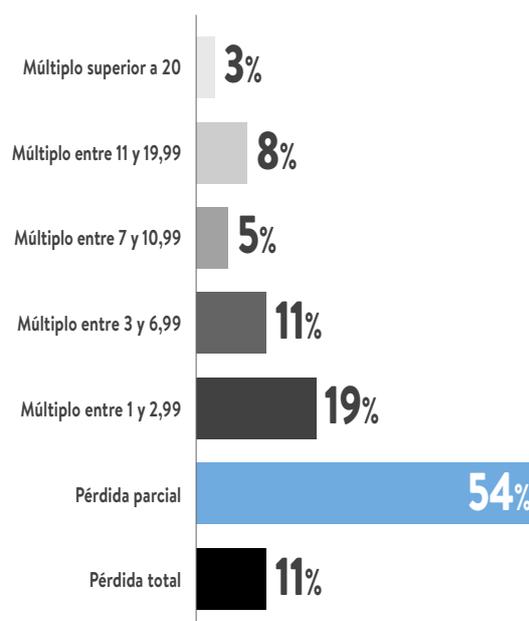


Fig. 16: Desinversiones y resultados (n<50 para los múltiplos de desinversión)³

¹ El hecho de que el 30% de los encuestados españoles no hayan respondido a esta pregunta y sí a otra posterior obliga a tomar el resultado con precaución.

² Más de 300 inversores han respondido a esta pregunta concreta en el Reino Unido.

³ La suma es superior a 100 dado que algunos encuestados desinvertieron en más de una operación con distinto resultado.

Avanzando hacia rentabilidades más atractivas, un 16% de los inversores lograron múltiplos superiores a 7 (18% en el Reino Unido). Y el selecto grupo de quienes multiplicaron por más de 11 su inversión se reduce hasta el 11% de los encuestados (13% en el Reino Unido).

Los inversores han moderado sus expectativas sobre la rentabilidad de su cartera. Así, mientras que en 2018 hasta el 14% de los inversores esperaban múltiplos superiores a 10, este año solo los esperan un 8% de encuestados (ver figura 17).

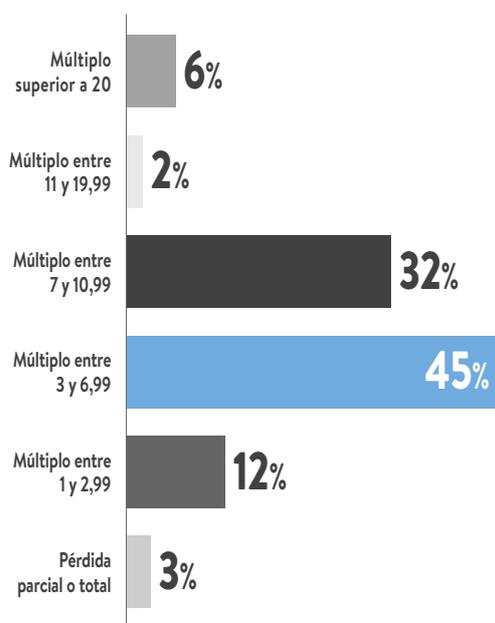


Fig. 17: Expectativas de rendimiento

En el otro extremo, se ha doblado respecto a 2018 el porcentaje de aquellos que prevén rendimientos inferiores a 3, que han pasado del 6 al 12%.

Entre medias se sitúan un 45% de encuestados que esperan múltiplos de entre 3 y 7 (54% en 2018) y un 32% que prevén múltiplos de entre 7 y 10 (24% en 2018).

FÓRMULAS DE DESINVERSIÓN

Como muestra la figura 18, aquellos inversores que obtuvieron rendimientos positivos en España los lograron en la mayoría de los casos mediante la venta de las participaciones por la entrada de un fondo en una fase posterior (44%). Muy por detrás se sitúan las opciones de venta a una gran empresa internacional (17%) o nacional (13%), a un competidor (13%) o la recompra por parte del equipo emprendedor o directivo (13%).

En el Reino Unido, la principal fuente de desinversión fueron las ventas a otras empresas. Solo un 2% experimentó una salida a bolsa, una vía ausente entre los inversores españoles.

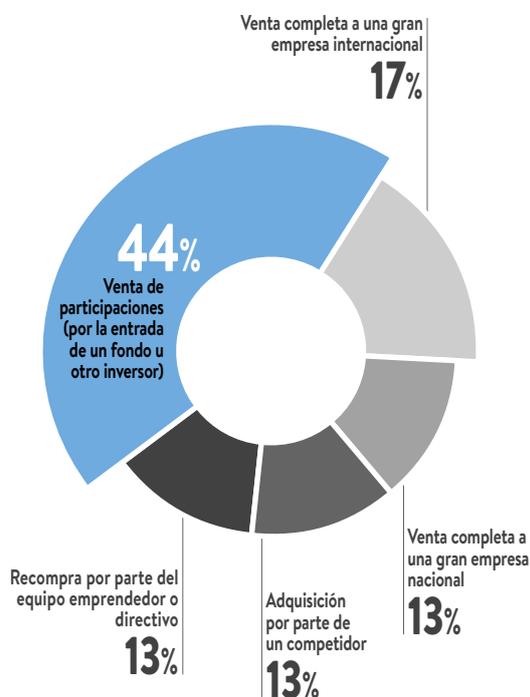


Fig. 18: Fórmulas de desinversión

PERFIL DEL INVERSOR ANGEL

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

Algunas características de los inversores, como su trayectoria, situación patrimonial y sector de procedencia, son determinantes, ya que suelen impactar en los sectores en los que invierte, su capacidad para diversificar o en su empatía con los problemas y las situaciones que afrontan los emprendedores.

Como en anteriores informes, comparamos el perfil del inversor en España con el de otros entornos como el Reino Unido o Estados Unidos.

EDAD

La media de edad de los inversores españoles sigue incrementándose y ya roza los 53 años, lo que la acerca a la de otros países maduros como Reino Unido (55 años) o Estados Unidos (57 años). Es significativo que ya superen los 44 años el 90% de los encuestados, un porcentaje incluso mayor al del Reino Unido (86%).

Todas las franjas de edad por encima de 44 años han aumentado sus porcentajes considerablemente y solo un 10% de los encuestados tienen menos de 45 años (ver [figura 19](#)), de forma similar a lo que ocurre en Estados Unidos, donde la proporción de inversores menores de 40 años no sobrepasa el 8% (ACA, 2018).

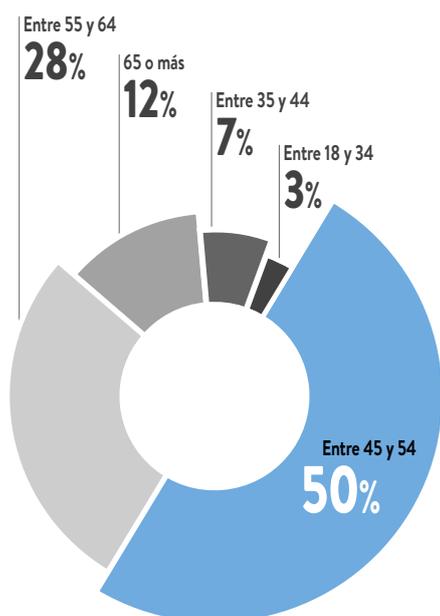


Fig. 19: Edad

AÑOS DE EXPERIENCIA COMO INVERSOR

La mayor parte de los inversores acumulan una notable experiencia en esta actividad. Como muestra la [figura 20](#), tres cuartas partes de los inversores españoles cuentan con al menos tres años de experiencia y el 32% acumulan más de ocho años.

Se ha vuelto a reducir el peso de aquellos inversores que llevan más de 14 años en activo, ya que suponen el 15% del total, frente al 23%

de la anterior edición. En cambio, se consolida una importante renovación, con la entrada de nuevos inversores: una cuarta parte de los *business angels* españoles se han iniciado en esta actividad en los últimos dos años, mientras que en el Reino Unido ese segmento supone el 15% del total.

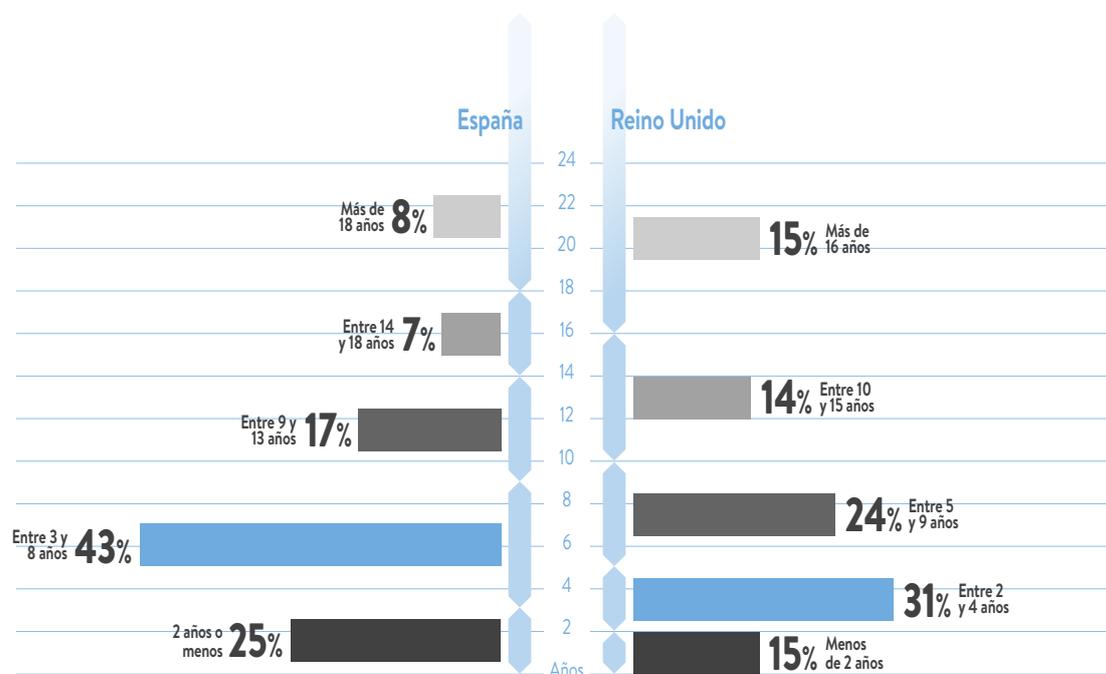


Fig. 20: Años de experiencia

EXPERIENCIA PROFESIONAL DE LOS INVERSORES

La encuesta de este año muestra que el puesto ocupado más frecuentemente por los inversores al iniciarse en la inversión *angel* es el de fundador o CEO de una empresa consolidada, seguido del de alto directivo (ver figura 21). Es significativo que en ningún caso provengan de la Administración Pública o de organizaciones sin ánimo de lucro.

Respecto al año anterior, destaca el protagonismo que alcanzan las profesiones liberales como trampolín para la inversión *angel*, ya que el porcentaje de inversores que ejercían como profesionales independientes se ha duplicado.

La experiencia de los inversores *angel* se concentra de forma muy acusada en unos cuantos sectores de actividad (ver figura 22). El bagaje de casi la mitad se concentra concretamente en dos de ellos: finanzas y TIC. Y si sumamos farmacia, logística y comercio, el porcentaje roza el 70%.

Agricultura, energía y recursos son nuevos sectores de procedencia el colectivo de inversores, aunque en porcentajes muy pequeños. No obstante, podría ser un indicio de la entrada de nuevos perfiles.



Fig. 21: Ocupación al inicio de la actividad inversora

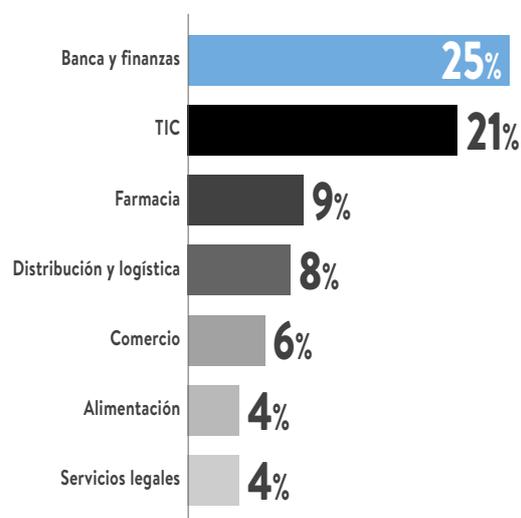


Fig. 22: Principales sectores de experiencia

PATRIMONIO DEDICADO A LA INVERSIÓN EN STARTUPS

La exposición de los *business angels* a la inversión en *startups* se corresponde con el perfil de alto riesgo de la actividad. Los inversores son muy conscientes de ese riesgo y diversifican adecuadamente su patrimonio. En este sentido, los datos muestran un notable aumento del número de inversores que dedican hasta el 5% de su patrimonio a la inversión directa en *startups* (ver figura 23).

Los inversores que dedican más de la mitad de su patrimonio a este tipo de inversión han desaparecido de la muestra y también se ha reducido notablemente la proporción de los que dedican entre el 21% y el 50% del total.

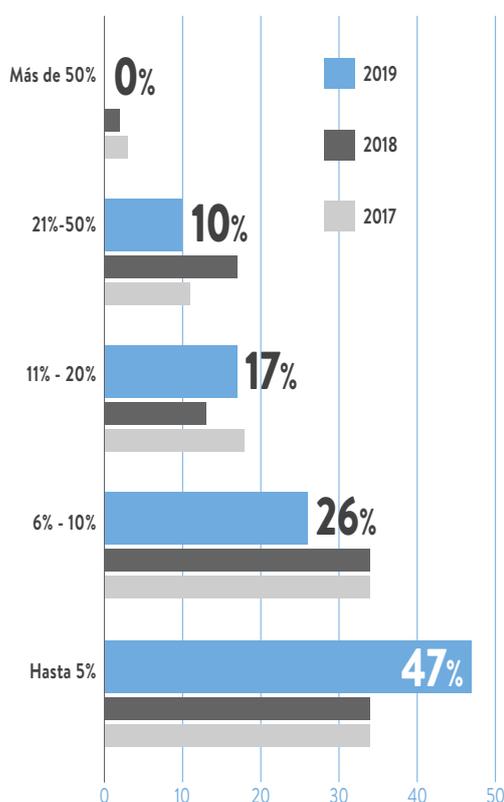


Fig. 23:
Patrimonio dedicado a la inversión *angel*

En comparación con los *business angels* del Reino Unido, se observa la similitud en la proporción de inversores que optan por una exposición menor: en ambos países en torno a una cuarta parte dedican menos del 5% de su patrimonio a la inversión *angel* (ver figura 24).

Sin embargo, hasta el 16% de los inversores del Reino Unido tienen una exposición superior al 25% de su patrimonio, mientras que en España solo son el 4%.

Lo más habitual es que los inversores españoles dediquen entre el 5% y el 10% de su patrimonio a la inversión *angel*, un segmento en el que superan por 12 puntos a los del Reino Unido.

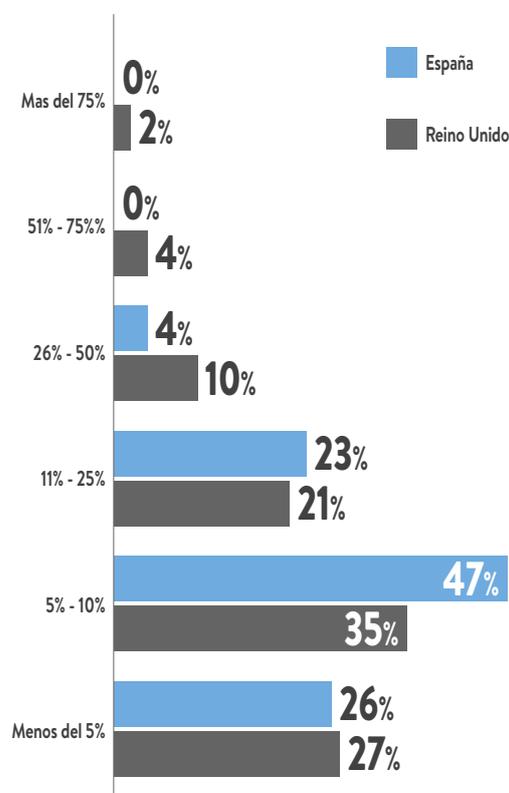


Fig. 24:
Comparativa internacional de patrimonio dedicado a la inversión *angel*

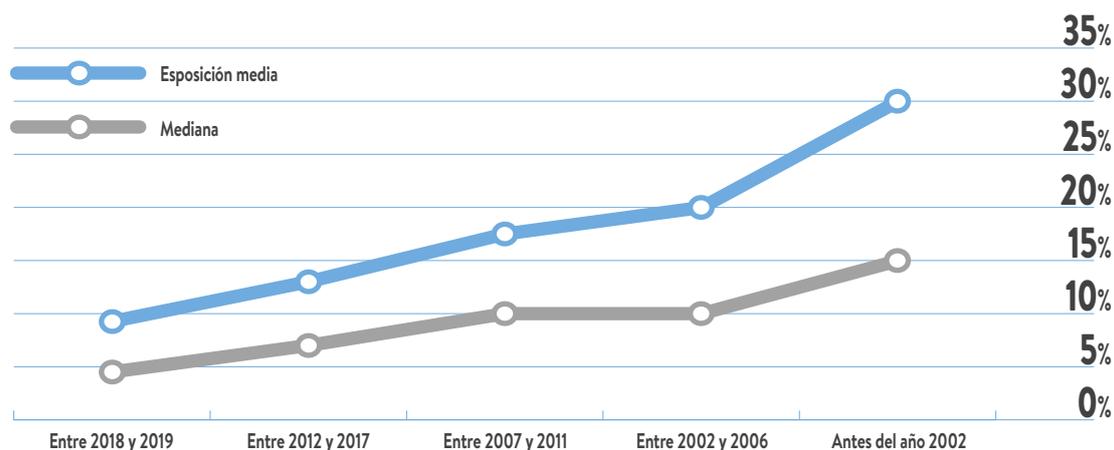
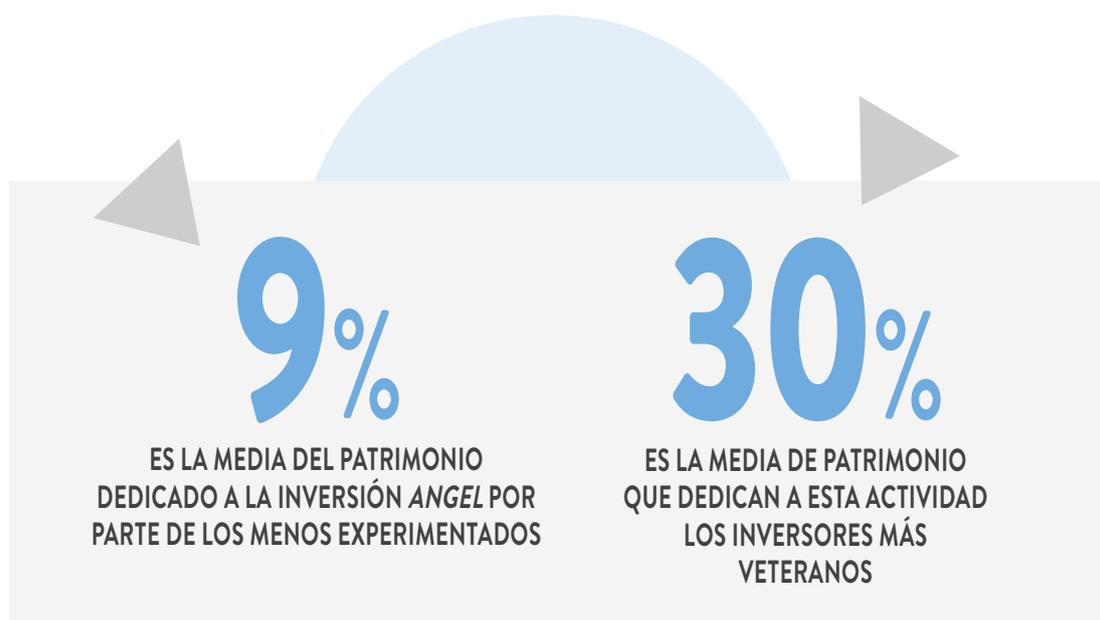


Fig. 25: Exposición de los inversores según su experiencia

Los *business angels* con más experiencia asignan una proporción mayor de su patrimonio a la actividad que los que llevan menos tiempo. Es decir, no mantienen el equilibrio inicial entre estos activos y el resto. Mientras que la exposición en el caso de los menos experimentados se mantiene mayoritariamente por debajo del 5%, la mediana en el caso de los más avezados se sitúa en torno al 15% (ver [figura 25](#)).

Esta exposición creciente a medida que se profundiza en la actividad es consistente con la realidad de otros países. La media del porcentaje de patrimonio dedicado a la inversión *angel* entre los inversores menos experimentados del Reino Unido es del 11,3%, frente al 9,5% en España. Y en el caso de los más veteranos esta media se dispara hasta el 30% en España y el 22,5% en el Reino Unido, donde este grupo parece diversificar más para reducir la exposición.



APORTACIÓN INDIVIDUAL EN CADA OPERACIÓN

El cierre de un acuerdo de inversión tarda en materializarse. Desde que se inician los contactos hasta que el emprendedor recibe los fondos suelen transcurrir meses. Una de las razones es, sin duda, la necesidad de articular una operación en la que suelen participar diversos inversores, en ocasiones hasta decenas aun cuando no exista la intermediación de una plataforma de *crowdequity*.

La [figura 26](#) así lo sugiere, ya que el *ticket* medio que aporta un inversor en cada operación se sitúa entre los 10.000 y los 25.000 euros.

Los *tickets* inferiores a 25.000 euros suponían el 35% en 2017 y el 49% en 2018, pero alcanzan el 72% en esta última encuesta. Parte de esta evolución se debe a la organización natural del mercado, en el que los inversores coinvierten con otros de forma reiterada por afinidad, y a la irrupción de grupos o clubes de inversión más o menos estructurados que buscan diversificar su cartera con ahínco.

Si bien esto es positivo para los propios inversores, obliga a los emprendedores a dedicar más tiempo a articular las operaciones y a ase-

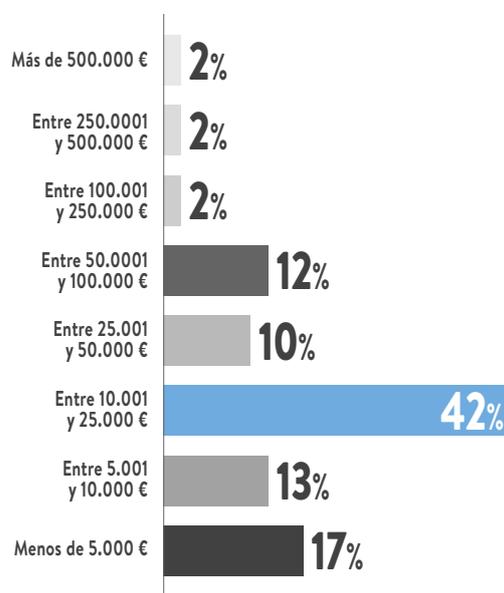


Fig. 26:
Ticket medio por inversor en cada operación

gurarse de que una *cap table* resulte operativa y eficiente.

Los importes más infrecuentes son los que superan los 100.000 euros por inversor, cantidad más apropiada para *family offices*, fondos de capital riesgo u otros posibles coinversores.

El *ticket* medio que aporta un inversor en cada operación se sitúa entre los 10.000 y los 25.000 euros

OTRAS FÓRMULAS PARA INVERTIR EN STARTUPS

Una parte considerable de los *business angels* recurren a instrumentos como los fondos de capital riesgo y las plataformas de *crowdequity* para diversificar su inversión (ver [figura 27](#)).

Así, además de realizar inversiones directas, un 45% tienen participaciones en fondos de capital riesgo (35% en 2018), lo que indicaría una disponibilidad financiera relevante y una creciente interrelación entre ambas industrias o actividades.

El porcentaje que utilizan plataformas de *crowdequity* también se incrementó del 19% en 2018 al 37% en 2019.

La confluencia de los inversores en los tres escenarios (inversión *angel* directa, a través de fondos y a través de plataformas) sigue en aumento, creciendo del 7% al 16% en este último ejercicio. Por lo tanto, parece haber una importante transversalidad y movimiento entre las distintas fórmulas de inversión.

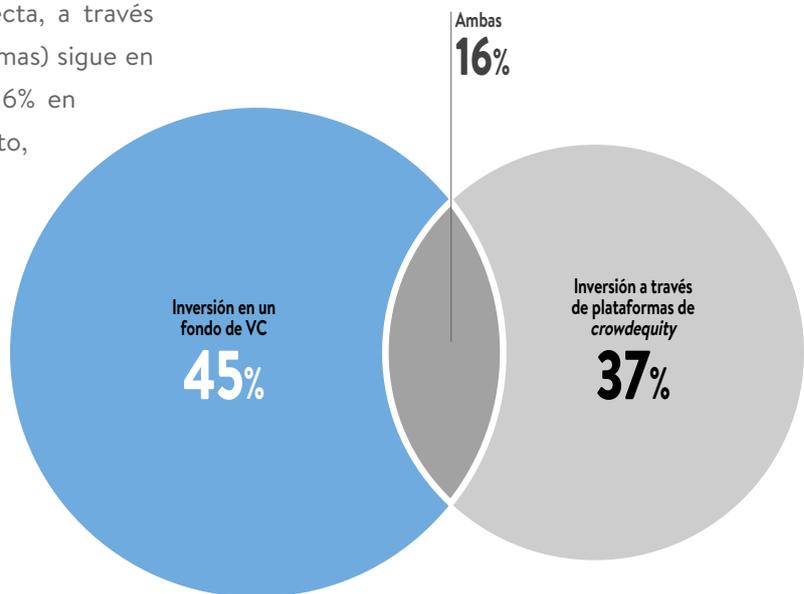


Fig. 27:
Otras fórmulas de inversión en startups



LAS MUJERES Y EL ECOSISTEMA INVERSOR

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

En el estudio de este año, el 10% de los participantes que han indicado el género son mujeres (13% en el Reino Unido), una cifra que se mantiene estable desde hace tres años, cuando se incluyó este indicador en los informes de AEBAN.

El número limitado de respuestas de inversoras impide el análisis representativo de su perfil o de su comportamiento respecto al total de la muestra.

Los datos de otros estudios (UK BAA 2020) muestran que las mujeres invierten cantidades inferiores a sus homólogos masculinos en el segmento *angel*, tanto en términos absolutos como en proporción a su patrimonio total. También se observan rasgos diferenciales del perfil de la mujer inversora en la media de edad, ya que son más jóvenes, y cuentan con una menor experiencia inversora.

Para poder estimar mejor la presencia de mujeres en el ecosistema, dado que la muestra incluye un reducido porcentaje de mujeres y también un bajo ratio de respuesta sobre la coinversión con mujeres inversoras (n=54), nos hemos fijado en aquellos inversores con las carteras más numerosas.

Entre los inversores que han realizado más de 20 inversiones, la media de operaciones con participación femenina no llega a cinco

Entre los inversores que han realizado más de 10 inversiones, la media de operaciones en las que participa alguna mujer asciende a 4,7. Es decir, en más de la mitad de las inversiones no hay presencia femenina.

En el tramo de inversores con carteras superiores a 20 *startups*, la media solo aumenta hasta las 5,6 mujeres, por lo que están ausentes en unas tres cuartas partes de esas operaciones (ver [figura 28](#)).

Aun así, cerca de la mitad de estas inversoras participan en los consejos de administración. Esto hace pensar que, si bien el número de inversoras *angel* es limitado en número, podrían constituir un colectivo especialmente activo y relevante para las *startups* en las que invierten y por eso entran a formar parte de sus consejos de administración.

Hay que tener en cuenta que un 15% de los inversores que dejaron en blanco la pregunta sobre con cuántas mujeres coinvertían siguieron respondiendo otras cuestiones no relacionadas, lo cual posiblemente indique que no han invertido con mujeres. Por tanto, la media de operaciones con presencia femenina podría ser inferior a las indicadas anteriormente.

El mercado británico aporta una posible, aunque limitada comparativa, ya que cuatro de cada diez *business angels* indican invertir siempre o frecuentemente con mujeres, en la línea de la proporción de inversores que cuentan con inversoras en su grupo, red o club de inversores. El resto, seis de cada diez inversores, nunca coinvierten con mujeres o lo hacen ocasionalmente.

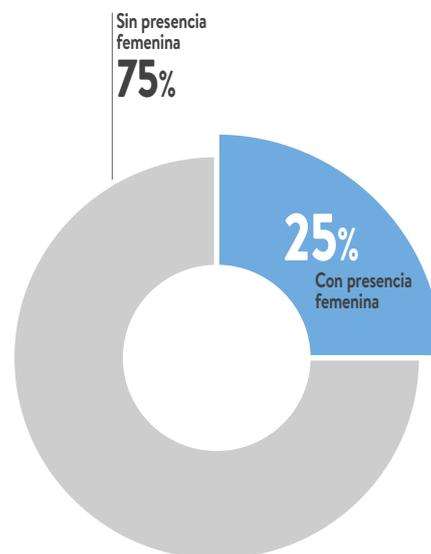


Fig. 28: Participación de mujeres en las inversiones *angel* de carteras superiores a 20 *startups*



EMPRENDEDORAS Y ACCESO A INVERSIÓN

En línea con la media internacional, dos de cada tres inversores han financiado alguna *startup* liderada por una mujer. De todas formas, a medida que se incrementa el número de inversiones realizadas, el peso de *startups* lideradas por mujeres en la cartera disminuye.

La [figura 29](#), que compara cómo se distribuyen por sectores las *startups* lideradas por mujeres con la distribución por sectores de las inversiones de los *business angels*, muestra el mayor protagonismo relativo de las mujeres al frente de *startups* en los sectores sobre todo de *media* y biotecnología, y en menor medida en consumo y ocio. Sin embargo, la representación de emprendedoras es nula en logística y baja en sectores como software o finanzas.

Como veremos en la siguiente sección, las mujeres emprenden intensamente en algunos de los sectores cuyo protagonismo se espera que crezca tras la crisis provocada por la covid-19.

Una posible referencia de la inversión en *startups* lideradas por mujeres la podemos encontrar en Estados Unidos, donde el 17% de las inversiones en fase semilla son para *startups* lideradas por una mujer, con un incremento de casi un punto porcentual respecto al año 2018.

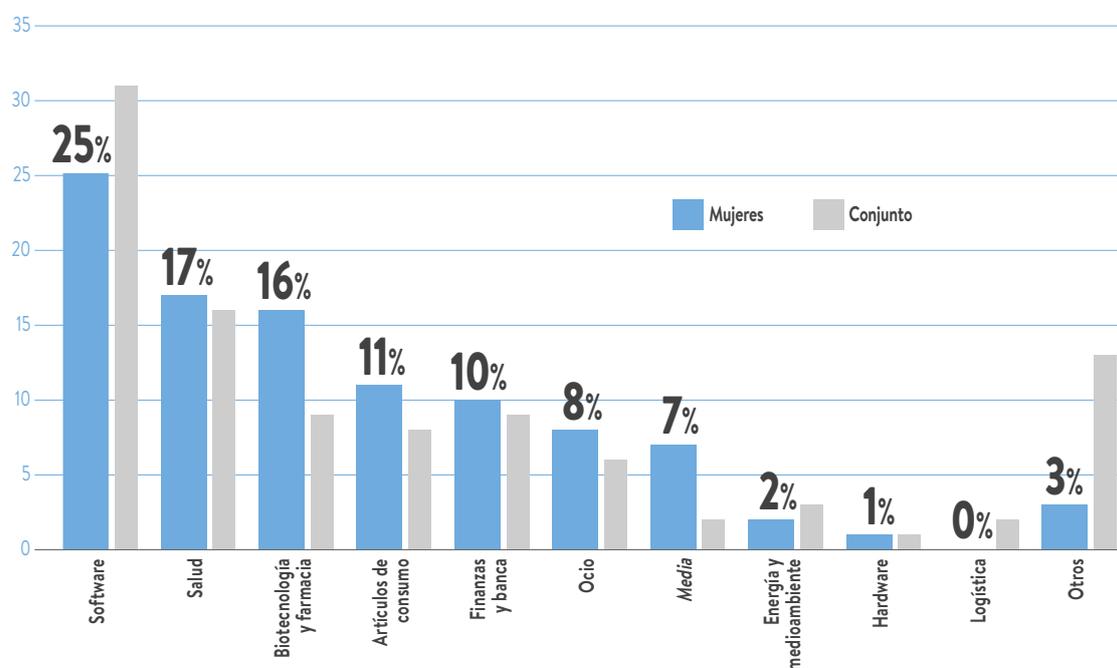
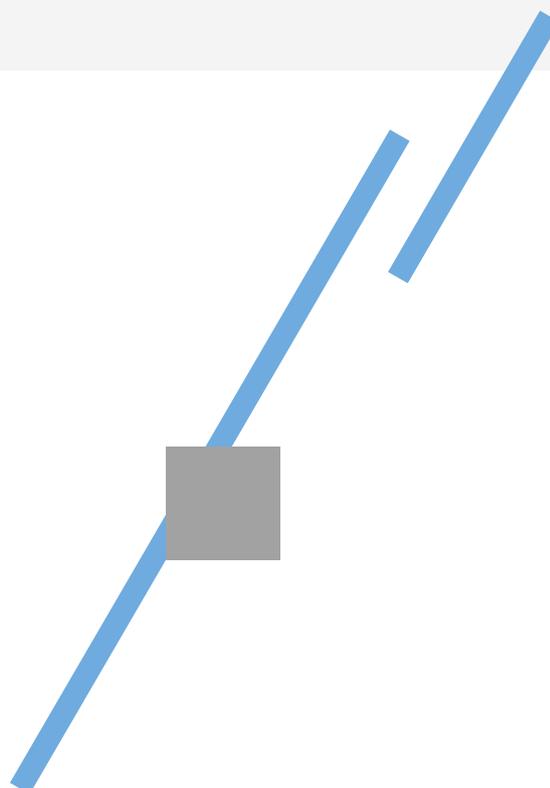
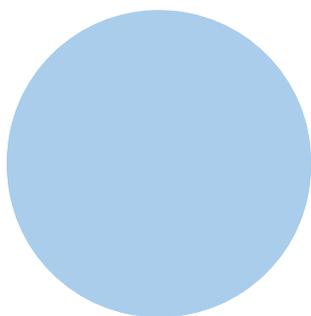


Fig. 29: Sectores de las *startups* lideradas por mujeres

TENDENCIAS ANTICIPADAS

En apartados anteriores ya hemos visto que los *business angels* confían en mantener su actividad en líneas similares a las actuales y hemos anticipado algunos cambios que posiblemente se incorporarán a sus preferencias de inversión. Sin embargo, en este apartado vamos a profundizar algo más en el sentimiento y las expectativas de los inversores sobre aspectos relevantes para el ecosistema de inversión en *startups*.



El sector salud de forma amplia, incluyendo biotecnología y telemedicina, se ve beneficiado por la sensibilización de los inversores y la sociedad. La covid-19 ha puesto de manifiesto la necesidad de mejorar distintos aspectos de la salud pública, profundizar en la digitalización del sector y responder a la demanda de nuevos servicios, así que los inversores intentarán aprovechar estas oportunidades.

Otros sectores en los que la pandemia ha acelerado el proceso de digitalización son el comercio electrónico, la educación y las distintas variantes del ocio online.

Más allá de los sectores que atraerán especialmente la inversión, los *business angels* anticipan cambios en el propio ecosistema.

Los más mencionados son:

- La necesaria digitalización de sectores amplios, con las oportunidades que entraña, provocará cierta concentración de la inversión en *startups* que tengan este objetivo.
- Las *startups* basadas en la inteligencia artificial verán aún más incrementado su atractivo.

En menor medida, los inversores encuestados también mencionan:

- Un mayor protagonismo de la inversión en *startups* centradas el ámbito de la sostenibilidad (medioambiente, sostenibilidad y otras).
- La búsqueda de nuevos modelos de negocio.

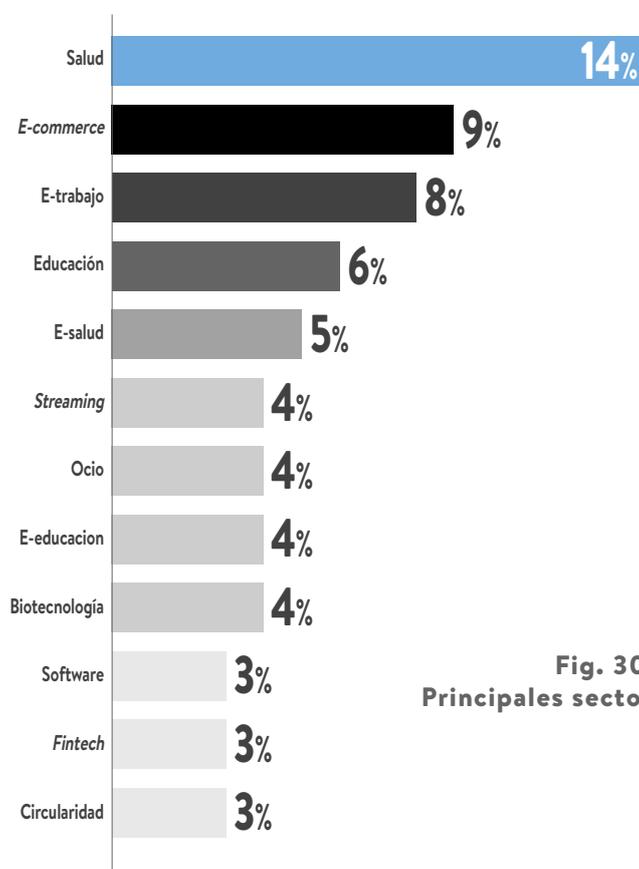


Fig. 30:
Principales sectores en auge

METODOLOGÍA Y AGRADECIMIENTOS

La encuesta en la que se basa este informe aspira a abordar las principales variables de la inversión *angel* con el mayor número posible de respuestas para que sean representativas. Conocedores de la baja participación en cuestionarios con un gran número de preguntas o cuyas respuestas requieren un tiempo considerable, nuestra encuesta se mantiene en estándares de 18 a 20 preguntas cada año. Por ello, el enfoque al definir los contenidos del informe supone un compromiso entre representatividad y profundidad en los aspectos analizados.

La encuesta de este año se distribuyó en la primera quincena de octubre a través de las redes de *business angels* miembros de AEBAN, la base de datos de inversores privados propia del equipo académico y agentes e instituciones del ecosistema emprendedor inversor.

Para la tabulación se han tenido en cuenta 136 respuestas válidas. No todos los inversores han respondido a todas las preguntas, por lo que se indica en qué casos se han obtenido menos de 50 respuestas ($n < 50$) para que se tenga en cuenta su representatividad.

Algunos conceptos y aclaraciones merecedores de mención:

- Definición de *business angel*: AEBAN no especifica una serie de criterios o condiciones que definan de forma rígida el perfil o la actividad de los inversores ángel. Por lo tanto, el estudio no incorpora este requisito para la identificación o validación del perfil de quienes responden. Encuestas similares, como la de UK BBAA, consideran *business angels* a aquellos inversores que

han entrado a formar parte del accionariado de una empresa con la que no tienen vínculos familiares. Sin embargo, excluyen aquellas inversiones realizadas a través de plataformas de *crowdequity*. Para este informe no se ha hecho esa distinción, aunque excluye a inversores que únicamente invierten a través de plataformas.

- La inversión individual de menor importe en una *startup* reportada en este informe asciende a 1.000 euros.
- Etapas de la inversión: para este estudio se ha definido la fase semilla como aquella en la que una *startup* aún no ha probado su modelo de negocio o no ha validado su mínimo producto viable. La fase pre-serie A comprende un periodo más largo, desde que el producto o servicio se lanza al mercado hasta que se completa una serie A. En general, este recorrido en España requiere más de una ronda de inversión, en las que participan *business angels*, plataformas de *crowdequity* y cada vez más fondos de capital riesgo.

La encuesta también ha tratado de abordar sucintamente algunas de las principales tendencias o cambios que ha supuesto o puede suponer el impacto de la covid-19 en la actividad. Para ello incorporó algunas preguntas adicionales, sin comprometer el objetivo de brevedad que necesita mantener.

AEBAN y los autores agradecen su colaboración a los más de 150 inversores que han participado en la encuesta, a las redes de *business angels* miembros de AEBAN y a Jordi Navarrete por su detallado trabajo de edición.

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 que dirige 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 International Advisory Board (IAB) de IESE. Anteriormente, profesor visitante de la Universidad de Stanford, de 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*, inversores privados y *family offices* del IESE. Entre 2008 y 2015 fue 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.



BIBLIOGRAFÍA

British Business Bank (2020), *The UK Business Angel Market 2020*.

Webcapitalriesgo (2020), *El capital riesgo informal en España 2020. Financiación de business angels, crowdfunding, aceleradoras, M4E, FF.OO.*

Angel Resource Institute y Pitchbook (2020), *Halo Report. Annual Report on Angel Investments*.

ASCRI (2020), *Venture Capital & Private Equity en España. Informe 2020*.

Laura Huang (2018), *The American Angel Report*. Angel Capital Association.

