



# Determinantes de éxito en la relación entre Business Angels y Emprendedores, durante el proceso de financiación de startups en España.

Candidato a Doctor:

**Laura Curiel Piña**

Supervisores:

**Graciela Kuechle, Ph.D**

**Alazne Mujika, Ph.D**

San Sebastián, agosto 2015

Doctorado en Competitividad Empresarial y Desarrollo Económico



## RESUMEN

El capital riesgo informal, conformado por business angels (BAs), ha constituido la principal fuente de financiación para nuevas empresas de base tecnológica en diversas economías (Harrison, Mason, & Robson, 2010; Villarreal & Landeta, 2010; William E. Wetzel, 1983). Paradójicamente es uno de los métodos de financiación al emprendimiento menos estudiados (Wong, Bhatia, & Freeman, 2009). Esta tesis se enmarca en el contexto español con el objetivo de ampliar el conocimiento sobre los elementos que constituyen el perfil de estos inversores y sobre las contribuciones no financieras que realizan para incrementar el valor de las startups.

La revisión de la literatura permitió diseñar un modelo centrado en la relación entre business angels y emprendedores a lo largo de las tres etapas del proceso de inversión. Desde la perspectiva de los recursos de Barney (1991), el modelo plantea que el capital humano del business angel (Grant, 1996; Kogut & Zander, 2008) y su capital social (Nahapiet & Ghoshal, 1998) dan lugar a una serie de contribuciones no financieras (Maula, 2005) que contribuyen al diseño y a la elaboración de estrategias encaminadas a incrementar el valor de la startup. Todo este proceso se ve determinado por las interacciones que se presentan entre los involucrados, principalmente, emprendedores, inversores y ejecutivos clave.

Técnicas cualitativas y cuantitativas fueron empleadas para la realización del presente trabajo. Un cuestionario completado por 59 business angels españoles permitió identificar su perfil y sus contribuciones no financieras. Estos resultados dieron lugar a una nueva tipología para caracterizar a los business angels, conformada por cuatro grupos, a saber, exploradores, especializados, novicios y pioneros. En cuanto al estudio cualitativo, se hizo el seguimiento de la trayectoria de una startup exitosa. Como resultado se presentan 16 proposiciones teóricas.

La investigación destaca la relevancia de la función del business angel en el contexto español y su capacidad para proveer mucho más que capital a las empresas de su cartera.



## AGRADECIMIENTOS

Las cosas que valen la pena requieren mucho tiempo para llevarse a cabo y normalmente también necesitan que varias personas se involucren para concretarse. Este es el resultado del esfuerzo realizado durante cinco años (casi seis) y esta es mi forma de agradecer a todas las personas que hicieron este trabajo una realidad.

Principalmente a mis directoras Graciela Kuechle y Alazne Mujika por todo el tiempo dedicado para que hoy podamos tener este trabajo terminado. Gracias además por permitirme aprender de ustedes y por compartir este importante logro.

Mi agradecimiento especial a la Cátedra UNESCO y a la Universidad Iberoamericana León, por ser el motor que hizo posible mi estancia en San Sebastián y por darme esta oportunidad.

Al grupo de profesores del doctorado por su acompañamiento y feedback, muy en especial a Davide Parrili y Juanjo Gibaja de quienes siempre tuve mucho apoyo.

Quiero agradecer a Orkestra y muy en especial al equipo de emprendimiento, así como a Miren Larrea y a Susana Franco por su intervención en etapas iniciales de este trabajo.

De la Universidad de Deusto, mi agradecimiento al equipo de Innovandis y a Deusto Bank por permitirme participar en sus reuniones y facilitarme el contacto con inversores y emprendedores. También agradezco la disposición y apoyo de Idoia Retegui, del equipo de Biblioteca, Secretaría General y Administración.

Esta tesis no hubiera sido posible sin el apoyo de los inversores a quienes tuve el placer de entrevistar y conocer. Un agradecimiento especial a Luis Martín Cabiedes y a toda la Red de Business Angels del IESE. A Albert Colomer de EBAN, así como a la Red de Business Angels de Valencia, a su director Tomás Guillén y su equipo de colaboradores. También agradezco el apoyo de Anna Coll de AEBAN y sus redes. Y el apoyo de Technova Barcelona.

También mi total agradecimiento a los emprendedores entrevistados por compartir conmigo su exitosa historia para hacer el caso de estudio.

No quiero dejar de hacer una mención especial a mis compañeros y amigos del Doctorado, de la Cátedra UNESCO y de la oficina de Plazaola, por estar siempre cerca y tener la palabra precisa en el momento adecuado.

De entre los buenos amigos, un reconocimiento muy especial a Edu Sisti, tu ayuda fue determinante para poder estar hoy aquí. Gracias! Igualmente a Carlos Polo, por apoyar el proyecto inicial de esta tesis.

Por último, quiero decir que me siento muy honrada de contar en mi vida con personas extraordinarias con las que compartí este proyecto y hoy celebro este triunfo, principalmente mi familia, Luis, Ana Paula, Pablo, Ceci, Lili y Sofia, mis socios Piña Galarraga, mi familia Curiel y mi familia Piña. Y con tantos buenos amigos y amigas de México y de San Sebastián un pedazo de mi corazón se queda con ustedes.

Por último, una mención especial a mis papás por haberme enseñando que cuando empiezas algo hay que terminarlo y siempre hay que hacer el máximo esfuerzo.

A todos ustedes, muchas gracias por todo y por tanto!

Laura Curiel  
Noviembre, 2015

## Contenido

|          |                                                                                 |            |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>1</b> | <b>Introducción .....</b>                                                       | <b>16</b>  |
| 1.1      | Motivación de la investigación.....                                             | 20         |
| 1.2      | Objetivos de la investigación .....                                             | 22         |
| 1.3      | Contribuciones e implicaciones.....                                             | 23         |
| 1.4      | Estructura general del trabajo .....                                            | 24         |
| <b>2</b> | <b>Marco conceptual .....</b>                                                   | <b>28</b>  |
| 2.1      | El proceso emprendedor .....                                                    | 29         |
| 2.2      | El perfil y las tipologías de los business angels.....                          | 34         |
| 2.3      | El papel del business angel en el proceso de financiación de startups.....      | 44         |
|          | <i>Etapas previas a la inversión .....</i>                                      | <i>44</i>  |
|          | <i>Etapas posteriores a la inversión .....</i>                                  | <i>52</i>  |
|          | <i>Etapas de desinversión o salida .....</i>                                    | <i>71</i>  |
| 2.4      | Modelo para el análisis.....                                                    | 78         |
| <b>3</b> | <b>Metodología .....</b>                                                        | <b>84</b>  |
| 3.1      | Unidad de análisis .....                                                        | 85         |
| 3.2      | Diseño metodológico general.....                                                | 86         |
| 3.3      | Etapas Cuantitativa.....                                                        | 89         |
|          | <i>Definición de las variables del estudio .....</i>                            | <i>90</i>  |
|          | <i>1. Primera dimensión. Características del inversor.....</i>                  | <i>91</i>  |
|          | <i>2. Segunda Dimensión. Características de la cartera.....</i>                 | <i>93</i>  |
|          | <i>3. Tercera Dimensión. Etapas previas a la inversión.....</i>                 | <i>94</i>  |
|          | <i>4. Cuarta Dimensión. Variables de la etapa posterior a la inversión.....</i> | <i>95</i>  |
|          | <i>5. Quinta Dimensión. Etapas de desinversión o salida.....</i>                | <i>98</i>  |
|          | <i>Elaboración del cuestionario y escalas de medición.....</i>                  | <i>100</i> |
|          | <i>Selección de la muestra .....</i>                                            | <i>102</i> |

|                                                                                                                                   |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <i>Procedimientos para el análisis de datos</i> .....                                                                             | 104        |
| 3.4 Etapa Cualitativa.....                                                                                                        | 108        |
| <b>4 Análisis de resultados y discusión</b> .....                                                                                 | <b>116</b> |
| 4.1 Una perspectiva cuantitativa del perfil y la tipología del business angel en España<br>116                                    |            |
| 1. Resultados dimensión características del inversor .....                                                                        | 116        |
| 2. Resultados dimensión características de la cartera de inversión.....                                                           | 122        |
| 3. Resultados dimensión previa a la inversión.....                                                                                | 132        |
| 4. Resultados dimensión post inversión .....                                                                                      | 134        |
| 5. Resultados dimensión desinversión .....                                                                                        | 140        |
| <i>Tipología business angels españoles</i> .....                                                                                  | 145        |
| 4.2 Una perspectiva cualitativa del papel del business angel en el proceso de<br>financiación de una nueva empresa en España..... | 161        |
| <i>Proceso de financiación de la startup</i> .....                                                                                | 166        |
| <b>5 Conclusiones</b> .....                                                                                                       | <b>202</b> |
| 5.1 Conclusiones generales.....                                                                                                   | 202        |
| 5.2 Limitaciones y líneas futuras de investigación .....                                                                          | 207        |
| 5.3 Contribuciones e implicaciones.....                                                                                           | 209        |
| <b>Referencias</b> .....                                                                                                          | <b>212</b> |
| <b>Anexo 1. Resumen de variables</b> .....                                                                                        | <b>224</b> |
| <b>Anexo 2. Cuestionario</b> .....                                                                                                | <b>227</b> |
| <b>Anexo 3. Base de datos</b> .....                                                                                               | <b>231</b> |
| <b>Anexo 4. Matriz de Correlaciones</b> .....                                                                                     | <b>232</b> |
| <b>Anexo 5. Comparativo de asignación de casos entre métodos</b> .....                                                            | <b>233</b> |

|                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Anexo 6. ANOVA .....</b>                                     | <b>234</b> |
| <b>Anexo 7. Propositiones del estudio cualitativo .....</b>     | <b>235</b> |
| <b>Anexo 8. Agrupaciones de Business Angels en España .....</b> | <b>237</b> |
| <i>Agrupaciones españolas de Business Angels.....</i>           | <i>238</i> |

## Lista de Tablas

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabla 2.1 Estudios pioneros sobre el perfil del business angel .....                | 40  |
| Tabla 2.2 Estudios sobre contribuciones no financieras de los business angels ..... | 58  |
| Tabla 4.1 Resumen del perfil de business angel español .....                        | 143 |
| Tabla 4.2 Información de las variables para la tipología.....                       | 146 |
| Tabla 4.3 Coeficientes de aglomeración .....                                        | 148 |
| Tabla 4.4 Distribución de los casos por número de clústers.....                     | 148 |
| Tabla 4.5 Distribución de business angels por clúster.....                          | 149 |
| Tabla 4.6 Resultados ANOVA de las variables .....                                   | 150 |
| Tabla 4.7 Clúster tipología business angels españoles.....                          | 152 |
| Tabla 4.8 Contribuciones de capital social por grupo .....                          | 158 |
| Tabla 4.9 Contribuciones de capital humano por grupo .....                          | 160 |
| Tabla 4.10 Línea de tiempo de la trayectoria de la startup.....                     | 165 |
| Tabla 4.11 Rondas de financiación de la startup.....                                | 167 |
| Tabla 4.12 Conformación del equipo emprendedor .....                                | 169 |
| Tabla 4.13 Descripción Equipo de inversores .....                                   | 172 |
| Tabla 4.14 Integración del equipo directivo .....                                   | 174 |
| Tabla 4.15 Propositiones de agentes relevantes.....                                 | 175 |
| Tabla 4.16 Distancia geográfica y frecuencia de la interacción .....                | 184 |
| Tabla 4.17 Propositiones de interacción entre los agentes relevantes .....          | 188 |
| Tabla 4.18 Capital social y contribuciones no financieras .....                     | 193 |
| Tabla 4.19 Propositiones de contribuciones no financieras .....                     | 195 |

## Lista de Figuras

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Figura 1.1 Perspectiva general .....                                      | 26  |
| Figura 2.1 Necesidades de capital .....                                   | 30  |
| Figura 2.2 Brecha en la financiación de empresas.....                     | 33  |
| Figura 2.3 Etapas del ciclo de inversión.....                             | 44  |
| Figura 2.4 Etapa previa a la inversión.....                               | 45  |
| Figura 2.5 Origen de las contribuciones no financieras del Inversor ..... | 62  |
| Figura 2.6 Clasificación de Contribuciones no Financieras .....           | 63  |
| Figura 2.7 Elementos de la interacción .....                              | 65  |
| Figura 2.8 Causas potenciales de conflicto.....                           | 70  |
| Figura 2.9 Modelo de investigación del caso de estudio .....              | 81  |
| Figura 3.1 Diseño metodológico.....                                       | 88  |
| Figura 3.2 Diseño del proceso de investigación descriptiva .....          | 89  |
| Figura 3.3 Dimensiones del estudio cuantitativo .....                     | 90  |
| Figura 3.4 Procedimiento de análisis de datos.....                        | 105 |
| Figura 3.5 Proceso para la investigación cualitativa.....                 | 110 |
| Figura 4.1 Edad de los inversores.....                                    | 117 |
| Figura 4.2 Motivaciones de inversión.....                                 | 118 |
| Figura 4.3 Experiencia previa de los business angels.....                 | 120 |
| Figura 4.4 Capital social de los business angels (promedio).....          | 121 |
| Figura 4.5 Cantidad de inversiones superiores a 10 mil euros .....        | 123 |
| Figura 4.6 Cantidad de empresas en cartera actual.....                    | 125 |

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Figura 4.7 Sectores de Inversión .....                                    | 127 |
| Figura 4.8 Etapa de inversión .....                                       | 129 |
| Figura 4.9 Capital invertido (euros) .....                                | 130 |
| Figura 4.10 Forma de inversión .....                                      | 132 |
| Figura 4.11 Etapas del proceso de financiación.....                       | 132 |
| Figura 4.12 Criterios para la decisión de inversión.....                  | 134 |
| Figura 4.13 Resultados sobre la frecuencia de la interacción .....        | 136 |
| Figura 4.14 Horas dedicadas .....                                         | 137 |
| Figura 4.15 Desempeño de la startup .....                                 | 143 |
| Figura 4.16 Dendograma .....                                              | 147 |
| Figura 4.17 Tipología de los business angels españoles .....              | 154 |
| Figura 4.18 Modelo de investigación. Contribuciones no financieras .....  | 155 |
| Figura 4.19 Origen de las contribuciones no financieras.....              | 155 |
| Figura 4.20 Contribuciones no financieras de los business angels .....    | 156 |
| Figura 4.21 Agentes relevantes .....                                      | 168 |
| Figura 4.22 Origen de las contribuciones no financieras del inversor..... | 173 |
| Figura 4.23 Interacciones .....                                           | 176 |
| Figura 4.24 Elementos de la interacción entre actores.....                | 177 |
| Figura 4.25 Contribuciones no financieras .....                           | 189 |
| Figura 4.26 Contribuciones no financieras de capital humano .....         | 190 |
| Figura 4.27 Contribuciones no financieras de capital social .....         | 193 |
| Figura 4.28 Estrategias e incremento de valor .....                       | 198 |

## **Lista de Acrónimos**

|       |                                                 |
|-------|-------------------------------------------------|
| BA    | Business Angel                                  |
| BAA   | Asociación de Business Angels Ingleses          |
| BAs   | Business Angels                                 |
| BAN   | Business Angel Network                          |
| EBAN  | European Business Angel Network                 |
| GEM   | Global Entrepreneurship Monitor                 |
| TIC's | Tecnologías de la Información y la Comunicación |



# **CAPITULO 1**

## **INTRODUCCIÓN**

## 1 Introducción

Se han identificado varios estudios, en las dos últimas décadas que destacan que confirman que el capital riesgo informal, conformado en gran medida por business angels (BAs), ha constituido la principal fuente de financiación para nuevas empresas de base tecnológica en varias economías (Harrison, Mason, y Robson, 2010; Villarreal y Landeta, 2010; Wetzel, 1983). Pese a su relevancia, es uno de los métodos de financiación al emprendimiento menos estudiados (Wong, Bhatia y Freeman, 2009). La presente investigación busca aportar conocimiento sobre esta fuente de financiación, se consideran dos líneas de investigación relacionadas con el emprendimiento que son: el proceso de emprendimiento en sí mismo y su financiación, específicamente en el contexto español.

El estudio estará centrado en el análisis de la participación de uno de los actores centrales del Capital Riesgo: los business angels y su relación con las empresas en la fase de puesta en marcha, también conocidas como “startups” (Colomer i Espinet et al., 2009).

De acuerdo con la Red Europea de business angels, EBAN, (por sus siglas en inglés), instancia que trabaja en el impulso del mercado de financiación de empresas en varios países de Europa, un business angel es:

*“un inversor individual que invierte directamente (o a través de una estructura jurídica) parte de su capital en empresas en etapas iniciales (seed o startup) en las que no tiene lazo familiar con el emprendedor”<sup>1</sup>*

Por otro lado, una startup, de acuerdo con la Guía de Pratt para el Capital Riesgo es “una empresa que se encuentra en las primeras fases de su desarrollo, con gran potencial de crecimiento, perfil innovador y por tanto mucho riesgo asociado” (Pratt, 1987). Muchas startups han surgido en el sector internet en donde los montos de inversión suelen menores de los que se requieren para

---

<sup>1</sup> <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained/> Consultado junio 2014.

financiar nuevas empresas en otros sectores más tradicionales de la economía, como el industrial o científico (OECD, 2011).

Pero aunque la inversión es menor, el grado de incertidumbre y riesgo asociado son altos. Es por eso que su financiación es mucho más factible a través de business angels que de otro tipo de inversores que también forman parte del mercado de Capital Riesgo (Hellmann y Puri, 2002; Lange, Bygrave, Nishimoto, Roedel, y Stock, 2001; Mason y R. Harrison, 2002; Politis, 2008; Saetre, 2003; Wright, Pruthi y Lockett, 2005).

La literatura existente relacionada con el mercado de financiación al emprendimiento en España es muy limitada en alcance y en detalle, comparada con la cantidad de estudios existentes en otros mercados, principalmente los anglosajones. Comprender mejor el mercado de financiación de startups en España es relevante por varios motivos. Se ha señalado que la falta de acceso a la financiación de proyectos emprendedores es una de las principales causas de abandono de actividades empresariales en este país (Peña et al., 2014). Según datos del Global Entrepreneurship Monitor, GEM España (2012), solamente el 30% de los emprendedores disponen de la totalidad del capital requerido para empezar su negocio, de tal forma que el 70% de los emprendedores debe buscar otras fuentes de financiación (Hernández et al., 2012). El escaso acceso a recursos financieros es una de las tareas más complejas que los emprendedores deben resolver, principalmente en etapas iniciales cuando se está poniendo a prueba el modelo de negocio y el riesgo asociado al proyecto es alto (Peña et al., 2014).

Por otro lado, el mercado de capital de riesgo informal no está suficientemente consolidado como para resolver el tema de la financiación de proyectos emprendedores según el informe del Global Entrepreneurship Monitor en España 2014, (Peña et al., 2014). En otras palabras el mercado español de capital riesgo informal se encuentra en etapas emergentes y su crecimiento dependerá de varios factores económicos, sociales y políticos, sin embargo, desde el ámbito académico, se busca contribuir hacia su mejor comprensión y análisis de los diversos factores que impactan en su desarrollo.

El interés por el estudio de los business angels en España comenzó hace más o menos una década con la investigación realizada por San José et al. (2005). Los autores investigaron sobre la situación de las Redes de Business Angels españolas y las alternativas para facilitar su crecimiento (San José, Roure, y Aernoudt, 2005). Sobre este tema de las redes de business angels se ha integrado en el apartado de Anexos (Anexo 8) información sobre su situación y conformación actual. Se identifica también la investigación de Pintado et al. (2007) sobre el Capital Riesgo español, que sienta las bases sobre las características de este mercado en crecimiento en España (Pintado, García, y Van Auken, 2007).

En diciembre de 2008, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio de España, apoyó a ESBAN, Red Española de Business Angels y EBAN para realizar el estudio “Redes españolas de business angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado”. Posteriormente Albert Colomer i Espinet (2009) con el apoyo del mismo Ministerio, llevó a cabo el primer estudio identificado sobre el perfil del business angel en España (Colomer i Espinet et al., 2009). Coderech et al. hicieron un estudio sobre la tributación para business angels haciendo una comparación entre varios países europeos, en el que se incluye a España (Coderch et al., 2009).

Además de estos tres reportes, más recientemente se identifica la investigación realizada por Bergereche y Moreno (2012) sobre las principales características del mercado de business angels en España, es un estudio que contempla la revisión de la literatura existente para definir esta figura de inversión (Bergareche y Moreno, 2012). Adicionalmente Verona et al. (2013) hacen una recopilación de datos estadísticos relacionados con business angels y toma la información de los reportes realizados por ESBAN, EBAN, AEBAN y GEM para España (Verona, García y Déniz, 2013). Montero (2013) realizó un análisis sobre la fiscalidad para business angels en España (Montero, 2013) este es un tema en el que también se ha ido avanzado como medida para incentivar la participación de los inversores. Y por último, utilizando datos del GEM, Hoyos y Saiz (2013), hacen un estudio para identificar de qué manera los business angels difieren de otros tipos de inversores informales como lo son aquellos que están más cercanos a su entorno y tienen relación familiar con el emprendedor. En este estudio, se

toma en consideración para la caracterización, su nivel de educación, sus competencias, habilidades, experiencia previa como emprendedores, su nivel de ingresos, la relación que establecen con los emprendedores y el tamaño de sus inversiones (Hoyos y Saiz, 2013).

En el 2011, el despacho de consultoría Necotium, publicó el informe “Status Quo de los BAs en España”<sup>2</sup> en donde muestran los resultados de un estudio sobre las principales características del perfil del business angel en España. Los principales resultados del estudio indican que durante el 2011 los business angels españoles invirtieron 59,4 millones de euros en 179 empresas en fases seed y startup. Con una media de inversión de 332,015 €, solo el 20% de las inversiones fueron individuales, el resto se trató de coinversiones. Las Comunidades Autónomas que recibieron más inversión fueron Cataluña (26,9M€-45%), Madrid (17,2M€-29%) y Valencia (2,5M€-4%) seguidas del País Vasco y Baleares. El principal sector de inversión es Internet.

Además de los reportes y artículos antes mencionados, se identificó el libro de Martínez y García (2010) en el que se relatan 5 casos de éxito de startups españolas y se detalla el perfil y rasgos generales del business angel español (Martínez y García, 2010).

El Global Entrepreneurship Monitor del 2013, (Peña et al., 2013) en su edición española, integra un apartado monográfico sobre los retos y desafíos en la financiación al emprendimiento en este mercado. Las principales conclusiones del estudio señalan que debido a la dificultad en el acceso a la financiación, es importante que se generen nuevos mecanismos para que los emprendedores obtengan el capital necesario para hacer frente a las primeras etapas del desarrollo de los proyectos empresariales. Menciona que se debe desarrollar una oferta de capital especializado, conformado por fondos y redes de inversores en sectores clave (biotecnología, energía y TIC's). Sugiere la relevancia de definir mecanismos de coinversión para disminuir el riesgo entre los inversionistas y destaca el papel de los business angels como elementos clave de la financiación.

---

<sup>2</sup> Consultado 15 enero 2014 en <http://www.manuelmates.net/2013/03/la-inversion-debusiness-angels-en-espana-primera-fuente-de-financiacion-para-emprendedores/>

Han comenzado a surgir también algunos estudios que son producto de tesis doctorales sobre business angels en el contexto español. Por ejemplo la tesis de Argerich (2014), centrada en dos aspectos principales: (1) la ambigüedad en la definición y muestreo de business angels y (2) los criterios que estos inversores utilizan para evaluar proyectos. Sus principales resultados demuestran que la falta de consenso en la definición de estos inversores puede generar imprecisión en los resultados obtenidos al estudiarlos. En cuanto a los criterios de selección, la conclusión estriba en que el proceso de selección del inversor es crítico en el proceso de inversión (Argerich 2014).

Sin duda estos estudios y tesis han aportado elementos importantes sobre el tema, sin embargo aún queda mucho por estudiar (Argerich, Hormiga y Valls-Pasola, 2013; Hoyos y Saiz, 2013; Verona Martel et al., 2013). La tesis que aquí se presenta parte de una base de datos propia y tiene como propósito central la identificación cuantitativa de los business angels españoles para proponer una tipología de clasificación. Dicha tipología servirá para comprender con mayor detalle cómo ellos agregan valor a las startups en las que invierten para ello se utilizó una metodología mixta con cuestionarios dirigidos a los BAs y entrevistas a profundidad con los involucrados en un caso de estudio sobre una startup española exitosa. Los resultados y conclusiones contribuirán a ampliar el conocimiento sobre el objeto de estudio en el contexto español.

## **1.1 Motivación de la investigación**

La elección del tema fue motivada por tres razones. En primer lugar, se ha identificado que el conocimiento de la figura de los business angels en España está limitado (Colomer i Espinet et al., 2009). La falta de evidencias sobre esta fuente de financiamiento puede obstaculizar la función del gobierno en la generación de políticas y en las intervenciones oportunas para fortalecer su crecimiento (Mason y Harrison, 2015). Comparado con otras economías principalmente anglosajonas, el mercado de business angels en España es todavía de reciente implantación y requiere ser estudiado con mayor profundidad (Verona et al., 2013). Paradójicamente al reconocimiento y relevancia que ha obtenido esta figura de inversión en varias economías, su estudio y conocimiento no ha sido muy difundido (Arís Coderch et al., 2009). Para el contexto español

es necesario conocer con mayor detalle sobre su función y formas de operación. La OECD (2011), también ha señalado la importancia que tiene la función de los business angels en la financiación de empresas en etapas iniciales y sugiere la investigación específica sobre su rol como capital inteligente, en relación con las contribuciones y el valor que agregan a las startups (Hoyos y Saiz, 2013). Es durante la etapa posterior a la inversión cuando el business angel tiene mayor posibilidad de contribuir con su conocimiento, experiencia y contactos a las startups (De Clercq, Fried, Lehtonen y Sapienza, 2006) esta etapa es una de las menos estudiadas en la literatura existente sobre business angels (Macht, 2011; Macht y Robinson, 2009; Politis, 2008).

En el contexto español entonces se identifican estudios sobre su perfil (Colomer i Espinet et al., 2009), sus formas de organización y formación (San José et al., 2005) y también sobre los criterios utilizados para la selección de proyectos (Argerich 2014) pero no se identifica ninguno que proponga una tipología y que a través de ella se evalúen las formas de contribuciones no financieras que realizan a los proyectos de su cartera.

La segunda razón es porque las startups necesitan recursos financieros de los business angels para crecer y los business angels son considerados como la mejor alternativa en varios países del mundo (Harrison et al., 2010; Mason, 2002; OECD, 2011). Se dice que existe una brecha en la financiación existente para startups y los business angels han demostrado en varias economías su capacidad de hacer frente a dicha brecha financiando el emprendimiento (Harrison y Mason, 1991; Mason y Harrison, 1995; Shane, 2009; Van Osnabrugge y Robinson, 2000). En economías como la de Estados Unidos, se ha confirmado que los business angels invierten 10 veces más que los inversores europeos, se trata de mercados más maduros en cuanto a este tipo de financiación (Arís Coderch et al., 2009). Lo anterior, permite destacar el enorme potencial de los business como alternativa a la financiación en el contexto europeo. Se ha identificado la importancia de la financiación vía business angels para el desarrollo de la actividad emprendedora en los países, incluso durante las etapas de crisis económica (Mason y Harrison, 2015).

Y por último, los business angels tienen un papel central en la contribución a la innovación (Munck, 2009). La inversión vía business angels ayuda a generar más innovación que la realizada por otros inversores ya que estos invierten en un mayor número de sectores y tienen un mayor impacto geográfico (OECD, 2011). Las Administraciones de los países de la unión europea han identificado en los business angels una excelente alternativa para el desarrollo de sus economías (Arís Coderch et al., 2009).

## **1.2 Objetivos de la investigación**

El objetivo general de esta disertación es entender el rol del business angel español en la financiación de startups en el contexto español desde una perspectiva académica para ampliar su conocimiento. Los objetivos específicos son:

1. Identificar al business angel español (edad, sexo, motivaciones, tamaño de la cartera de inversión, capital humano, capital social, etc.)
2. Proponer una tipología de clasificación para los business angels españoles, basada en sus principales características.
3. Explorar las contribuciones no financieras como formas a través de las cuales los business angels agregan valor a las startups en las que invierten. Dichas contribuciones tienen origen en el capital humano y social del inversor.

### **Preguntas generales de Investigación**

En primera instancia, es necesario saber quiénes son los business angels españoles y cuáles son las características que deben ser consideradas en la definición de su perfil. Se propone que el uso de técnicas cuantitativas y cualitativas que permitirán una mejor identificación de los atributos principales relacionados con su perfil en el contexto español.

De acuerdo con la literatura, los business angels proveen mucho más que recursos financieros a las empresas en las que invierten. Ellos aportan su experiencia, conocimientos y contactos para ayudar al equipo emprendedor en el camino de consolidación de la idea de negocio. Es por eso que han sido considerados como *capital inteligente* para las empresas en las que invierten (Harrison y Mason, 1992; San José et al., 2005; Wetzel, 1983). Como parte primordial de esta investigación es importante comprender ¿cuáles son las principales contribuciones no financieras de los BAs a las empresas de su cartera? Para este análisis se toma como origen al capital social (Nahapiet y Ghoshal, 1998) y humano (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008) del business angel. Su experiencia previa y contactos representan el punto de partida de las contribuciones no financieras que harán a las startups.

En segundo lugar, no todos los business angels llevan a cabo su función de la misma manera, es por eso que a través del análisis de algunas de sus principales características se pretende encontrar diferencias y similitudes entre ellos dando lugar a una tipología para su clasificación.

### **1.3 Contribuciones e implicaciones**

Los hallazgos de esta investigación, serán relevantes tanto para los inversores como para los emprendedores y contribuirán a una mejor comprensión de la financiación de startups principalmente en el contexto español. Para los emprendedores, la tipología propuesta puede servir como herramienta para hacer un análisis sobre algunas características del perfil del inversor (edad, cartera, motivación, capital humano y social), con esto pueden identificar aspectos asociados con la capacidad del inversor para agregar valor a sus startups. Para los inversores, el conocimiento que se genere a partir de esta investigación será relevante porque les permitirá entender con mayor profundidad el funcionamiento del mercado de inversión y considerarlo como una alternativa para incrementar su patrimonio y para la creación de nuevas empresas. Adicionalmente les permitirá comprender de mejor manera el impacto que tiene su función en la creación de nuevas empresas innovadoras.

Los resultados de la investigación, aportarán información para el debate académico sobre emprendimiento y financiación de empresas en el mercado Español. Específicamente, se abordarán las características de su perfil y las formas a través de las cuales los business angels agregan valor a las empresas en las que invierten. La conformación de los grupos dentro de la tipología puede servir como evidencia de la situación de un mercado determinado e incluso puede ser usado para comparar a los business angels de varias economías. Las evidencias identificadas a través del análisis de la trayectoria de una startup española exitosa, proporciona información empírica relevante sobre la financiación de startups y cuáles son las características que pudieran estar asociadas con el incremento de su valor. Esta técnica cualitativa ha permitido identificar algunos puntos que surgen del conflicto de intereses entre las personas que convergen en una startup inversores, emprendedores y ejecutivos clave, lo que servirá para ser tomado en consideración por todos los actores al momento de financiar una nueva empresa.

Este trabajo de investigación también resultará de gran ayuda para las redes de business angels españolas, y otras instituciones y organizaciones que apoyan la actividad de los inversores. Les proveerá de información destacada para sus funciones de representación y asesoramiento de inversores. También les ayudará en su función de intermediación frente a organismos públicos nacionales, internacionales y europeos.

Esta investigación, además proveerá de información actual para ser considerada en el diseño de políticas públicas relativas a la financiación del emprendimiento en España y en otros mercados emergentes.

En suma, el presente estudio será relevante para todos los implicados en el ecosistema emprendedor español, y les aportará importante información para el fortalecimiento de la financiación de empresas de reciente creación.

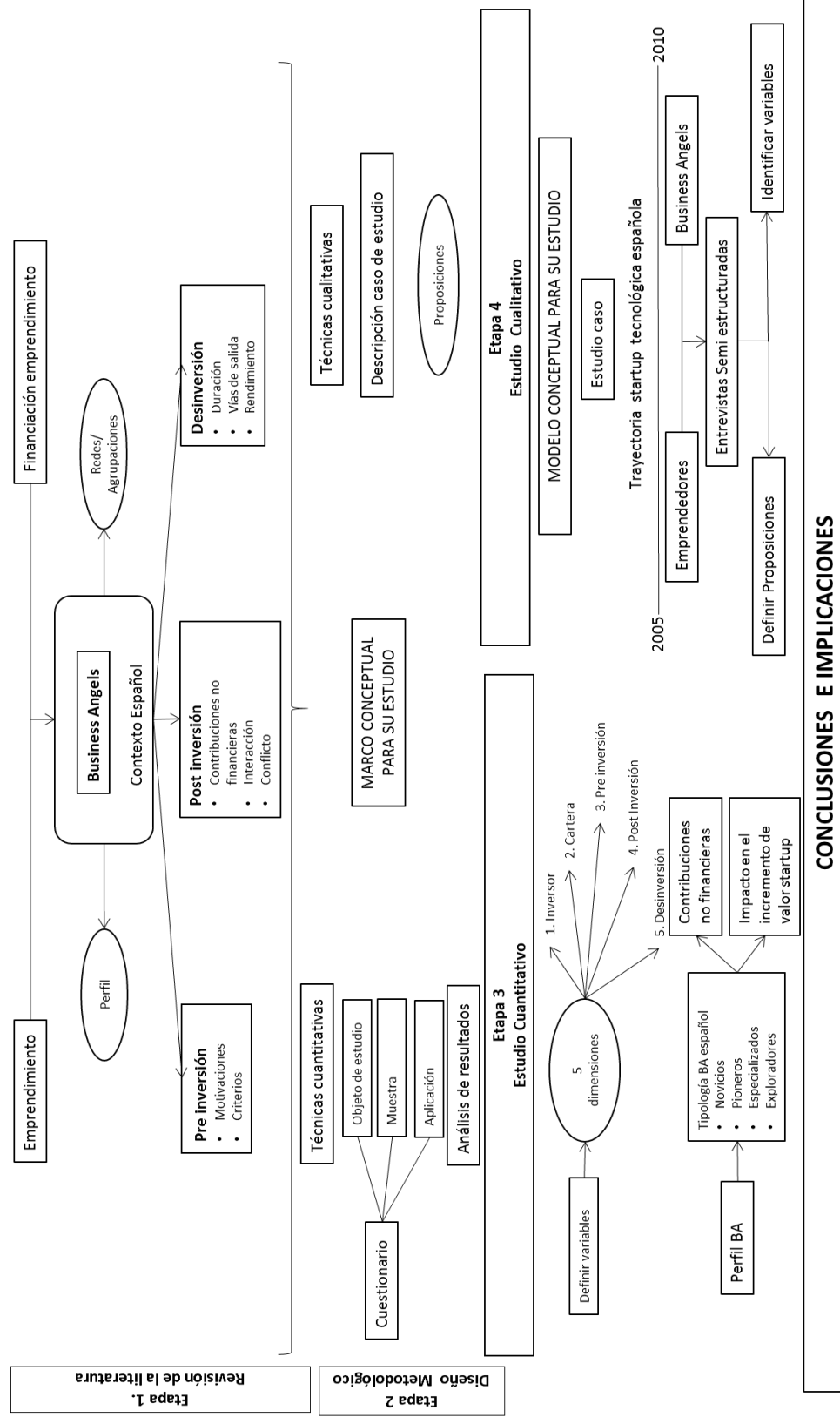
#### **1.4 Estructura general del trabajo**

En la Figura 1.1 es posible observar la estructura general del trabajo desarrollado en cinco capítulos. El primero contextualiza el objeto de estudio y propone los objetivos y contribuciones de la investigación a realizar. El segundo capítulo

integra la revisión de la literatura sobre emprendimiento y su financiación a través de business angels, tomando como hilo conductor las tres etapas del proceso de financiación, a saber, pre inversión, post inversión y desinversión. Las conclusiones del capítulo dieron pie al marco conceptual para el estudio de los business angels. El tercer capítulo, integra la definición metodológica para el estudio de los business angels españoles. En esta etapa se definió la conveniencia de hacer un estudio cuantitativo y posteriormente dar seguimiento a una startup exitosa mediante la técnica de estudio de caso, que es eminentemente cualitativa.

El cuarto capítulo integra los resultados obtenidos, en primer lugar se presentan las evidencias del estudio cuantitativo que permitirá la identificación de los business angels. El instrumento fue enviado a 82 business angels españoles para hacer una aproximación a la definición de su perfil, generar una tipología, conocer sus contribuciones no financieras y analizar el impacto en el incremento de valor de las startups en las que invierten. Posteriormente en este mismo apartado se presentan las evidencias obtenidas del análisis del caso de estudio de una startup española exitosa. El análisis de la trayectoria de esta startup se hizo en un lapso de 5 años que correspondió al tiempo en el que es posible considerarla como startup. Además es el periodo en el que tuvo financiación vía business angels que es el objeto de estudio de esta disertación. Los hallazgos del caso de estudio sirvieron como punto de partida para la definición de las proposiciones teóricas relacionadas con los business angels. El quinto capítulo correspondió a las conclusiones e implicaciones a las que da lugar esta investigación y que son relevantes para emprendedores, business angels, redes de business angels y personas relacionadas con la elaboración de políticas que favorezcan el emprendimiento y su financiación.

**Figura 1.1 Perspectiva general**



Fuente: elaboración propia

# **CAPITULO 2**

## **MARCO CONCEPTUAL**

## **2 Marco conceptual**

Los tres objetivos definidos para esta investigación y presentados en el capítulo introductorio señalan el proceso a seguir en la investigación que se llevará a cabo para esta disertación. Dichos objetivos surgen de un cuidado procedimiento de revisión y análisis de las investigaciones existentes sobre el tema de la financiación al emprendimiento y de la función de los business angels en distintas economías desde hace un par de décadas.

El presente capítulo integra la revisión de la literatura sobre el proceso de emprendimiento y las alternativas que existen para financiarlo con un claro enfoque en los business angels. La revisión de varios estudios ha permitido identificar los temas más relevantes en relación con su función así como aquellos que requieren ser estudiados para el contexto español. Aunque en varias economías se ha destacado que los business angels constituyen una excelente opción para la financiación de proyectos innovadores de alto impacto (Harrison et al., 2010; Munck, 2009; OECD, 2011; Wetzel, 1983), muchos aspectos continúan sin ser suficientemente estudiados (Wong et al., 2009).

La revisión de la literatura es el primer paso del proceso de investigación para esta tesis doctoral. El capítulo comienza con un resumen sobre las principales alternativas para la financiación del proceso emprendedor. Se resalta la existencia de una brecha en la financiación de los proyectos que implican alto riesgo y están en etapas tempranas. En este apartado también se integran las características que definen en perfil del business angel, recogidas de investigaciones científicas y empíricas. Así como algunas tipologías existentes sobre business angels. Seguidamente se contempla una revisión detallada de los aspectos cruciales relacionados con las contribuciones no financieras de los business angels, tomando como hilo conductor proceso de financiación de empresas de reciente creación. Han sido identificados también los distintos enfoques teóricos y metodológicos que son comúnmente empleados para el estudio de la financiación al emprendimiento. Y por último se propone el modelo teórico para llevar a cabo la investigación tanto en su etapa cuantitativa como cualitativa.

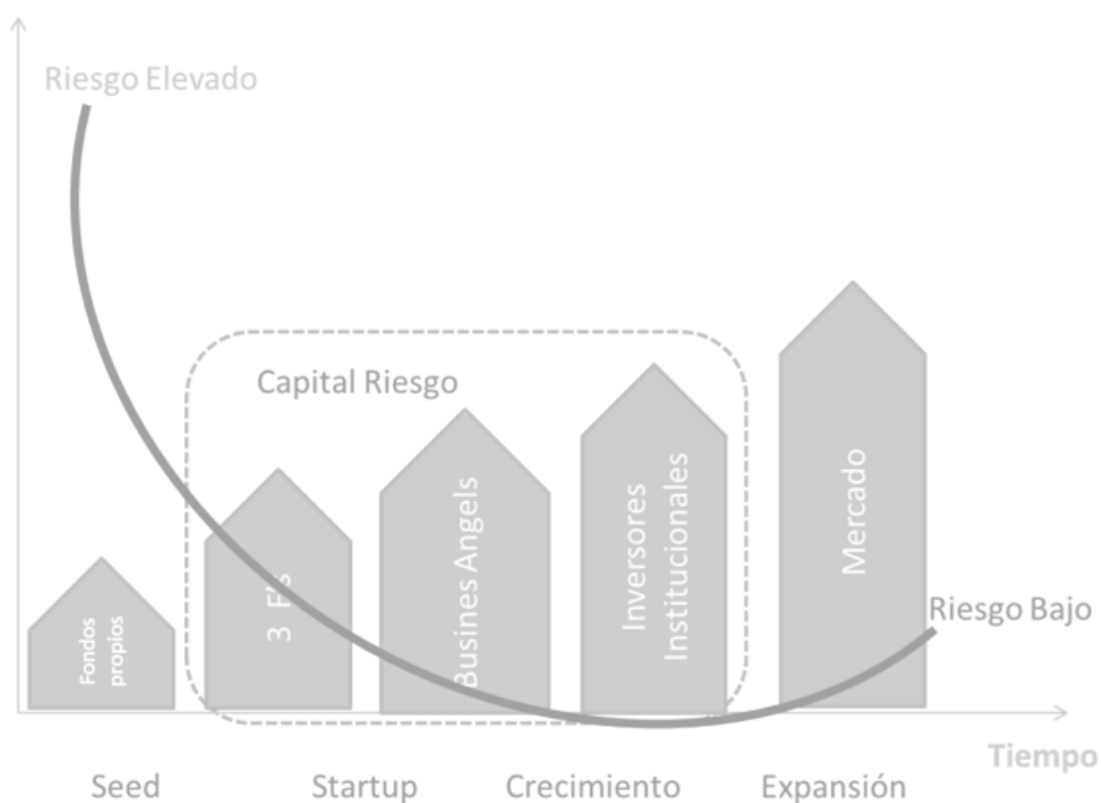
## **2.1 El proceso emprendedor**

La consolidación de una idea de negocio es un proceso largo y exige a los empresarios contar con los recursos humanos, técnicos, financieros y materiales necesarios. La complejidad en el acceso a la financiación, es una de las principales dificultades a las que se enfrentan los emprendedores al momento de crear sus empresas (Colomer i Espinet et al., 2009; GEM, 2012; Mason y Harrison, 1996; Munck, 2009; Wong et al., 2009).

Factores tales como la etapa de desarrollo del producto, el riesgo, la disponibilidad de capital, el tipo de empresa, la estructura de propiedad y el historial de ventas determinan las fuentes y cantidades de capital que son los más apropiados para cada proyecto (Timmons, 1982).

Para cada etapa de desarrollo de la empresa existe un tipo de financiación que resulta más conveniente para las empresas. La figura 2.1 detalla gráficamente la relación entre la evolución de la empresa, el riesgo asociado al proyecto y el tipo de financiación más apropiado.

**Figura 2.1 Necesidades de capital**



*Fuente: elaboración propia basado en Colomer i Espinet (2009)*

En etapas muy tempranas, los emprendedores comprometen sus recursos y obtienen financiación de su entorno más cercano (familiares o amigos). Los 3F's por sus siglas en inglés (*Family, Friends and Fools*), redefinidos por la OECD como (*Founders, Friends and Family*) (OECD, 2011), son "individuos que usan su propio dinero para proveer capital a una empresa privada, operada por un miembro de su familia, compañero de trabajo, amigo o vecino" (Shane, 2009). No se trata de inversores profesionales en busca de beneficios financieros a cambio de su dinero (GEM, 2012) sino de personas que tienen relación cercana con el emprendedor y que están dispuestas a ayudar aportando cantidades modestas de capital. La financiación obtenida, será destinada a la realización de investigación, evaluación, prototipos y desarrollo del concepto inicial antes de la puesta en marcha de la empresa, lo que se conoce como capital semilla (Munck, 2009).

La principal ventaja que representa este tipo de financiación, está relacionada con los pocos o prácticamente nulos requisitos que los 3F's exigen al emprendedor a cambio del capital. La desventaja es que los recursos que puede obtener el emprendedor por esta vía son limitados e insuficientes para hacer frente a un proceso de consolidación empresarial. Conforme las necesidades de capital aumentan y la empresa tiene mayor tamaño y alcance, el emprendedor debe recurrir a otras alternativas por ejemplo la financiación vía capital. Este tipo de financiación se obtiene a través de personas o instituciones que prestan recursos financieros a cambio de un porcentaje de propiedad de la empresa. Normalmente son proyectos con características muy innovadoras, con una clara ventaja competitiva y con altas posibilidades de crecimiento. Lo que le permitirá a los inversores obtener beneficios sobre el capital invertido.

En esta etapa los emprendedores necesitan buscar financiación para desarrollar sus productos y realizar la comercialización inicial. Incluso es posible que algunas empresas estén todavía en proceso de constitución (Munck, 2009). A éste tipo de financiación se le conoce como capital puesta en marcha o startup.

Aunque las startups están en etapas iniciales, los emprendedores deben demostrar que sus ideas son lo suficientemente sólidas para que los inversionistas estén dispuestos a comprometer su dinero y correr el riesgo junto con ellos. Es una etapa complicada, en la que la supervivencia de la empresa se ve constantemente amenazada y en la que los inversionistas asumen un alto riesgo.

La financiación vuelve a ser necesaria para que las empresas puedan fabricar y comercializar sus productos. A éste tipo de capital se le conoce como capital en etapas tempranas (Munck, 2009). Financiar esta etapa sigue implicando alto riesgo para los inversores, porque normalmente las empresas todavía no han generado beneficios financieros.

Una vez que las empresas han obtenido el capital para hacer frente a su etapa de desarrollo, las necesidades de capital volverán a hacerse presentes, ahora con el objetivo de financiar el aumento de la capacidad de producción, el mercado o el trabajo adicional, lo que se conoce como capital de crecimiento

(Munck, 2009). Normalmente para hacer frente al crecimiento, se requieren grandes cantidades de capital, por lo que los emprendedores deben buscar inversores con gran capacidad financiera, como es el caso de los inversores institucionales. Éstas son “corporaciones, instituciones financieras u otras organizaciones (por ejemplo firmas de Capital Riesgo) que usan el dinero de terceros, para proveer capital a empresas privadas operadas por otros” (Shane, 2009). Estos inversores funcionan como intermediarios entre las instituciones financieras que poseen capital, tales como fondos de pensiones, y las empresas en busca de capital (Lumme, Mason y Suomi, 1998). Estas instituciones buscan obtener dividendos por su inversión (Wright y Robbie, 1998).

En este ciclo de desarrollo de las empresas, varios investigadores han señalado la existencia de una *brecha* en la financiación de empresas desde el surgimiento hasta su consolidación (Harrison y Mason, 1991; Mason y Harrison, 1995; Shane, 2009; Osnabrugge y Robinson, 2000). Dicha brecha aparece antes de que la startup sea atractiva para los inversores institucionales, cuando el emprendedor ha agotado las posibilidades de conseguir capital en su entorno más cercano. Los inversores institucionales suelen involucrarse en rondas de financiación posteriores, cuando el proyecto ya está más consolidado y sus requerimientos de capital son mayores.

Es en ese momento intermedio, en el que en varios países se ha identificado a los business angels<sup>3</sup> como la mejor fuente de financiación para proyectos en etapas tempranas y que implican alto riesgo (Mason, 2002; OECD, 2011). Los business angels proporcionan más capital que los 3Fs, pero menos que los inversores institucionales.

Un business angel, típicamente invierte entre 20 mil euros y 400 mil euros (OECD, 2011), mientras que los inversores institucionales se enfocan en hacer inversiones millonarias con políticas de inversión mucho más conservadoras. Una importante diferencia entre estos dos tipos de inversores es que los primeros

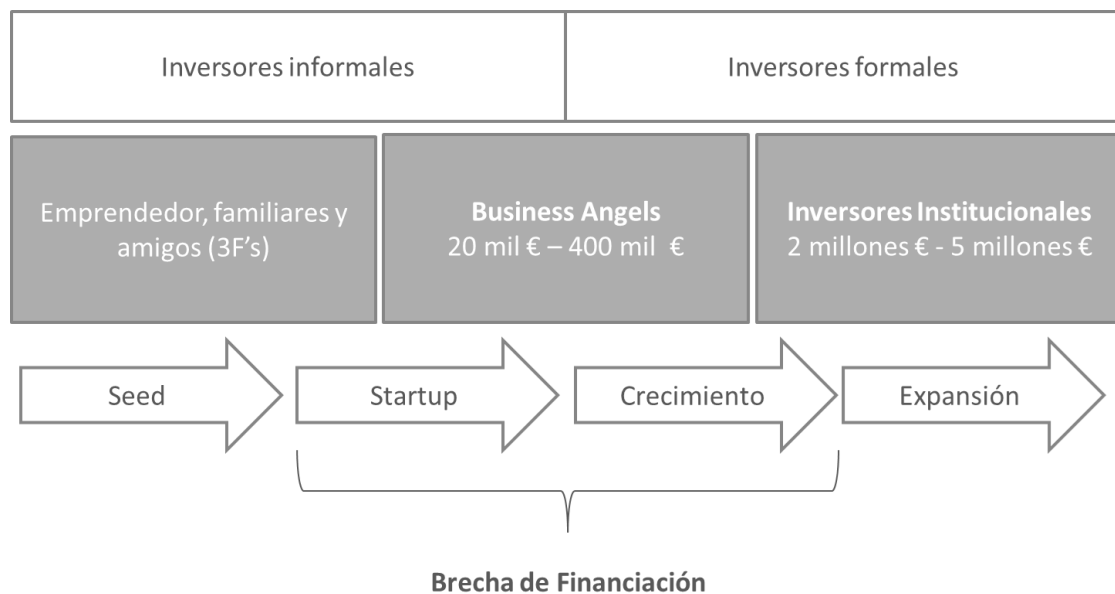
---

<sup>3</sup> Business Angels: “son individuos con alto patrimonio neto que invierten una proporción de sus activos en empresas de reciente creación que implican alto riesgo y alto rendimiento (Freear, Sohl y Wetzel 1995) y que se involucran activamente en sus empresas” (Mason y Harrison, 1995).

financian a las empresas con su propio capital, mientras que los inversores institucionales invierten el capital de terceros (Gompers y Lerner, 2001).

En la figura 2.2 se hace evidencia de la brecha existente en la financiación de empresas.

**Figura 2.2 Brecha en la financiación de empresas**



*Fuente: elaboración propia, basado en OECD (2011)*

Los business angels financian a empresas que buscan capital startup y de crecimiento. El hecho de que estos inversores aporten capital, da credibilidad a la startup y hace que ésta sea más atractiva para futuros inversores (Munck, 2009; Shane, 2009).

Los inversores institucionales y los business angels realizan actividades complementarias para la financiación de empresas (Freear et al., 1995; Sorheim, 2005; Wong et al., 2009). Benjamín y Margulis (1996) hacen el símil de la actividad complementaria de estos inversores con una carrera de relevos, en la que entre los inversores se pasarán el testigo cuando la startup comience a dar sus primeros frutos (Benjamín y Margulis, 1996).

La complementariedad de estos dos grupos de inversores está ampliamente relacionada con las cantidades de capital que invierten. Los inversores institucionales tienen mayor capacidad de inversión que los business angels y

por esto que cada grupo se enfoca en diferentes etapas del desarrollo de la empresa (Wong, 2002).

Tanto los business angels como los inversores institucionales tienen un papel fundamental en la financiación de empresas, dependiendo de la etapa en la que estas se encuentren y del riesgo asociado a la inversión.

Para efectos de esta investigación, el objeto de estudio es el business angel, específicamente en su función de principal fuente de financiación de empresas en etapa startup. En la siguiente sección se analizan con más detalle las características asociadas a este tipo de inversores, identificadas en los casi treinta años de investigación sobre esta figura de financiación en varias economías.

## **2.2 El perfil y las tipologías de los business angels**

Históricamente el término business angels se atribuía a los individuos que financiaban las obras teatrales de Broadway en Nueva York (Benjamin y Margulis, 2001). Posteriormente, con el impulso del emprendimiento tecnológico en los años 80's, el profesor William Wetzel (1983) adaptó el concepto para hacer referencia a los inversores que financiaban el surgimiento de empresas tecnológicas.

La primera empresa identificada que fue creada con financiación de business angels, fue Hewlett Packard fundada por Bill Hewlett y Dave Packard, alumnos de la Universidad de Stanford. Ellos recibieron de Frederick Terman, rector de dicha universidad, 500 mil dólares como inversión inicial para arrancar su empresa en 1938. Hewlett Packard es un ícono del emprendimiento tecnológico de Silicon Valley, región en la que han surgido en los últimos años gran cantidad de empresas del sector tecnológico (Ferrary y Granovetter, 2009).

En varios países europeos, los business angels representan una importante fuente de financiación para nuevas empresas (OECD, 2011; Wiltbank, 2005). Según datos de EBAN, durante el 2013 en Europa los 271.000 business angels existentes, invirtieron 5,5 billones de euros, distribuidos en 33 empresas que a su vez generaron 184.170 empleos (European Business Angels Network EBAN,

2014). más allá de su contribución al crecimiento económico y al avance tecnológico (Murray, 2007).

El mercado de la inversión a través de business angels está muy consolidado en países anglosajones. Muchas empresas reconocidas internacionalmente han recibido financiación inicial de business angels en el continente Americano, podemos mencionar a Starbucks, Google, Apple, Dell, The Body Shop, Cisco y Yahoo. En España algunas de las empresas que han sido financiadas por business angels con excelentes resultados son Privalia<sup>4</sup>, Buy Vip<sup>5</sup> y Tuenti<sup>6</sup>. Todas ellas han surgido en los últimos 10 años, lo cual habla de las características emergentes del mercado de business angels en este país.

Los emprendedores que busquen inversión a través de esta vía deben estar en disposición de ceder participaciones de la empresa a sus inversores (Colomer i Espinet et al., 2009; Wiltbank, 2005). El porcentaje de participación cedido a los inversores en las primeras rondas, no puede ser muy alto porque debe permitir a los emprendedores negociar financiación futura con otros inversores (Stevenson, Morse y Roberts, 2000). Es importante que el emprendedor conserve gran parte de la propiedad de su empresa, porque esto lo mantendrá motivado y favorecerá el cumplimiento de los objetivos de la empresa (Shane, 2009).

En el ámbito académico, el interés por el estudio de los business angels comenzó con la investigación seminal del profesor William Wetzel de la Universidad de New Hampshire en 1983. En esta investigación hecha con bases de datos del Reino Unido, Wetzel definió su perfil considerando elementos como, la forma en la que se involucran en sus empresas participadas, su ámbito de actuación, los sectores y etapas del ciclo de vida de la empresa en las que prefieren invertir, sus expectativas de retorno de inversión, su percepción del riesgo, los beneficios no financieros y las fuentes de referencia a través de las cuales tienen acceso a

---

<sup>4</sup> Privalia, es un club privado que organiza, en exclusiva para sus socios, ventas puntuales de primeras marcas de moda, zapatos, bolsos y complementos con descuentos de hasta el 70%. Fundada en 2006. <http://invitacion.privalia.com/2/?provider=> Consultado junio 2014

<sup>5</sup> BuyVip, es un club de compras que ofrece a sus miembros hasta el 70% de descuento sobre el precio de venta recomendado en primeras marcas de moda, accesorios, electrónica, hogar y belleza. Fundada en 2006, fue adquirida por Amazon en 2010. [http://es.buyvip.com/help/200895650/ref=qd\\_s\\_ft\\_hp\\_abt](http://es.buyvip.com/help/200895650/ref=qd_s_ft_hp_abt) Consultado junio 2014.

<sup>6</sup> Tuenti, es una red social con operación a nivel global, fundada en 2006. <https://www.tuenti.com/?m=Login> Consultado junio 2014.

proyectos. Wetzel hace una clara distinción entre business angels y los inversores de tipo 3F's, que tienen relación familiar o más estrecha con el emprendedor (Wetzel, 1983).

A finales de la década de los 90's y principios del año 2000, surge una primera generación de estudios sobre business angels alrededor del mundo. Las dos preguntas principales a las que responden estas investigaciones son, el perfil y el impacto del mercado de business angels, en cada una de las economías analizadas. Los resultados permiten observar que existen algunos elementos de homogeneidad entre los business angels.

- Son individuos con alto patrimonio neto individual que invierten su propio capital (Freear et al., 1995; Mason y Harrison, 2008).
- Invierten en empresas de alto riesgo y con gran potencial de retorno (Freear et al., 1995).
- Prefieren invertir en empresas en etapas tempranas (OECD, 2011; Wong, 2002).
- Prefieren industrias o sectores en los que hayan tenido experiencia previa (Aernoudt, 1999; Mason y Harrison, 1997; Munck, 2009).
- Sus inversiones no están limitadas a sectores intensivos en tecnología (OECD, 2011).
- Muchos business angels prefieren permanecer anónimos (Avdeitchikova, Landstrom y Mansson, 2008; Haar, Starr y MacMillan, 1988; Harrison y . Mason, 1992) y no compartir información sobre sus inversiones (OECD, 2011).

Además de estudiar las características básicas de su perfil, muchos estudios demuestran que la función de los business angels no se limita a la provisión de capital. Ellos también, colaboran con su experiencia, su conocimiento sobre negocios y sus contactos (Mason y Harrison, 1995; Munck, 2009). Las redes de contactos de las que dispone el inversor también son importantes porque contribuyen a generar confianza y mecanismos de cooperación para el emprendedor, que son muy útiles para el arranque de la empresa (Harrison y Mason, 1992; OECD, 2011). Por éste tipo de contribuciones no financieras, se considera a los business angels como *capital inteligente* (Harrison y Mason,

1992; San José et al., 2005; Wetzel, 1983). La experiencia, contactos y conocimientos del inversor tendrán efecto en el desempeño de la empresa, ya sea para lograr la permanencia en el mercado o para alcanzar el éxito (Alemany y Martí Pellón, 2005; Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2002; MacMillan, Kulow y Khoylian, 1989; Sapienza, 1992; Sapienza y Gupta, 1994; Sapienza y Manigart, 1996).

Los business angels son inversores que tienen un rol activo (en inglés, *hands on rol*) en las empresas en las que invierten (Ardichvili, Cardozo, Tune, y Reinach, 2002; R. Harrison y Mason, 1992; Mason y Harrison, 2002; Mason y Harrison, 1995, 1996; Wetzel, 1983). Su participación es estratégica, ya que contribuye a consolidar el modelo de negocio y a agregar valor a la empresa en etapas tempranas (Ardichvili et al., 2002). Los business angels están dispuestos a involucrarse y a contribuir, pero no están interesados en reemplazar al Director General, ni en tomar el control de la gestión diaria de la empresa.

La mayoría de ellos realizan esta función como una actividad complementaria; algunos de ellos son o han sido empresarios o ejecutivos en grandes empresas (Brettel, 2003; Hindle y Lee, 2002; OECD, 2011; Reitan y Sorheim, 2000) y es esta experiencia previa lo que les permite hacer aportaciones relevantes a las startups de su cartera (Wong et al., 2009). Son individuos con alto nivel educativo (Freear et al., 1995; Hindle y Wenban, 1999; Lumme y Mason, 1996; Mason y Harrison, 2000; Maula, Autio y Murray, 2005; Politis y Landstrom, 2002; Tashiro, 1999).

En cuanto a su perfil demográfico, muchos estudios alrededor del mundo confirman que se trata de una función primordialmente masculina (Aernoudt, 1999; Brettel, 2003; Hindle y Lee, 2002; Munck, 2009; OECD, 2011; Reitan y Sorheim, 2000; Shane, 2009; Tashiro, 1999; Verona Martel et al., 2013). En el estudio realizado por Bygrave con inversores informales de 29 países, para Global Entrepreneurship Monitor (GEM), el resultado muestra que el 67.7% de los inversores son hombres mientras que un 32.3% son mujeres (Bygrave, 2003).

Son típicamente individuos de mediana edad. El promedio oscila entre los 45 y 47 años (Brettel, 2003; Bygrave, 2003; Feeney, Haines Riding, 1999; Haar et al.,

1988; Hindle y Lee, 2002; Hindle y Wenban, 1999; Lumme y Mason, 1996; Munck, 2009; Reitan y Sorheim, 2000). En el caso de los business angels en Japón, Tashiro (1999) identificó que la edad promedio es 62 años (Tashiro, 1999).

Al igual que los inversores institucionales, los business angels también suelen armar su cartera de inversión, es decir distribuyen sus recursos disponibles entre varias alternativas (OECD, 2011).

Como una forma de control sobre sus inversiones, prefieren invertir en empresas que estén cerca de su lugar de residencia (Aernoudt, 1999; MacMillan et al., 1989; OECD, 2011; Wiltbank, 2009). La proximidad con la inversión les permite tener mejor conocimiento del mercado y estar más cerca del equipo emprendedor en caso de contingencias, lo que les ayuda a controlar el riesgo (Wong et al., 2009). La cantidad de capital que decida comprometer, el tiempo que dedique, el tipo de contribuciones que haga y el control que ejerza en la startup estarán determinados por la proximidad geográfica del inversor con el proyecto en el que invierte (Wong et al., 2009). Los emprendedores también prefieren inversores que estén cerca de ellos, a menos de 80 kilómetros de distancia (50 millas), porque estos inversores pueden dedicar más tiempo a apoyar en las necesidades de la startup (Wong et al., 2009). Es por eso que se considera que el mercado de business angels tiene un alcance muy enfocado a empresas de su localidad (Harrison et al., 2010).

La cantidad que invierten en cada proyecto, está determinada por la volatilidad de la industria y la incertidumbre relativa al proyecto: a mayor riesgo, mayor es el porcentaje de participación. Otros factores más específicos, como la distancia geográfica, también determinan la cantidad que el inversor está dispuesto a invertir: entre más cerca se encuentre el inversor, más capital estará dispuesto a invertir (Wong, 2002).

Los business angels realizan inversiones en solitario o en grupos, principalmente con otros business angels (Harrison y Mason, 1991). En los años 90's, los business angels de Estados Unidos comenzaron a invertir en grupos. Poco a poco esta práctica se ha ido haciendo común en otros países (OECD, 2011).

Hacer coinversiones es positivo para los inversores porque les permite conocer un número mayor de proyectos en los cuales invertir (OECD, 2011). Normalmente se llevan a cabo entre inversores locales, porque existe mayor familiaridad y confianza entre ellos (Wong et al., 2009). La participación de otros inversores, le sirve al business angel para confirmar que su proceso de evaluación del proyecto y decisión de inversión es correcto (Shane, 2009). Además coinvertir con otros business angels es una alternativa para disminuir el riesgo y facilita el seguimiento de la startup al compartir la responsabilidad con otros inversores (Wong et al., 2009).

En rondas iniciales es común que participen varios inversores. La cantidad de inversores en cada ronda es variable. En su análisis de 215 rondas de inversión hechas por business angels en 143 empresas en los Estados Unidos, Wong et al. (2009) demostraron que en promedio, ellos invierten en grupos de 12 por cada ronda de financiación. Mientras que Wiltbank (2009) identificó que en el Reino Unido, invierten en grupos de 6 por ronda (Wiltbank, 2009). Desde el punto de vista del emprendedor, las coinversiones son positivas porque ayudan a incrementar la red de contactos disponibles para la startup, y representan una de las contribuciones no financieras más significativas que los business angels hacen a las empresas de su cartera. En Europa, Irlanda es el país que tiene más experiencia en coinversión entre business angels. Los países que tienen los mejores fondos de coinversión son Portugal y Holanda (European Business Angels Network. EBAN, 2013).

Es de destacar también, la definición que aporta la Red Europea de business angels, EBAN, por sus siglas en inglés (European Business Angel Network) que trabaja en impulso del mercado de financiación de empresas en varios países de Europa. Esta será la definición que se tomará para guiar el análisis a lo largo de esta investigación.

*“un inversor individual que invierte directamente (o a través de una estructura jurídica) parte de su capital en empresas en etapas iniciales (seed o startup) en las que no tiene lazo familiar con el emprendedor”<sup>7</sup>*

La EBAN también considera elementos éticos en la función del inversor al mencionar que, estos inversores:

*“respetan un código de conducta donde destacan las normas de confidencialidad, de trato equitativo, tanto hacia otros business angels como hacia el emprendedor, y un respeto a las leyes de blanqueo de capitales”*

En la siguiente tabla 2.1 se resumen los estudios pioneros identificados sobre las características del perfil del business angel. En ella se incluyen datos como el origen de su capital, el tipo de empresas en las que invierten, los sectores o industrias, su comportamiento y preferencias de inversión, su porcentaje de participación y el retorno de su inversión.

**Tabla 2.1 Estudios pioneros sobre el perfil del business angel**

| Características                                                  | Referencia                                    |
|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| Individuos con alto patrimonio neto individual.                  | (Freear et al., 1995; Mason y Harrison, 2008) |
| Invierten su propio capital                                      | (Freear et al., 1995; Mason y Harrison, 2008) |
| Invierten en empresas de alto riesgo y alto potencial de retorno | (Freear et al., 1995)                         |
| Invierten en empresas no cotizadas                               | (Mason y Harrison, 2008)                      |
| Invierten en empresas en etapas tempranas.                       | (Wong, 2002)                                  |
| Invierten en industrias en las que han tenido relación.          | (Mason y Harrison, 1997)                      |

---

<sup>7</sup> Consultado junio 2014. <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained/>

|                                                                      |                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Invierten en empresas que están cerca de su lugar de residencia.     | (MacMillan et al., 1989; Wiltbank, 2009)                                                                                                         |
| Invierten solos o en grupo                                           | (Harrison y Mason, 1991; Mason y Harrison, 2008; Wiltbank, 2009; Wong et al., 2009)                                                              |
| No tiene relación familiar con el emprendedor                        | (Mason y Harrison, 2008; Wetzel, 1983)                                                                                                           |
| Generalmente participa activamente en el negocio "Hands on rol"      | (Ardichvili et al., 2002; Harrison y Mason, 1992; C. Mason y Harrison, 2002; Mason y Harrison, 2008; Mason y Harrison, 1995, 1996; Wetzel, 1983) |
| Son "Capital Inteligente"                                            | (Harrison y Mason, 1992; OECD, 2011; San José et al., 2005; Wetzel, 1983)                                                                        |
| Exigen un porcentaje de participación menor que otros inversionistas | (Shane, 2009; Wong, 2002)                                                                                                                        |
| Tienen por objetivo obtener un retorno positivo sobre la inversión.  | (Wiltbank y Boeker, 2007; Wiltbank, Read, Dew y Sarasvathy, 2009)                                                                                |

*Fuente: elaboración propia*

Además de los elementos que conforman el perfil del business angel, se han hecho investigaciones acerca de los aspectos que los motivan a desempeñar esta función. Comprender las motivaciones es importante porque estas son determinantes del comportamiento que tendrá el inversor durante el tiempo que mantenga su inversión en la startup (Macht y Robinson, 2009; Paul, Whittam y Wyper, 2007).

Freear et al. (1995) concluyen que existen algunas cuestiones hedonistas por las que los inversores se sienten motivados a invertir (Freear et al., 1995). Mason y Harrison (2002) comparan las motivaciones de los inversores institucionales y los business angels, y defienden que los segundos invierten en startups porque se sienten motivados a ayudar a la nueva generación de emprendedores (Mason y Harrison, 2002).

Politis y Landstrom (2002) realizaron una investigación en la que presentan la historia de cuatro inversores que definen los motivos por los cuales decidieron invertir en empresas de reciente creación y cuál fue el desarrollo de su carrera como emprendedores. Entre las principales motivaciones de los inversores

están, el hecho de transmitir sus conocimientos de gestión a los emprendedores y obtener ganancias financieras. El entretenimiento y la satisfacción derivada de la participación son factores adicionales relevantes para ellos. Reconocen también que los motiva el tener influencia en la dirección y el desempeño de nuevas empresas. La conclusión principal de este estudio es que sus inversiones son tanto un objeto, en cuanto a la inversión en sí, como un sujeto, en el que la principal motivación de inversión es crear oportunidades de negocio y participar en el proceso emprendedor (Politis y Landstrom, 2002).

En el centro de Emprendimiento del MIT, Linde y Prasad (2000) realizaron un reporte sobre el perfil del business angel en Estados Unidos. En este reporte los autores identifican 7 principales motivaciones de los inversores para realizar esta actividad, entre ellas, obtener un fuerte retorno de su inversión y el compromiso de “devolver” a la comunidad que les ayudó a tener éxito (Linde y Prasad, 2000).

Paul et al. (2007) proponen un modelo que establece la relación entre las motivaciones de los business angels y su participación en el proceso de inversión durante las diferentes etapas de la financiación. Este estudio lo realizaron a través del análisis de casos de 30 business angels escoceses. Los resultados indican que el tiempo dedicado a la empresa y la forma en la que los business angels se involucran dependerá de sus motivaciones para invertir (Macht y Robinson, 2009; Paul et al., 2007). Por lo tanto, conocer sobre las motivaciones de los business angels es fundamental para comprender el comportamiento que los inversores tendrán durante las siguientes etapas del proceso de financiación.

La información de este apartado destaca la importancia de la inversión vía business angels para financiar nuevas empresas que contribuyan al avance tecnológico y a la generación de empleo. Su estudio en el contexto español se encuentra muy limitado, por eso constituyen el foco de esta investigación.

Respecto de las tipologías de los business angels se identifican algunos estudios en los que se hacen clasificaciones de los inversores, haciendo evidente la necesidad de obtener una distinción detallada de los inversores.

Existen algunas clasificaciones que se enfocan en distinguir a los inversores de acuerdo con su nivel de involucramiento, es decir en si los inversores son activos

o pasivos dentro del proceso de financiación de sus startups. Por ejemplo (MacMillan et al., 1989), propuso tres clusters para distinguir a los 350 inversores institucionales que participaron en su estudio. Los tres clusters o tipos propuestos son; “los que dejan hacer”; los “moderados” y los “seguidores”.

Una de las tipologías más completas que fue identificada, es la propuesta por Linde y Prasad (2000), en la que definen una matriz en la que consideran dos dimensiones que son la experiencia relevante del inversor en la industria y su experiencia previa como emprendedores y de esta manera obtienen una clasificación de cuatro grupos que son, los ángeles guardianes, los ángeles operacionales, los ángeles profesionales y los ángeles que buscan retorno financiero.

En otro estudio, basado en la tipología de Linde y Prasad, Politis (2008) hace una clasificación de los business angels de acuerdo con el valor que agregan a las startups de su cartera y define cuatro roles principales; el de caja de resonancia, el de monitoreo, el de facilitar la obtención de recursos y el rol de mentoría.

La EBAN (2009) también propone una clasificación de 6 tipos de business angels, dicha clasificación se basa en sus características, patrimonio, objetivos de inversión, criterios de inversión y preferencias de ubicación de la inversión. Los tipos de business angels propuestos son, ángel emprendedor; ángel corporativo; ángel que busca ingresos; ángel que maximiza su riqueza; ángel latente y ángel virgen<sup>8</sup>.

Todas estas tipologías hacen evidente la necesidad de estudiar más detalladamente las características de los inversores. Las mismas demuestran que no todos los business angels tienen el mismo comportamiento en sus inversiones y que las diferencias conciernen a varios criterios o dimensiones. Es por eso que un estudio más fino sobre sus características es pertinente.

---

<sup>8</sup> (1) Entrepreneur angel; (2) Corporate Angel; (3) Income Seeking Angel; (4) Wealth maximizing; (5) Latent y (6) Virgin

## 2.3 El papel del business angel en el proceso de financiación de startups

Una vez que se han definido con claridad los principales elementos que conforman el perfil del business angel se analizará su función como inversores dentro del proceso de financiación. De Clercq et al. (2006) proponen un modelo de tres etapas para dividir la actividad de los inversores de capital riesgo durante el ciclo de inversión. El capital riesgo está conformado por business angels e inversores institucionales (De Clercq et al., 2006). Dicho modelo es pertinente para organizar la revisión de la literatura existente y tener una mejor comprensión de las implicaciones para inversores dentro del mercado de capital riesgo y los emprendedores. Las etapas son (1) la etapa previa a la inversión (*Pre-Investment*), (2) la etapa posterior a la inversión (*Post-Investment*) y la etapa de (3) desinversión o salida (*Exit*) (De Clercq et al., 2006). En la figura 2.3 se puede ver la secuencia de las tres etapas. Para cada una de ellas se han tomado en consideración los elementos más relevantes del debate académico para comprender la función de los inversores de capital riesgo en el proceso de financiación de nuevas empresas.

**Figura 2.3 Etapas del ciclo de inversión**



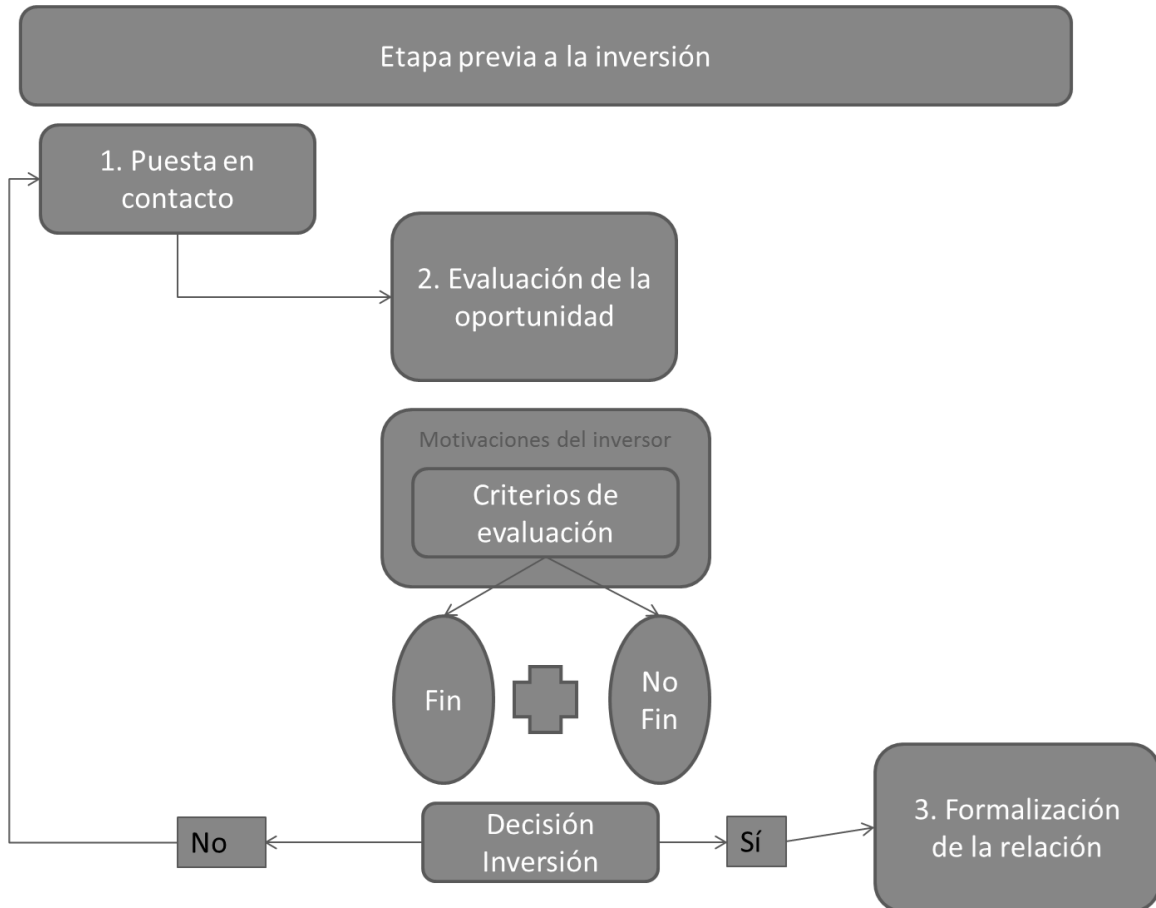
Fuente: elaboración propia. Basado en De Clercq et al. (2006)

### **Etapas previas a la inversión**

La etapa previa a la inversión, es crucial dentro del proceso de financiación de una startup (Argerich et al., 2013; Feeney et al., 1999). Es la primera etapa dentro del ciclo de inversión, que a su vez está conformada por tres sub fases, (1) la puesta en contacto entre inversores y emprendedores; (2) la evaluación de la oportunidad de negocio por parte del inversor; (3) la formalización de la participación del inversor en la empresa.

La figura 2.4 representa el flujo entre las tres sub fases que conforman la etapa previa a la inversión y que serán descritas a continuación.

**Figura 2.4 Etapa previa a la inversión**



*Fuente: elaboración propia*

### 1. Puesta en contacto entre inversores y emprendedores

La posibilidad de los inversores para identificar proyectos en los cuales invertir se ve limitada al tiempo que pueden dedicar a realizar dicha actividad, así como a las fuentes de referencia de las que disponen para conocer proyectos (Harrison y Mason, 2000). Algunas investigaciones han demostrado que la fuente a través de la cual inversores y emprendedores se ponen en contacto es muy relevante para generar confianza entre ellos. La fuente de referencia del proyecto es uno de los elementos más relevantes para el inversor en su decisión de inversión (Hall y Hofer, 1993; Zopounidis, 1994).

Para el caso específico de los business angels, a través de los foros de inversión, las redes de business angels les proveen de proyectos potenciales de inversión (Aernoudt, 1999). En estos foros los emprendedores presentan sus proyectos a un grupo de inversores invitados por la red. La forma en la que los emprendedores transmiten el potencial de sus proyectos a los inversores, es a través de presentaciones orales conocidas como “*elevator pitch*”<sup>9</sup>. Estas son presentaciones breves en las que el emprendedor debe lograr atraer la atención y el interés de los inversores hacia la startup (Argerich 2014). Además de los foros de inversión, también existen varios concursos de emprendedores que sirven como filtro para la identificación de proyectos potenciales de inversión.

En la actualidad el uso de internet ha facilitado la puesta en contacto entre la inversores y emprendedores (Lange, Leleux y Surlemont, 2003) Existen varias plataformas que permiten a los inversores tener acceso a proyectos. El aspecto más relevante de esta etapa es que el inversor tenga suficiente proyectos para invertir (deal flow<sup>10</sup>) de fuentes confiables para poder elegir en qué proyectos va a invertir su capital.

## 2. Evaluación de la oportunidad de negocio

La segunda sub fase está caracterizada por el intercambio de información entre inversores y emprendedores con el objetivo de evaluar la oportunidad de negocio. Es una etapa en la que lo que se busca es generar confianza entre ellos y hacer visible el potencial de la oportunidad de negocio para que el inversor se sienta atraído a invertir.

Cuando el inversor ha identificado algún proyecto interesante en el cuál invertir, empezará un proceso de recopilación de información relevante para evaluar con más detalle la oportunidad. Su objetivo será que en el futuro ese proyecto le permita obtener alta rentabilidad sobre su capital. Su disposición a comprometer

---

<sup>9</sup> *Elevator Pitch*: Es un término del argot usado para describir un breve discurso que resume una idea para un producto, servicio o proyecto. El nombre viene de la idea de que el discurso debe ser entregado en el corto período de tiempo de un viaje en ascensor, por lo general 20 a 60 segundos. En el mundo financiero, el discurso se refiere al intento de un empresario para convencer a un capitalista de riesgo de se trata de una idea de negocio en la que vale la pena invertir. <http://www.investopedia.com/terms/e/elevatorpitch.asp> Consultado 15 Enero 2014.

<sup>10</sup> Deal Flow: Propuestas de negocio y nuevos lanzamientos para la inversión que son recibidos por los financieros como los bancos de inversión y los capitalistas de riesgo. <http://www.investopedia.com/terms/d/dealflow.asp>

capital dependerá mayoritariamente de las tasas de retorno esperadas de esa inversión (Gompers y Lerner, 1998).

En esta fase tanto los emprendedores como los inversores se enfrentarán a problemas relacionados con la falta de información proporcionada por su contraparte (Sohl, 1999). El emprendedor debe ser muy cuidadoso con la información presentada a los inversores para la evaluación del proyecto, ya que si es inconsistente o si el inversor la percibe como errónea, no se sentirá atraído a invertir su capital (Maxwell, Jeffrey y Lévesque, 2011).

De acuerdo con Paul et al. (2007) el proceso de decisión de inversión del business angel es caracterizado por el conflicto, la incertidumbre y la complejidad. Lograr acuerdos no es fácil y puede generar conflictos entre las partes involucradas. La incertidumbre es una constante para el inversor, deberá hacer una evaluación del equipo y del proyecto con información limitada, ya que la empresa se encuentra en etapas iniciales. Además se trata de un proceso complejo porque son proyectos de alto riesgo en los que la subsistencia está condicionada a muchos factores internos y externos. Para algunos inversores la evaluación se hace compleja porque en algún momento llegan a formar un “compromiso o vínculo emocional” con los proyectos que analizan (Fried y Hisrich, 1994).

El proceso mediante el cual los inversores evalúan los proyectos se conoce como “*due diligence*”<sup>11</sup> o en castellano *debida diligencia*, se trata de un “proceso técnico por el cual el business angel puede conocer la situación actual de la empresa en la que desea invertir, y que determina y cuantifica la veracidad de los activos y pasivos de la empresa, es decir el conjunto de bienes, derechos y obligaciones” (Colomer i Espinet et al., 2009). Las empresas en etapas tempranas, como es el caso de las startups, tienen poca o prácticamente nula información sobre su desempeño, lo que hace complicado para el inversor hacer proyecciones futuras, son proyectos que implican mucha incertidumbre (Wong et al., 2009). La experiencia previa del inversor facilitará la evaluación de la oportunidad (European, 2002).

---

<sup>11</sup> Due Diligence es una investigación o auditoría de una inversión potencial. La debida diligencia sirve para confirmar todos los hechos materiales en lo que respecta a una venta. <http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>

La duración del proceso de debida diligencia es variable y depende de cada sujeto. Wiltbank (2007) concluye que los business angels destinan en promedio veinte horas. Algunos estudios han demostrado relación positiva entre el tiempo dedicado a la evaluación del proyecto y la rentabilidad obtenida (Wiltbank y Boeker, 2007). Cuando ya existen inversores de rondas anteriores, es posible que el tiempo del proceso de debida diligencia disminuya porque los nuevos inversores tomarán información de la evaluación realizada por sus antecesores (Wong et al., 2009).

Desde la perspectiva del emprendedor, esta etapa es muy importante porque deben asegurarse de atraer a los “mejores inversores” para su proyecto, es decir, aquellos que resulten más adecuados de acuerdo con la etapa de desarrollo en que se encuentre. Los emprendedores buscarán obtener la cantidad necesaria de dinero y llegar a un buen acuerdo en cuanto a estructura accionarial y equilibrio en la inversión (De Clercq et al., 2006).

Son muchos los criterios que intervienen en el proceso de decisión de un inversor. Aunque existen algunas similitudes en los criterios relevantes para los inversores cada inversor define sus propios criterios. Se trata de un proceso muy subjetivo en el que cada inversor tendrá sus propias razones para aceptar o rechazar un proyecto (Shane, 2009). Es posible obtener evidencia en la literatura de que para muchos inversores un criterio importante de decisión de inversión tiene que ver con las posibilidades que tendrán de contribuir al proyecto a través de su conocimiento y experiencia (Paul et al., 2007).

El enfoque de valoración de los business angels no se basa en los protocolos convencionales de análisis financiero sino que considera de manera importante en las relaciones personales así como en la evaluación del emprendedor y su equipo (Argerich 2014). Mason y Harrison (2002) realizaron una encuesta a este tipo de inversores en el Reino Unido. Los autores hacen la analogía del “*jinete y el caballo*”, para explicar qué es lo que los inversores evalúan cuando les presentan oportunidades de inversión. El emprendedor es el jinete y la idea de negocio es el caballo, concluyen que la experiencia y las características del emprendedor son preponderantes como medida de control de riesgo en una inversión (Harrison y Mason, 2002). Algunos estudios destacan que la

evaluación de los factores relacionados las características del emprendedor son muy importantes en el proceso de decisión de un inversor (Argerich 2014; Mason y Stark, 2004; Van Osnabrugge, 2000).

En ésta misma línea se han identificado otros estudios que demuestran que en el proceso de evaluación de proyectos de los business angels intervienen aspectos tanto del proyecto, como del equipo emprendedor. Algunos investigadores han clasificado estos criterios como “duros” y “blandos”, los primeros son los que tienen que ver con el potencial económico del proyecto y los segundos con el equipo emprendedor y la relación que establecerán con el inversor (Macht, 2011; Paul et al., 2007).

Los criterios “duros” que intervienen en la decisión de inversión son los relativos a la oportunidad de negocio (Murnieks, Haynie, Wiltbank y Harting, 2007; Tyebjee y Bruno, 1984) y el potencial económico del proyecto (Franke, Gruber, Harhoff y Henkel, 2008). Mientras que los criterios “blandos” contemplan el análisis del equipo emprendedor y sus características (MacMillan, Zemmann y SubbaNarasimha, 1987; Shepherd, 1999; Zacharakis y Meyer, 1998) por ejemplo el capital humano y la cohesión del equipo emprendedor (Franke et al., 2008). La reputación del emprendedor, entendida como su desempeño en el pasado o su calidad personal, es un elemento importante en la decisión del inversor para invertir en un proyecto. Los inversores se verán atraídos por proyectos presentados por emprendedores que tengan buena reputación (Shane y Cable, 2002). Elementos intangibles como la experiencia previa del emprendedor, sirven para aligerar la incertidumbre del inversor (Wong et al., 2009). Los inversores están dispuestos a invertir más si el emprendedor tiene experiencia previa creando empresas o si la empresa ya tiene ingresos (Wong et al., 2009). Una de las principales causas por las que los inversores rechazan proyectos es porque están liderados por equipos de emprendedores poco sólidos o débiles (Argerich 2014).

De Clercq y Sapienza (2006) concluyen que los emprendedores pueden mejorar su imagen o reputación y beneficiarse al máximo de sus inversores mediante el fortalecimiento de las relaciones interpersonales con ellos (De Clercq y Sapienza, 2006). Algunos autores han analizado el impacto que tiene la

complementariedad entre el inversor y el equipo emprendedor, en la decisión de inversión. Murnieks et al. (2007, 2011) proporcionan muchas evidencias sobre el impacto que tiene la complementariedad y las similitudes de formación, valores o incluso apariencia para que un inversor decida financiar un proyecto. Sus investigaciones concluyen que los inversores evalúan más favorablemente los proyectos de emprendedores que tienen procesos de pensamiento similares a los suyos (Murnieks, Haynie, Wiltbank y Harting, 2011).

El género también es un criterio clave en la decisión de inversión, Amatucci y Sohl (2004) llevaron a cabo un estudio sobre la decisión de inversión considerando la perspectiva de género y los resultados demuestran que para las mujeres emprendedoras es más difícil tener acceso a la financiación (Amatucci y Sohl, 2004).

Existe un elemento más de complejidad en la decisión de inversión y es que normalmente los inversores evalúan varios proyectos al mismo tiempo y en algún momento deberán decidir en cuál desean asignar sus recursos. Maxwell et al. (2011) analizaron la interacción entre 150 business angels y emprendedores y concluyeron que estos inversores basan su decisión de inversión en procesos heurísticos. Durante el proceso, los inversores eliminan aquellas alternativas de inversión que presenten “defectos fatales” relacionados con (1) la apropiación del emprendedor de la idea; (2) el riesgo real que implica la decisión y (3) el potencial de desarrollar una larga relación entre las partes, si ellos identifican que alguno de estos elementos no “funciona adecuadamente” entonces eliminan dicha alternativa, lo que les permite tener un número mucho más manejable de alternativas para el análisis (Maxwell et al., 2011). Las percepciones sobre otros inversores durante el proceso de evaluación, también hacen compleja la decisión del business angel (Paul et al., 2007).

El tema de los criterios de inversión ha sido analizado tanto desde lo académico como desde la práctica. Los profesionales en España, como es el caso de Pablo Martínez García, y José Gabriel García Ortega han identificado en su libro “Business Angels: Capital Inteligente para empresas Innovadoras” once criterios que los business angels analizan en su proceso de decisión de inversión en un proyecto. La principal conclusión es que para los inversores el elemento más

importante es la confianza, los inversores quieren confiar en el emprendedor y que este tenga la actitud y aptitudes necesarias para gestionar el proyecto (Martínez y García, 2010).

En España, el IESE Business School, fundó una de las primeras redes de Business Angels. El profesor Rob Johnson, identificó 6 criterios a considerar por los inversores antes de tomar su decisión de inversión, estos criterios están relacionados con el mercado, la ventaja competitiva que presenta el producto o servicio, el tiempo en el que se presenta la oportunidad, el potencial de escalamiento, el emprendedor y el equipo y por último, las posibilidades de salida o desinversión que tendrá el inversor (Johnson, 2013).

Argerich et al. (2013) dieron seguimiento al proceso de evaluación de 215 proyectos que hicieron algunos BAs españoles pertenecientes a la red del IESE. Los tres criterios considerados fueron la oportunidad, el equipo y la presentación que el equipo hizo sobre la idea de negocio durante el foro de inversión. Los resultados demuestran que los proyectos que obtuvieron alta evaluación en los tres criterios fueron los que tuvieron mayor oportunidad de ser invertidos. Sin embargo el criterio de la oportunidad de negocio fue el que tuvo resultados más significativos.

Al final, lo relevante de ésta sub fase es que el inversor cuente con la mayor cantidad de información que sea posible antes de tomar una decisión, en éste momento para el inversor no queda más que correr el riesgo o dejar pasar la oportunidad.

### 3. Formalización de la relación entre el inversor y el equipo emprendedor

La etapa previa a la inversión concluye con el acuerdo final entre los involucrados. Normalmente esta relación se formaliza a través de contratos de inversión que determinarán la forma en la que los inversores participarán en la empresa, las condiciones de la operación y algún tipo de cronograma de las actividades que se espera que la empresa alcance (Colomer i Espinet et al., 2009). Este documento constituye uno de los medios formales de gobernanza para la empresa (Rosenstein, Bruno, Bygrave y Taylor, 2003; Sapienza y

Manigart, 1996). El pacto de accionistas<sup>12</sup> y el plan de empresa también forman parte de este contrato de inversión (Colomer i Espinet et al., 2009).

### **Etapas posteriores a la inversión**

La etapa posterior a la inversión es la que va desde la firma del contrato de inversión hasta la salida o desinversión. Es la etapa de mayor duración en la relación entre inversor y equipo emprendedor, en promedio tomará entre 3 y 6 años (De Clercq et al., 2006; Wiltbank y Boeker, 2007). Es una etapa crucial, porque es aquella en la que el inversor tiene la oportunidad de agregar valor al proyecto (De Clercq et al., 2006), paradójicamente se ha identificado que su estudio está todavía muy limitado en la literatura sobre business angels (Macht, 2011; Macht y Robinson, 2009; Politis, 2008).

En la revisión de la literatura, se han identificado tres temas principales en relación con ésta etapa (1) la participación o tiempo que dedica el inversor a sus proyectos, comúnmente conocida como involucramiento; (2) la contribución del inversor al proyecto y (3) la relación entre inversor y emprendedor.

#### **1. Involucramiento**

El primer aspecto a analizar durante la etapa posterior a la inversión es el involucramiento, que es el tiempo que dedican los inversores a los proyectos en los que invierten. De acuerdo con su perfil, se sabe que los business angels son inversores que tienen un rol activo (*hands on rol*) en sus empresas participadas (Ardichvili et al., 2002; Harrison y Mason, 1992; Mason y Harrison, 2002; Mason y Harrison, 1995, 1996; Van Osnabrugge, 2000; Wetzel, 1983) pero no todos se involucran con la misma intensidad de participación (Collewaert, 2009; Prowse, 1998).

El tiempo que dedican a sus empresas participadas está determinado por su disposición a involucrarse (Macht y Robinson, 2009). Existen algunos inversores que no están dispuestos a involucrarse y sus intervenciones se limitan a dar

---

<sup>12</sup> El pacto de accionistas es un acuerdo entre emprendedores e inversores que incluye en términos generales: a) el precio de compra; b) el gobierno y la administración; c) la transmisión de las participaciones y los gastos; d) el arbitraje. (Colomer i Espinet et al., 2009) Pág. 134

seguimiento a sus inversiones, dejan la toma de decisiones y sobre todo la gestión en manos del equipo emprendedor o directivo.

Para los inversores que sí están dispuestos a involucrarse y tener un rol más activo en las empresas de su cartera, su disposición puede verse afectada por factores como la distancia geográfica (Wong et al., 2009), ya que estar más cerca permite estar más disponible. La etapa o fase de desarrollo de la empresa, juega un rol importante en etapas iniciales es probable que los emprendedores necesiten más apoyo de sus inversores (Sapienza y Gupta, 1994). También hay situaciones específicas en las que el involucramiento del inversor es más necesario (Mason y Harrison, 1996). Por ejemplo la expansión a otros mercados, la contratación de personal, y las decisiones sobre aspectos relacionados con el producto o servicio.

Otro factor determinante del tiempo dedicado es la posición de liderazgo que tenga el inversor en el proyecto (MacMillan et al., 1989). Si el inversor es el líder del grupo de inversores seguramente estará más presente que los otros inversores.

Por último, algunos estudios han señalado que aspectos relacionados con el capital humano del emprendedor y su experiencia se relacionan con el tiempo que el inversor va a dedicar. Si el emprendedor ya ha tenido experiencia previa entonces la participación del inversor será menor (Sapienza y Gupta, 1994).

En la literatura se identifican dos formas comunes para medir el involucramiento del inversor en un proyecto: a través del cálculo de horas dedicadas (Ardichvili et al., 2002; Elango, Fried, Hisrich y Polonchek, 1995; MacMillan et al., 1989) y a través de la frecuencia con la que los inversores interactúan con el equipo emprendedor o directivo de los proyectos (Sapienza, 1992; Sapienza y Gupta, 1994).

Si el criterio considerado es el número de horas, la evidencia de ciertos estudios demuestra que los inversores dedican en promedio dos horas por semana a las empresas de su cartera. En el caso de los inversores que tienen un rol de liderazgo en el grupo de inversores, el involucramiento es mayor, ya que en promedio dedican 5 horas (MacMillan et al., 1989). En un estudio posterior hecho

por Elango et al. (1995) los inversores líderes dedican alrededor de 13 horas por mes con la startup, mientras que los no líderes dedican 5 horas por mes (Elango et al., 1995). Ardichvilli et al, (2002) identificaron que los business angels dedican el 43% de su tiempo a monitorear sus inversiones y a tener contacto con el equipo directivo de las empresas en las que invierten (Ardichvili et al., 2002).

Otra forma de medir el involucramiento del inversor es considerando la frecuencia con la que inversores y emprendedores interactúan. Esta variable ha sido utilizada para analizar los distintos elementos que intervienen en la gobernanza de la empresa (Sapienza, 1992; Sapienza y Gupta, 1994). Las alternativas de medición de la frecuencia de interacción van desde la interacción diaria, hasta la interacción trimestral, e incluyen aquellas interacciones cara a cara o bien por teléfono o por escrito. Las conclusiones demuestran que las interacciones frecuentes entre inversores y emprendedores son positivas porque ayudan a que los problemas entre ellos se resuelvan rápidamente (Sapienza, 1992).

En otro estudio, MacMillan et al. (1989) preguntaron a 350 inversores institucionales sobre la forma en la que se involucran en las empresas en las que invierten, considerando su estilo de seguimiento al proyecto y al equipo emprendedor o directivo. El principal resultado de esta investigación es la clasificación de la participación de un inversor de acuerdo a tres niveles que son, 1) dejar hacer (*Laissez Faire*); 2) participación moderada y 3) seguimiento continuo (*close tracker*) del emprendedor. También estudiaron la relación que estos tres niveles de participación tienen con el desempeño de la empresa (MacMillan et al., 1989).

Sapienza y Gupta (1994) identificaron que el tiempo que dedican los inversores a sus empresas participadas es destinado a dos principales grupos de actividades: monitorear su inversión y agregar valor a la empresa (Sapienza y Gupta, 1994). Para que los inversores puedan agregar valor a las empresas de su cartera, es relevante considerar la calidad del tiempo dedicado por los inversores (Wiltbank y Boeker, 2007), y el valor que el business angel pueda agregar durante esas interacciones (Freear et al., 1995; Harrison y Mason, 1992;

Mason y Stark, 2004; Paul, Whittam, y Johnston, 2003; Paul et al., 2007) que será el tema a tratar en el siguiente apartado.

A manera de conclusión en el tema de involucramiento, los hallazgos de estudios previos permiten establecer que el tiempo que dedica el inversor al proyecto estará en concordancia con elementos como la proximidad, sus motivaciones, las situaciones o momentos de crisis que se presenten, la posición de liderazgo en la inversión que ocupe el inversor, la etapa de la empresa y su grado de innovación y tendrán consecuencia directa con el valor que agreguen a la empresa y con el desempeño que esta tenga. A más tiempo dedicado por el inversor, mayor contribución y mejor desempeño de la empresa (Sapienza, 1992).

## 2. Contribución del inversor al proyecto

Adicionalmente al reto que implica para los emprendedores conseguir financiación para el desarrollo y sobrevivencia de la empresa que acaban de crear (Mason y Harrison, 1996; Peña et al., 2014), se enfrentan al reto de la gestión. Los emprendedores conocen mucho sobre su producto o servicio, pero es común que tengan debilidades relacionadas con la operación, gestión y desarrollo de empresas (De Clercq y Sapienza, 2001; Macht y Robinson, 2009; Mosey y Wright, 2007). Los inversores a través de su conocimiento, experiencia y contactos, pueden ayudar a los emprendedores a superar dichas dificultades (De Clercq et al., 2006).

Durante la etapa posterior a la inversión, los business angels realizan varias actividades encaminadas a crear valor para la empresa (Prowse, 1998). En la literatura, estas actividades han sido llamadas de varias maneras: *contribución* (Fried y Hisrich, 1988), *involucramiento* (Ehrlich, De Noble, Moore y Weaver, 2003; Landstrom, 1993; Lumme et al., 1998; MacMillan et al., 1989; Macht, 2007; Sørheim y Landstrom, 2001), *asistencia* (Sapienza y Manigart, 1996), *valor agregado* (Barney, Busenitz, Fiet y Moesel, 1996; Busenitz, Fiet y Moesel, 2004; Macht, 2011; Politis, 2008; Saetre, 2003; Sapienza y Manigart, 1996; Steier y Greenwood, 1995; Vanacker, Seghers y Manigart, 2012) y *contribuciones no financieras* (Ardichvili et al., 2002; Madill, Haines y Riding, 2005). Todos los

términos empleados se refieren a las acciones en las que el inversor compromete sus conocimientos, contactos y habilidades en beneficio de la empresa. Para efectos de esta investigación, el término a utilizar será contribuciones no financieras.

La literatura que estudia las contribuciones de inversores institucionales es bastante extensa y comienza con el estudio seminal de Wetzel (1983) que definió a estos inversores como “capital inteligente” (en inglés, *smart capital*). En esta línea de la literatura podemos mencionar a Timmons (1987), Gorman y Sahlman, (1989) y Ehrlich et al (1994) que identifican que una de las principales contribuciones que puede hacer el inversor es servir como “caja de resonancia” para el emprendedor en el momento de evaluar las distintas alternativas que se presenten (Ehrlich, De Noble, Moore y Weaver, 1994). También se puede mencionar a Hellman y Puri (2002) que sostiene que los inversores contribuyen a la profesionalización de las startups a través de su colaboración para la elaboración de políticas internas (Hellmann y Puri, 2002).

Las investigaciones realizadas sobre inversores institucionales han servido a varios autores como punto de partida para analizar las contribuciones no financieras de los business angels a las startups. Tal es el caso de Politis (2008) que hace una revisión de la literatura sobre el valor que agregan los business angels a las empresas en las que invierten. En su revisión de artículos de Norte América y Europa, define cuatro roles desempeñados por los business angels, (1) el rol estratégico, el de (2) supervisión, (3) el de provisión de contactos (*networking*) y (4) el de acompañamiento (*mentoring*) en dicha investigación se analizan éstos roles con las perspectivas teóricas que los explican (Politis, 2008). Las principales conclusiones del estudio demuestran que los business angels tienen mayor preferencia por involucrarse en actividades estratégicas y menos por la operación diaria de las empresas. (Politis y Landstrom, 2002).

Los business angels desempeñan un rol muy relevante para las nuevas empresas que consiste en el establecimiento de redes (*networking*) con clientes, proveedores, empleados clave o incluso otros posibles inversores (Wong et al., 2009).

Una de las principales contribuciones que hacen los business angels a los proyectos en los que invierten es apoyarlos en la atracción de futuras fuentes de financiación (Ardichvili et al., 2002; Brettel, 2003; Linde y Prasad, 2000; Macht y Robinson, 2009; Madill et al., 2005; Munck, 2009; Saetre, 2003; Sorheim, 2005) la presencia de estos inversores en el proyecto, ayuda a dar credibilidad y confianza ante terceros (Mason y Harrison, 1996). Los profesionales del tema como la EBAN también coinciden en que los business angels tienen una papel fundamental para la financiación futura de las empresas (Munck, 2009). Es bien sabido que el proceso de debida diligencia hecho por el BA, sirve para disminuir los costos del mismo proceso para los inversores institucionales que desean invertir en etapas posteriores en el mismo proyecto (Harrison y Mason, 2000).

En la literatura de business angels también se han hecho algunos estudios desde la perspectiva de quienes buscan el capital, es decir, los emprendedores. Por ejemplo Macht (2009) analiza las contribuciones que los business angels en el Reino Unido han realizado a las empresas de su cartera. En este estudio se hicieron entrevistas a profundidad con 9 gerentes de empresas financiadas por business angels para que desde su perspectiva dijeran cuales son los principales beneficios que han obtenido al contar con el apoyo de estos inversores. Los resultados muestran cuatro actividades principales, a saber, (i) proveen financiación inicial para desarrollar el proyecto; (ii) proveen conocimientos y experiencia relevantes a través de su experiencia y participación; (iii) proveen contactos y (iv) dan credibilidad a la empresa que resulta útil para conseguir financiación para etapas posteriores (Macht y Robinson, 2009).

En un estudio posterior de Macht (2011) se analiza, a través de casos de estudio, la relación entre las experiencias previas del inversor y las contribuciones que realizan a las empresas. Se hace una clara distinción entre inversores inexpertos y expertos y el tipo de contribuciones que los gerentes de las empresas están dispuestos a recibir de cada grupo. Los resultados indican que las contribuciones de inversores con poca experiencia son bien recibidas si se trata de temas “blandos” muy relacionados con el manejo de personal de la empresa. Mientras que si estos inversores pretenden interferir en temas “duros” como el modelo de negocio o las estrategias, los directivos no las tomarán con buena actitud e incluso podrán generar tensiones entre ellos (Macht, 2011).

La tabla 2.2 incluye un resumen de los principales estudios relacionados con las contribuciones no financieras que hacen los business angels a los proyectos en los que invierten.

**Tabla 2.2 Estudios sobre contribuciones no financieras de los business angels**

| <b>Autor/Año</b>                                       | <b>País/ Muestra</b>                                                     | <b>Metodología</b>                         | <b>Principales Resultados</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Linde y Prasad (2000)                                  | USA/26 business angels (BAs) con al menos dos años de experiencia.       | Entrevista                                 | Provisión de contactos para asegurar financiación adicional a través de la red contactos del BA.                                                                                                                                                                                                                        |
| Ardichvili, A; Cardozo, R; Tune, K; Reinach, J. (2002) | USA/27 BAs con al menos dos inversiones.                                 | Entrevista                                 | Rol estratégico del BA para aportar ideas al negocio, ejecutivos clave y contactos. También contribuyen a conseguir financiación adicional.                                                                                                                                                                             |
| Brettel, M. (2003)                                     | Alemania/ 48 BAs                                                         | Entrevista                                 | Rol adquisición de recursos y tutoría (mentoring)                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Saetre, Alf Steinar (2003)                             | Noruega / 3 empresas                                                     | Estudio de caso                            | Capital Relevante por su cercana relación con el sector de inversión.                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Sorheim, Roger. (2005)                                 | Noruega / 5 BAs                                                          | Estudio de Caso                            | BAs experimentados contribuyen a conseguir financiación adicional. BAs activos contribuyen como parte del equipo emprendedor.                                                                                                                                                                                           |
| Madill, J; Haines, G; Riding, A (2005)                 | Canadá / 42 CEO de empresas financiadas por Bas y grupos foco con 71 BAs | Entrevistas con CEOs y Grupos Foco con BAs | BAs típicamente desempeñan cinco roles; proporcionan asesoría de negocio, inteligencia de Mercado, involucramiento, contactos y posibilidades de establecimiento de redes de contactos (networking) y por último actúan como mentores. Su participación en la empresa contribuye para conseguir financiación adicional. |
| Munck, Claire/ EBAN (2009)                             | Europa                                                                   |                                            | Los inversores contribuyen a proveer la financiación inicial. Su experiencia y contactos                                                                                                                                                                                                                                |

|                                                                 |                                                  |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                 |                                                  |                 | servirán para obtener financiación futura para la empresa.                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Macht, S. y Robinson, J. (2009)                                 | UK/ 9 Directores de empresas financiadas por BAs | Entrevistas     | Los inversores ayudan a que los emprendedores tengan la financiación inicial. Son inversores con alto grado de involucramiento que ayudan a proveer además contactos relevantes para la startup y son fuente de referencia para la obtención de financiación futura.                                                                               |
| Wong, Wong, A;<br><br>Bhatia, M;<br><br>Freeman, Zachary (2009) | USA/ Empresas que han recibido inversión de BAs  | Cuestionario    | Los BAs intervienen poco en la formación del equipo directivo. Pero intervienen mucho en asegurar financiación futura para la empresa. Tienen un rol de creación de redes para la empresa.                                                                                                                                                         |
| Macht, S. (2011)                                                | UK/2 Diadas de BA y Director de Empresa          | Caso de Estudio | Existe relación entre la experiencia del inversor y el valor que agregan. No todas las contribuciones que hacen los BAs inexpertos son bien recibidas por el equipo directivo, sus contribuciones en temas “blandos” son mejor recibidas. Si los inversores inexpertos hacen contribuciones “duras” puede generar tensión con el equipo directivo. |

*Fuente: elaboración propia*

Una perspectiva teórica que ha servido para analizar las contribuciones no financieras de los business angels a sus proyectos se basa en las características de su capital humano (intelectual) y social. Tal es el caso de la investigación hecha por Saetre (2003) en el que se documenta el valor del capital relevante del inversor, sus competencias, conocimientos, contactos personales y de la industria (Saetre, 2003).

Para efectos de esta investigación un estudio que resulta fundamental para comprender la contribución de los business angels a la startup es el de Maula et al. (2005), en este estudio se realiza una comparación entre el valor que agregan los business angels y los inversores institucionales a las empresas en las que

invierten. Se toma como referencia el capital humano y social del inversor como base de las contribuciones que realizan (Maula et al., 2005).

El enfoque en el que está basado el modelo de Maula et al. (2005) es la Teoría de los Recursos de Barney (1991) esta teoría explica que las empresas logran tener una ventaja competitiva a través de la combinación y utilización de los recursos de los que dispone o que es capaz de desarrollar (Barney, 1991; Wernerfelt, 1984). Otros autores como es el caso de Ardichvili et al. (2002) también se basan en la Teoría de los Recursos de Barney (1991) para analizar las contribuciones de 27 business angels que han realizado varias inversiones durante su carrera. El estudio identifica que estos inversores contribuyen estratégicamente con sus empresas, les proveen ideas para el negocio, les ayudan a identificar ejecutivos clave, tienen un rol relevante en el establecimiento de redes para la empresa y ayudan a conseguir financiación adicional (Ardichvili et al., 2002).

Barney (1991) define como recursos todos los activos, capacidades, procesos organizacionales, atributos, información conocimientos, etc. Que intervienen en la definición de estrategias para la empresa con el objetivo de mejorar su eficiencia y eficacia para obtener una ventaja respecto de otras empresas (J. Barney, 1991).

De acuerdo con la Teoría de los Recursos, las personas contamos con recursos sociales, físicos y de conocimiento. Maula et al. (2005) señalan en su estudio que los recursos con los que cuenta el inversor determinarán el tipo de contribuciones que pueden hacer a las empresas en las que invierten (Maula et al., 2005). El valor que agregan los business angels a las empresas es consecuencia de su experiencia y habilidades (Bonnet y Wirtz, 2010). El capital humano, social y financiero del inversor ayudan a fortalecer la oportunidad de negocio y a generar beneficios financieros en la empresa (Prowse, 1998; Yitshaki, 2008).

Se identifican dos importantes grupos de recursos, los basados en el conocimiento (capital humano) del inversor y los basados en los contactos (capital social).

Por capital humano se entiende, el cúmulo de conocimientos y habilidades que los inversores han adquirido previamente durante su trayectoria profesional. Todas las experiencias previas a su inversión en la empresa (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008). El capital humano del inversor está conformado por el cúmulo de experiencias adquiridas durante su trayectoria profesional, el conocimiento conseguido como parte de su educación formal, y el entrenamiento recibido (Becker, 2009). Los individuos con alto capital humano crean empresas exitosas (Colombo y Grilli, 2009).

Politis y Landstrom (2002), investigaron la trayectoria de cuatro inversores con experiencia previa como emprendedores y concluyeron que la experiencia previa del inversor como emprendedor, tendrá impacto en su grado de preparación para aprovechar las ventajas, oportunidades y estratégicas durante sus inversiones (Politis y Landstrom, 2002). Las empresas tendrán mejor desempeño en la medida en la que las personas que tomen decisiones cuenten con experiencias previas relevantes que les permitan desarrollar nuevas estrategias para la startup (Shrader y Siegel, 2007).

Por otro lado, el capital social es definido por Nahapiet y Ghoshal (1998) como “la suma de los recursos actuales y potenciales; incluidos dentro, disponibles durante y derivados de, las redes de relaciones que posee un individuo o una unidad social”(Nahapiet y Ghoshal, 1998).

El capital social surge de las redes y relaciones de la estructura social en la que las personas se desenvuelven. Los individuos siguen normas y patrones específicos que dan lugar a los comportamientos, obligaciones y canales a través de los cuales es preciso relacionarse. Es decir existen estructuras y patrones entre los participantes de una red (Coleman, 1988). La literatura sobre redes establece que tener contacto con personas diferentes (demografía, cultura, características personales, conocimientos, etc.) es algo positivo porque permite enriquecer nuestro conocimiento a través de la información y actitudes que intercambiamos con otros (McPherson, Smith-Lovin, y Cook, 2001).

El capital humano y el capital social, permiten al inversor aportar contribuciones no financieras al proyecto. En la medida en que el capital humano del inversor

sea más sólido, los inversores podrán hacer aportaciones de mayor calidad (Macht y Robinson, 2009). El capital social es un recurso intangible, dependiendo de sus experiencias previas y de su contexto los inversores podrán aportar contactos relevantes a las empresas (Macht y Robinson, 2009). La figura 2.5 presenta los dos grupos de recursos con los que cuenta el inversor y que darán lugar a las contribuciones no financieras.

**Figura 2.5 Origen de las contribuciones no financieras del Inversor**



*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

Bajo éste planteamiento, las contribuciones no financieras que puede hacer un inversor al proyecto serán de dos tipos, a saber, de conocimientos y de contactos (Maula et al., 2005). Las contribuciones no financieras que están basadas en el capital humano, se reflejan en aportaciones relativas a la organización, el marketing, la tecnología y la competencia de la nueva empresa en el mercado. En la literatura, hemos identificado evidencia que sostiene que los business angels agregan valor a través de su experiencia y del uso de sus habilidades comerciales aplicadas en beneficio de las empresas de sus cartera (Freear et al., 1995; Harrison y Mason, 1992; Madill et al., 2005; Paul et al., 2007).

Las contribuciones basadas en el capital social del inversor, servirán para atraer contactos relevantes para el desarrollo de la empresa, tales como clientes, ejecutivos clave, socios y por supuesto fuentes adicionales de financiación para la empresa (Maula et al., 2005). Los business angels proveen contactos relevantes a los emprendedores. La carencia de contactos es una limitación para el crecimiento y sobrevivencia de las empresas (Macht y Robinson, 2009). Las redes de contactos son recursos muy importantes para construir ventaja competitiva para una nueva empresa, porque estas ayudan a crear conocimiento a través de compartirlo con otras personas (Chesbrough y Teece, 1996). También pueden facilitar la relación con universidades o centros de investigación

(Ehrlich et al., 1994; Ehrlich et al., 2003; Munck, 2009). La figura 2.6 resume las contribuciones no financieras basadas en el capital (humano o social) que las originó.

**Figura 2.6 Clasificación de Contribuciones no Financieras**

| Basadas en el Capital Humano                                                                                                       | Basadas en el Capital social                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Competencia</li> <li>• Organización</li> <li>• Marketing</li> <li>• Tecnología</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Agentes relevantes para la empresa (proveedores, consultores, expertos. Etc.)</li> <li>• Financiación Adicional</li> <li>• Ejecutivos clave</li> <li>• Clientes</li> <li>• Directivos</li> </ul> |

*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

Las distintas formas en las que los inversores añaden valor a la empresa a través de sus interacciones han sido consideradas como componentes de productividad para la empresa (Freear et al., 1995; Mason y Harrison, 1996).

### 3. Interacción entre inversor y emprendedor

Además del tiempo dedicado por el inversor a la startup y de las contribuciones que realice, es interesante analizar la forma en la que interactúa con el emprendedor porque la interacción entre ellos ayudará a definir las estrategias y a desarrollar el modelo de negocio. Las relaciones son procesos de conocimiento constante del otro y de adaptación a sus preferencias e idiosincrasia (Paul et al., 2007). Entre business angels y emprendedores, las relaciones son dinámicas, cambian y evolucionan a través del tiempo (Berggren y Fili, 2008). Se trata de relaciones interdependientes (Collewaert, 2008; Mason, 2006), es decir que unos necesitan de los otros para alcanzar sus objetivos.

Para que los inversores puedan transmitir su experiencia es necesario que los emprendedores sean receptivos y estén dispuestos a recibir este conocimiento (Busenitz et al., 2004). Varios estudios han confirmado que cuando los inversores proveen ayuda y los emprendedores están dispuestos a aprender de ellos, las empresas tienen mejores posibilidades de éxito (Bygrave y Timmons, 1992; Macht, 2011; Sapienza, 1992). Es por eso que estudiar la relación entre inversores y emprendedores durante el proceso de financiación es fundamental.

De nada servirá que el inversor cuente con muchos recursos si no existe una buena relación con el emprendedor. Sus interacciones deben facilitar el intercambio de conocimientos y la sinergia.

En la literatura se ha encontrado gran interés por comprender el tipo de relación que se establece entre inversores y emprendedores principalmente durante la etapa posterior a la inversión que será la de mayor duración, pero existen áreas que requieren ser más investigadas (Avdeitchikova et al., 2008). Este estudio ayudará comprender y tener evidencias de la relación entre business angels y emprendedores en el contexto español.

En la literatura se han identificado algunos enfoques teóricos para analizar la relación existente entre inversores y emprendedores, tal es el caso del Dilema del Prisionero (*Prisoner's Dilemma*) (Axelrod, 1980). Este enfoque considera que las dos partes involucradas (inversores y emprendedores) se encuentran en igualdad de circunstancias, pero cada uno buscará maximizar sus beneficios. Por ejemplo Cable y Shane (1997) desarrollaron un modelo conceptual basado en el Dilema del Prisionero en su estudio con inversores. En ese modelo plantean que la cooperación entre inversores institucionales y emprendedores es un elemento indispensable para el éxito de la empresa financiada. Cierta grado de colaboración entre los implicados es condición necesaria pero no suficiente para el desempeño eficiente de la empresa (Cable y Shane, 1997).

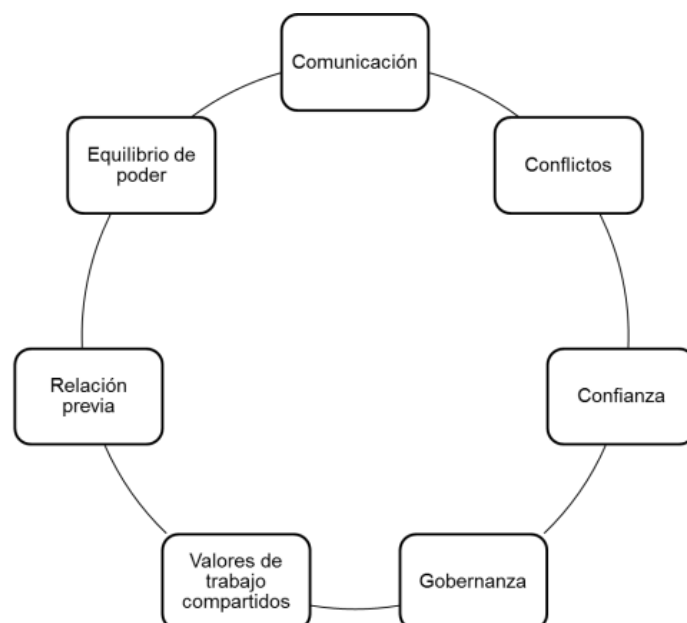
Otros dos enfoques teóricos comúnmente utilizados son el de Agente – Principal (*Agent- Principal*) (Amit, Brander y Zott, 1998; Jensen y Meckling, 1976) que se basa en analizar los roles y actividades de control y el monitoreo del inversor. Y el de Justicia Procesal (*Procedural Justice*) (Lind y Tyler, 1988; Thibaut y Walker, 1975) que establece que el proceso de toma de decisión se basa en las percepciones sobre las actitudes de los que participan en el proceso, en las que la confianza es un elemento fundamental (De Clercq y Sapienza, 2001). En la literatura se ha solido tomar uno de los dos enfoques para el análisis. Sin embargo Shepherd and Zacharakis (2001) proponen que debe existir equilibrio entre el control y los mecanismos para generar confianza en la relación entre emprendedores e inversores institucionales. Ellos proponen un modelo integrado

por el compromiso, la consistencia, el ser justo, el obtener un buen encaje con el otro y la comunicación abierta y frecuente (Shepherd y Zacharakis, 2001).

Este modelo sirve como base para un estudio posterior de Berggren y Fili (2008) en el que realizaron entrevistas a 20 business angels experimentados en Suecia, su modelo propone que en realidad existe complementariedad entre esas dos perspectivas teóricas y que dependiendo de cada situación, alguna de las dos tendrá más fuerza.

Considerando las evidencias de estos dos modelos Cable y Shane (1997); Shepherd y Zacharis (2001) se identifican 7 elementos para analizar la interacción entre business angels y emprendedores. Los elementos están esquematizados en la figura 2.7.

**Figura 2.7 Elementos de la interacción**



*Fuente: elaboración propia, basado en Cable y Shane (1997)*

A continuación se hace la descripción de cada uno de los elementos considerados para el análisis de la interacción entre business angels y emprendedores.

- *Comunicación:* es un medio para acelerar el proceso de generación de confianza entre las partes involucradas en una relación (Shepherd y Zacharakis, 2001). A través de la comunicación, los grupos logran mayor disposición a la colaboración y al intercambio de información (Cable y Shane, 1997). Para que la comunicación sea eficiente debe ser abierta, frecuente (Bygrave y Timmons, 1992) y directa (Amatucci y Sohl, 2004). Cuando la relación entre las personas no es buena, la comunicación entre ellos se deteriora (Berggren y Fili, 2008). Gupta y Sapienza (1992) encontraron que los inversores institucionales prefieren trabajar con emprendedores con los que la comunicación sea fácil y frecuente (Gupta y Sapienza, 1992). Algunos estudios señalan que la frecuencia de la comunicación debe ser mayor en entornos o momentos de incertidumbre por ejemplo en etapas tempranas de la empresa en las que es necesario definir muchos aspectos como la tecnología, el mercado o la estructura organizacional de la empresa (Cable y Shane, 1997). Los business angels requerirán que los emprendedores compartan con ellos información periódicamente para conocer el progreso de la empresa. Algunos business angels se conforman con reportes trimestrales, mientras que para otros es necesario recibir información con mayor frecuencia por ejemplo semanalmente (Jensen, 2002).
- *Confianza:* de acuerdo con la definición de Rousseau et al. (1998) la confianza es “un estado psicológico que comprende la intención de aceptar vulnerabilidad sobre las expectativas positivas de la intención o la conducta del otro” (Rousseau, Sitkin, Burt y Camerer, 1998). La relación entre inversores y emprendedores, requiere al menos un grado básico de confianza (Berggren y Fili, 2008). La confianza o la falta de ella, se convierte en un resultado del tipo de relación que hayan logrado establecer. Por lo tanto, la confianza es causa y consecuencia de la interacción. La confianza permite el flujo de información, la transmisión del conocimiento y el éxito final de la relación profesional entre los implicados en esa relación (Granovetter, 1985). Cuanto mayor es el nivel de confianza en una organización, hay más intercambio de recursos (Tsai y Ghoshal, 1998), la disposición de las partes a cooperar es mayor

(Coleman, 1990) y el desempeño de los grupos de trabajo es mejor (Bolino, Turnley y Bloodgood, 2002).

- *Gobernanza*: Un mediador formal de la interacción entre inversores y emprendedores es la gobernanza, que son los medios formales que definen las empresas para resolver discrepancias entre las partes. Algunos de ellos son los Consejos de Administración, los pactos de accionistas, las estructuras accionariales y de propiedad del negocio y los contratos (Rosenstein et al., 2003; Sapienza y Manigart, 1996). Este es un tema de gran relevancia para académicos y profesionales de la materia. Emprendedores e inversores, deberán definir en el contrato que firmen al inicio de su relación, cuáles serán los medios más adecuados para mediar sus interacciones de manera formal. Cierta grado de control, a través de medios formales de gobernanza, es complemento de la relación personal de confianza que establezcan entre ellos (Kelly y Hay, 2003). Entre más grande sea la ronda de financiación, más aspectos quedarán definidos a través de medios formales de gobernanza, los acuerdos y contratos serán definidos con mayor claridad e incluirán más elementos (Wong et al., 2009). También existen acuerdos informales o no escritos, definidos por Schein (1965) como “contratos psicológicos” que implican expectativas, comportamientos y desempeños esperados para cada una de las partes (Schein, 1965).
- *Relaciones previas*: Las redes y contactos de los individuos guardan coherencia con sus características socio demográficas, de comportamiento e interpersonales, esto es lo que se llama el principio de “homofilia” una preferencia por relacionarnos con personas similares a nosotros (McPherson et al., 2001). La “homofilia” limita el mundo social de las personas, esto tiene implicaciones en la información que reciben, las actitudes que se forman y las interacciones que experimentan (McPherson et al., 2001). Además de los aspectos demográficos, la homofilia también está ligada las características psicológicas como la inteligencia, la aspiración o las actitudes (Almack, 1922; Richardson, 1940). Se han llevado a cabo algunas investigaciones que identifican los efectos de las redes en las organizaciones, tanto a nivel individual como de la organización en sí misma (Burt, 2004; Ibarra, 1997). Otros

investigadores han ido más allá investigando sobre la interconexión de los recursos necesarios para alcanzar los objetivos en las empresas (Aldrich, Reese, y Dubini, 1989; Aldrich, Elam, y Reese, 1997; Burt, 1998). El surgimiento de una nueva empresa requiere un flujo importante de información y de contactos, es por eso que los emprendedores no deben limitarse a sus propios entornos y contextos. Es deseable que permanezcan abiertos a interactuar con otros agentes y entidades sociales; por ejemplo inversores, directivos, empleados, incubadoras y clientes.

- *Valores de trabajo compartidos:* Un aspecto recurrente de estudio para analizar el comportamiento de las personas en las organizaciones son los valores de trabajo (Chatman, 1989). Los conflictos aparecen por las diferencias en las prioridades que otorguen a los valores. Algunos estudios demuestran que inversores y emprendedores se sienten más cómodos si se relacionan con personas con valores similares y con las que han compartido el entorno (Murnieks et al., 2007, 2011; Shane y Cable, 2002). Sapienza (1989) concluye que los emprendedores e inversores deberían elegir compañeros con los que compartan sus creencias y valores (Sapienza, 1989). Resulta mucho más sencillo colaborar con personas que tienen valores parecidos a los nuestros, los valores tienen efecto en la comunicación entre inversores y emprendedores y en su disposición para colaborar (Cable y Shane, 1997). Compartir valores de trabajo permitirá que exista un mejor encaje entre ellos y por lo tanto la relación tendrá más posibilidades de éxito (Paul et al., 2007).
- *Equilibrio de poder:* Fried y Hisrich (1995) analizaron varios componentes de la relación entre inversores institucionales y los directivos de las empresas en las que invierten. (Fried y Hisrich, 1995) y concluyen que la eficiencia de las contribuciones del inversor dependerá del poder que cada uno de ellos tenga en la empresa. De acuerdo con Fried y Hisrich (1995) el inversor tiene tres principales fuentes de poder en la relación que establece con el emprendedor, el poder que le da el capital que invirtió, el poder de sus capacidad de relacionarse personalmente y el poder formal.

- *El poder del dinero:* Este poder se basa tanto en el dinero invertido en el pasado, como en las necesidades actuales o futuras de capital que tenga la empresa. Si el inversor tiene la capacidad de hacer frente a estas necesidades, tendrá el poder.
- *El poder de relación:* Este tipo de poder es el preferido por los inversores, ya que es más agradable de usar y puede tener un gran efecto. A través de la relación personal que el inversor establece con el emprendedor puede tener influencia en algunas de las decisiones más relevantes de la empresa o incluso la salida del emprendedor del proyecto. No resulta sencillo alcanzar este tipo de poder.
- *El poder formal:* Es el poder que les da su posición en el Consejo de Administración y las condiciones contractuales establecidas. Los inversores, tienden a evitar el uso de este poder formal debido a que genera muchos conflictos. Cuando están involucrados varios inversores en un mismo proyecto, el poder formal se comparte (Fried y Hisrich, 1995).

El desequilibrio de poder limita la cooperación. El más fuerte sabe que tiene la capacidad de forzar al otro a cumplir sus demandas (Rubin, Brown y Deutsch, 1975).

Los emprendedores y business angels deben ser considerados como un equipo que interactúa para alcanzar las metas y objetivos (Collewaert, 2009; De Dreu, Harinck y Van Vianen, 1999; Kozlowski y Ilgen, 2006) por lo tanto no debe existir supremacía en alguno de ellos para que la relación sea eficiente.

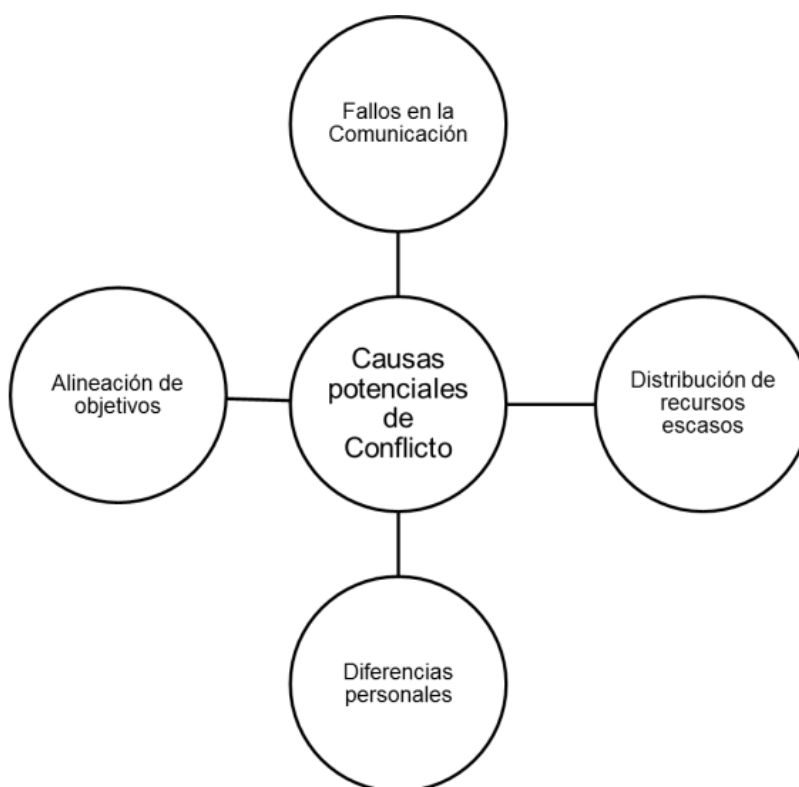
- *Conflicto:* Los conflictos son "incompatibilidades percibidas o puntos de vista discrepantes entre las partes involucradas" (Jehn y Bendersky, 2003). El desempeño positivo de la empresa es un objetivo compartido entre inversores y emprendedores que puede verse afectado por el conflicto (Higashide y Birley, 2002). La existencia de conflicto es latente, e inevitables (Collewaert, 2012; Mason y Harrison, 1996) en las organizaciones, por eso la importancia de identificar formas eficientes de resolverlo.

La heterogeneidad existente entre inversores y emprendedores puede hacer que el conflicto aparezca ya que algunos estudios demuestran que la diversidad de los grupos es identificada como un antecedente para el conflicto (Williams y O'Reilly Iii, 1998). Además conforme avanza la relación entre ellos, la interacción y comunicación se hacen más necesarias y la posibilidad de que el conflicto aparezca es más factible (Brewer y Brown, 1998).

Según la teoría del conflicto (Kochan, Cummings y Huber, 1976; Wilmot y Hocker, 1998) la relación entre inversores y emprendedores está amenazada por diferentes tipos de conflicto, relacionados con los fallos en la comunicación; la forma de distribución de los recursos escasos; las diferencias personales relacionadas con las motivaciones de cada uno de los involucrados, la incompatibilidad en la definición y cumplimiento de metas.

La figura 2.8 presenta las causas potenciales de conflicto que pueden aparecer en la relación entre inversores y emprendedores.

**Figura 2.8 Causas potenciales de conflicto**



*Fuente: elaboración propia, basado en (Kochan et al., 1976; Wilmot y Hocker, 1998).*

Veroniek Collewaert ha realizado recientemente varios estudios sobre las consecuencias del conflicto en la relación entre business angels y emprendedores. En su estudio (2008) con diadas de emprendedores e inversores en Estados Unidos ha identificado, que el conflicto tiene efecto negativo en la capacidad de innovación de la empresa. Este efecto se puede disminuir por medio de la definición de roles del inversor y el emprendedor (Collewaert, 2008). En un estudio posterior Collewaert (2012) con una base de datos de 65 business angels y 72 emprendedores de 54 empresas en California y Bélgica, identifica tres tipos de conflictos que se presentan entre inversores y emprendedores, esto son (1) de relación; (2) de trabajo; (3) de alineación de objetivos. Establece la relación entre el tipo de conflicto y la intención del emprendedor o del business angel de salir de la empresa ( Collewaert, 2012).

También Collewaert y Fassin (2013) analizaron a través de 11 casos de estudio en Bélgica y California el efecto de la percepción de conductas no éticas. Estas desencadenan conflictos entre inversores y emprendedores e incluso puede generar la salida anticipada del inversor (Collewaert y Fassin, 2013).

En las startups que han recibido financiación de business angels y otros inversores, los conflictos pueden manifestarse tanto entre grupos (inversor-emprendedor) como al interior de los mismos (inversor-inversor), como resultado de la falta de coherencia entre los objetivos individuales y los colectivos. Se ha confirmado que algunos conflictos de relación entre los miembros de los equipos pueden actuar como antecedente de las intenciones de esa persona de abandonar el equipo (Jehn y Bendersky, 2003).

Los siete elementos desarrollados en éste apartado son importantes para el análisis de la interacción entre inversores y emprendedores que se realizará en los capítulos 4 y 5.

### **Etapas de desinversión o salida**

La etapa de desinversión es la recta final en el proceso de financiación de una startup, es aquella en la que el inversor buscará recuperar el beneficio financiero de su inversión. Las condiciones de desinversión deberán quedar definidas

desde el principio de la relación, normalmente en el pacto de socios (Colomer i Espinet et al., 2009).

Para ésta etapa del proceso de inversión, la literatura se ha centrado en tres temas principales, a saber, (1) la duración de la inversión, que es el tiempo en que el inversor tiene comprometido su capital en la empresa, (2) la forma o vía de salida del inversor y (3) el rendimiento que obtiene sobre el capital invertido. En ésta sección se hará una revisión de las implicaciones relativas a cada uno de estos temas.

### 1. Duración de la inversión

Invertir en startups es un proceso de largo plazo, normalmente se trata de proyectos con un horizonte de desinversión de entre 3 y 5 años (Shane, 2009). Los inversores buscarán desinvertir cuando el riesgo asumido y la rentabilidad obtenida estén equilibrados (Colomer i Espinet et al., 2009). De los primeros estudios que analizaron la duración de la inversión fueron hechos con inversionistas del Reino Unido, y se sabe que los business angels sostienen sus inversiones por cuatro años en promedio (Mason y Harrison, 2002).

Posteriormente, Cumming y Johan (2009) formularon una teoría sobre la duración de la inversión de inversores institucionales, basada en la idea de que los inversores buscarán la salida cuando el costo marginal esperado de mantener la inversión sea mayor que el beneficio marginal esperado. La duración de la inversión está determinado por las características de la startup y de los inversores, así como por las condiciones establecidas en el contrato, la situación económica y de mercado (Cumming y Johan, 2009).

### 2. Vías de salida para un business angel

Para un business angel, saber cuándo es el momento correcto de desinversión, es una decisión tan crítica como la decisión misma de hacer la inversión inicial (OECD, 2011). Las vías de salida para un business angel, son las alternativas de las que dispone para retirar su capital de un proyecto, con la idea de obtener beneficios por el tiempo que invirtió ese capital. Las formas más comunes de desinversión son a) transmisión de las participaciones al resto de los socios; b) transmisión de las participaciones a un tercero c) transmisión conjunta de las

participaciones d) la salida a bolsa<sup>13</sup> (Colomer i Espinet et al., 2009). Existe poca evidencia sobre las preferencias de salida o desinversión de los business angels alrededor del mundo (Mason y Harrison, 2002; Paul et al., 2003), y en el caso de España no se ha podido identificar ningún estudio sobre el tema, por lo que esta investigación resulta conveniente.

En el Reino Unido, la venta de las participaciones a un comprador profesional es la principal forma de desinversión de los business angels (Mason y Harrison, 2002). Otros estudios han identificado que la vía de desinversión está ampliamente relacionada con la forma en la que los inversores se involucran en la empresa. Madill et al. (2005) concluyen que los business angels que se involucran en las empresas de su cartera, son más propensos a identificar rutas de desinversión más rentables, tales como la salida a Bolsa o bien a través de la adquisición de la empresa por algún socio de mayor tamaño (Madill et al., 2005).

Sin embargo, existen algunas situaciones en las que los inversores quedan “atrapados” en sus inversiones sin poder desinvertir (Linde y Prasad, 2000), por ejemplo cuando los emprendedores tienen un vínculo emocional tan fuerte con la startup que no están dispuestos a vender o a buscar alguna alternativa de salida complicando la desinversión del BA.

Durante su evaluación inicial de la oportunidad de inversión, los inversores analizan cuidadosamente que los proyectos tengan opciones claras de salida una vez transcurrido cierto periodo de tiempo (Shane, 2009). Pero existen algunas circunstancias en las que se puede presentar la salida prematura y no planificada del inversor. Si el desempeño de la startup es negativo o difiere de las expectativas que el business angel tenía, entonces el inversor buscará la mejor forma de salir lo más pronto posible y asumiendo la menor cantidad de pérdida posible. Por el contrario, si el desempeño de la empresa es positivo, emprendedores e inversores estarán dispuestos a permanecer tanto tiempo como sea necesario (Collewaert, 2009).

---

<sup>13</sup> La desinversión a través de la salida a Bolsa (*IPO exit*) es una forma de es una manera de incrementar el capital para financiar las operaciones actuales y futuras sin ceder el control operativo de la empresa. (De Clercq et al., 2006)

Las relaciones poco sinérgicas entre emprendedores e inversores son causa de desinversiones no planificadas que pueden complejizar la subsistencia de la startup. La percepción de comportamientos poco éticos es una causa común de finalización de las sociedades entre los involucrados (Collewaert y Fassin, 2013).

Veroniek Collewaert (2012) establece la relevancia de estudiar los factores que influyen en las intenciones y motivaciones de emprendedores e inversores de permanecer o abandonar sus empresas. Su análisis se basa en la perspectiva del conflicto a lo largo del proceso de financiación (Collewaert, 2012). La relación e interacción positiva entre inversores y emprendedores hace más viable la existencia de procesos de inversión fructíferos y sin salidas prematuras.

### 3. Rendimiento sobre la inversión

El último aspecto identificado en la literatura sobre la desinversión es el rendimiento obtenido por el business angel. De acuerdo con datos de la OCDE la mayoría de las desinversiones resultan en pérdidas o en banca rota, esto por el alto riesgo asociado a las inversiones en etapas tempranas. Es por eso que los inversores deben tener una cartera diversificada que les permita distribuir el riesgo (OECD, 2011).

En el ciclo de vida de las empresas, hay ocasiones en las que se presenta un fenómeno conocido como el “muerto viviente”<sup>14</sup> que limita la posibilidad de que los inversores obtengan rendimientos positivos sobre su inversión o incluso que logren desinvertir su capital.

Lumme y Mason (1996) investigaron sobre las diferencias entre el éxito y el fracaso en las inversiones de 38 business angels en Finlandia, y concluyeron que esas diferencias están relacionadas con el perfil del inversor (Lumme y Mason, 1996). También es posible hacer referencia al trabajo de Van Osnabrugge (2000) que hace una comparación entre inversores institucionales y business angels en el que concluye que aunque tienen horizontes de inversión similares, los primeros tienen expectativas más exigentes, se preocupan más por

---

<sup>14</sup> El fenómeno del “muerto viviente” (*living dead*) es relativo a las inversiones en empresas de alto riesgo. Se presenta en empresas en etapas de desarrollo de media a posteriores que son auto-sostenibles económicamente, pero que no alcanzan niveles de ventas, crecimiento o rentabilidad esperada, necesaria para producir tasas finales de retorno atractivas o posibilidades de desinversión para sus inversores de capital de riesgo. (Ruhnka, Feldman, & Dean, 1992) Pág. 137

las posibilidades de desinversión y sus expectativas de rendimiento sobre la inversión son más altas (Van Osnabrugge, 2000).

Mason y Harrison (2002) analizaron la rentabilidad de la inversión de inversores institucionales, usando bases de datos de desinversiones hechas por 127 business angels en el Reino Unido. Los resultados indican que la distribución de los rendimientos es muy desigual, con un 34% de las salidas en una pérdida total, el 13 % a una pérdida parcial o punto de equilibrio, el 23% que muestran una TIR del 50 % o superior (Mason y Harrison, 2002).

El profesor Robert Wiltbank de la Universidad de Willamette<sup>15</sup> y socio del fondo *Revenue Capital Management*<sup>16</sup> en Portland, Oregon; ha hecho grandes contribuciones al conocimiento sobre el comportamiento de los business angels anglosajones durante la etapa de desinversión de sus proyectos.

En (2005) Wiltbank, realizó el primer estudio sobre los rendimientos obtenidos por los business angels en Estados Unidos, con una base de datos de 121 inversores. Los elementos que incluye su modelo son, la etapa de desarrollo de la empresa, el proceso de debida diligencia, el flujo de proyectos que recibe el inversor, la coinversión y la participación del inversor en la etapa posterior a la inversión. Los resultados de este estudio muestran que las inversiones realizadas en etapas tempranas tuvieron menos pérdidas que las hechas en otras etapas. El proceso de debida diligencia y la participación en la etapa posterior a la inversión reducen la posibilidad de tener rendimientos negativos. El resultado promedio de la muestra fue un retorno de 2.9 veces lo invertido en un periodo de 5.8 años (Wiltbank, 2005).

En un estudio posterior sobre los rendimientos por business angels en grupo, realizado por Wiltbank y Boeker (2007), con el apoyo de la Fundación Ewing Marion Kauffman<sup>17</sup> y la Fundación Angel Capital Education (ACEF)<sup>18</sup>, se interrogó

---

<sup>15</sup> Universidad de Willamette, establecida en el Este de Estados Unidos en Salem, Oregon y reconocida como líder nacional en sustentabilidad y compromiso cívico. <http://www.willamette.edu/about/index.html> Consultado en Enero 2014.

<sup>16</sup> Revenue Capital Management (RCM) trabaja para hacer más accesible el capital de crecimiento al proporcionar opciones de financiación para muchos tipos de empresas establecidas que pueden ser rechazados para préstamos o desactivadas con las condiciones de garantía personal y colaterales asociadas, o que no puedan obtener capital de riesgo o simplemente reacios a vender parte de su negocio. <http://revcapfunds.com/about-revenue-capital-managment> Consultado en Enero 2014.

<sup>17</sup> Ewing Marion Kauffman Foundation. <http://www.kauffman.org/>

<sup>18</sup> Angel Capital Education Foundation. <http://www.kauffman.org/what-we-do/programs/entrepreneurship/angel-resource-institute>

a un grupo de 539 business angels en Estados Unidos, que habían realizado un total de 1,137 desinversiones la mayoría durante el 2004. Los resultados concluyen que los business angels obtienen en promedio 2.6 veces lo invertido en inversiones en las que permanecen 3.5 años. El 52% de las inversiones realizadas resultaron en pérdidas y solo 7% de las salidas logra retornos de más de diez veces el dinero invertido. En los factores que intervienen en las tasas de rendimiento, identificaron que a mayor cantidad de horas dedicadas al proceso de debida diligencia mejores tasas de retorno, también a mayor experiencia del inversor en la industria se tendrán menos pérdidas y por último los inversores que se involucran con la empresa más de dos veces por mes en actividades de asesoría y apoyo obtienen mejores tasas de retorno. También concluyen que el tiempo promedio de permanencia de los business angels antes de su desinversión está entre 3 y 6 años, esto demuestra que para el inversor es un proceso de largo plazo antes de que pueda obtener liquidez de sus inversiones (Wiltbank y Boeker, 2007).

En el 2009 Wiltbank et al. Realizaron una investigación en la que participaron 121 business angels que habían hecho 1038 nuevas inversiones de riesgo en Estados Unidos. Se analizan las estrategias predictivas y de control aplicadas por inversores en condiciones de incertidumbre. Los resultados muestran que los business angels que utilizan estrategias no predictivas de control, experimentan una reducción en las fallas de sus inversiones sin reducir los éxitos (Wiltbank et al., 2009)

También durante el 2009, el profesor Wiltbank realizó un estudio en el Reino Unido con el apoyo de la Fundación Nacional para la Ciencia, la Tecnología y las Artes en el Reino Unido (NESTA)<sup>19</sup> y la Asociación de Business Angels Ingleses (BBAA)<sup>20</sup>, con tres objetivos principales, (i) conocer las características de los business angels en el Reino Unido, (ii) los rendimientos de sus inversiones y (iii) las estrategias y prácticas que utilizan para mejorar los rendimientos de sus inversiones. En este estudio participaron 158 business angels que habían realizado inversiones durante el 2008. Contempla 406 desinversiones que implicaron £134 millones. Los resultados de este estudio muestran que el 56%

---

<sup>19</sup> National Endowment for Science, Technology and the Arts. <http://www.nesta.org.uk/>

<sup>20</sup> British Business Angels Association. <http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk/>

de las inversiones no proporcionaron retorno positivo y 9% generaron ganancias para los inversores de más de 10 veces el capital invertido. Según este estudio el rendimiento global de la inversión de business angels en el Reino Unido es de 2,2 veces el capital invertido en 4 años en promedio. Los inversores con experiencia previa en la industria y como emprendedores obtienen mejores rendimientos que los que no las tienen. Más horas de proceso de debida diligencia contribuyen a obtener mejores rendimientos. En promedio, se necesitan tres años para que una inversión falle, pero seis años para llegar a obtener beneficios (Wiltbank, 2009).

Para los profesionales, la desinversión también es un tema de gran relevancia. Por ejemplo Basil Peters<sup>21</sup>, experto en Fusiones y Adquisiciones<sup>22</sup>, así como en desinversiones de alto riesgo, propone que desinvertir bien implica hacerlo a un buen precio y en un tiempo razonable. Mientras que una inversión exitosa es aquella que se hace en (i) la empresa correcta; (ii) con la adecuada valoración; (iii) y con los términos correctos.

Normalmente en la literatura se ha analizado la etapa de desinversión desde la perspectiva del inversor, recientemente ha comenzado a aparecer una línea de investigación sobre las motivaciones, beneficios, riesgos y consecuencias, de la desinversión desde perspectiva del emprendedor y aunque no representa el tema central de ésta investigación se han incluido las principales conclusiones a manera de enriquecimiento del estudio de la etapa de desinversión. La principal diferencia entre inversores y emprendedores es que para la mayoría de los emprendedores, la startup es parte de su identidad o forma de vida. Por ello, se involucran emocionalmente con ella y no siempre estarán interesados o dispuestos a salir del proyecto. Para un emprendedor resulta complejo desarrollar en etapas tempranas una estrategia o ruta de salida<sup>23</sup> e incluso algunos emprendedores son poco propensos a considerar su salida en algún momento (DeTienne, 2010).

---

<sup>21</sup> Basil Peters <http://www.basilpeters.com/>

<sup>22</sup> Fusiones y Adquisiciones: Una fusión es una combinación de dos compañías para formar una nueva compañía, mientras que una adquisición es la compra de una sociedad por otra en la que no se forma nueva compañía. <http://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp> Consultado 15 Enero 2014.

<sup>23</sup> Ruta de salida: Las formas en que los inversores informales venden su participación de la empresa participada. Las posibles rutas de salida incluyen adquisiciones, venta de acciones a otro BA o una firma de capital de riesgo formal, y en algunos casos la inclusión en el mercado de valores (Munck, 2009).

En este apartado se ha hecho un resumen sobre las tres etapas de interacción entre inversores y emprendedores en la financiación de startups.

La función que realizan las agrupaciones de business angels a lo largo del proceso y en específico con los BAs es muy importante, es por eso que se habla sobre ellas en el siguiente apartado.

## **2.4 Modelo para el análisis**

Más allá de las motivaciones que mueven a un business angel a invertir su capital en proyectos de alto riesgo, está su interés por obtener beneficios financieros una vez que ha transcurrido un periodo razonable desde su inversión. La obtención de beneficios es un objetivo compartido entre inversores y emprendedores (Higashide y Birley, 2002) y la principal forma en la que pueden conseguirlo es a través del incremento de valor de la startup.

El modelo planteado para esta investigación integra varios elementos que tentativamente estarán vinculados a este incremento de valor, por eso era fundamental realizar un cuidadoso proceso de revisión de la literatura existente, para identificar dichos elementos y plantear propuestas sobre forma en la que están conectados. Es por eso que se propone un modelo para esta investigación.

El modelo desarrollado servirá para para la definición de las variables a incluir en el estudio cuantitativo, así como a la identificación de los principales temas a investigar en el apartado cualitativo.

La Teoría de los Recursos de Barney (1991) es la que da lugar al modelo, dicha teoría sostiene que las empresas logran tener una ventaja competitiva a través de la combinación y utilización de los recursos de los que dispone o de aquellos que es capaz de desarrollar (Barney, 1991; Wernerfelt, 1984).

Barney (1991) define como recursos todos los activos, capacidades, procesos organizacionales, atributos, información conocimientos, etc. Que intervienen en la definición de estrategias para la empresa con el objetivo de mejorar su eficiencia y eficacia para obtener una ventaja respecto de otras empresas (Barney, 1991).

De acuerdo con la Teoría de los recursos, las personas tenemos recursos sociales, físicos y de conocimiento. En esta misma línea de pensamiento, Maula et al. (2005) señalan en su estudio que los recursos del inversor determinarán el tipo de contribuciones que pueden hacer a las empresas en las que invierten (Maula et al., 2005). El valor que los BAs aportan a las empresas está muy relacionado con su experiencia y habilidades heterogéneas, que permiten el aprendizaje al interior de la empresa (Bonnet y Wirtz, 2010). Todo este aprendizaje estará encaminado a incrementar el valor de la startup.

En el caso de los business angels, se han identificado dos importantes grupos de recursos, los basados en el conocimiento, que constituye el capital humano del inversor y los basados en sus contactos, que conforman su capital social. Contactos y conocimientos son las dos principales contribuciones no financieras que hacen los business angels a las empresas en las que invierten. Dichos elementos constituyen una importante aportación de los inversores para incrementar el valor de la startup.

El modelo propuesto, destaca el impacto del capital humano y social del inversor en la generación de contribuciones no financieras que ayudarán a incrementar el valor de la startup.

Por capital humano se entiende, el cúmulo de conocimientos y habilidades que los inversores han adquirido durante su trayectoria profesional. Todas las experiencias previas a su inversión en la empresa (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008) el conocimiento adquirido en la educación formal, y el entrenamiento recibido (Becker, 2009).

Un punto medular es que las empresas tienen mejor desempeño cuando sus directivos cuentan con experiencias previas relevantes que les permitan desarrollar nuevas estrategias para la startup (Shrader y Siegel, 2007). Inversores, emprendedores y ejecutivos clave definen estrategias y toman decisiones con el objetivo de incrementar el valor de la startup.

El capital social es definido por Nahapiet y Ghoshal (1998) como “la suma de los recursos actuales y potenciales; incluidos dentro, disponibles durante y

derivados de, las redes de relaciones que posee un individuo o una unidad social.” (Nahapiet y Ghoshal, 1998).

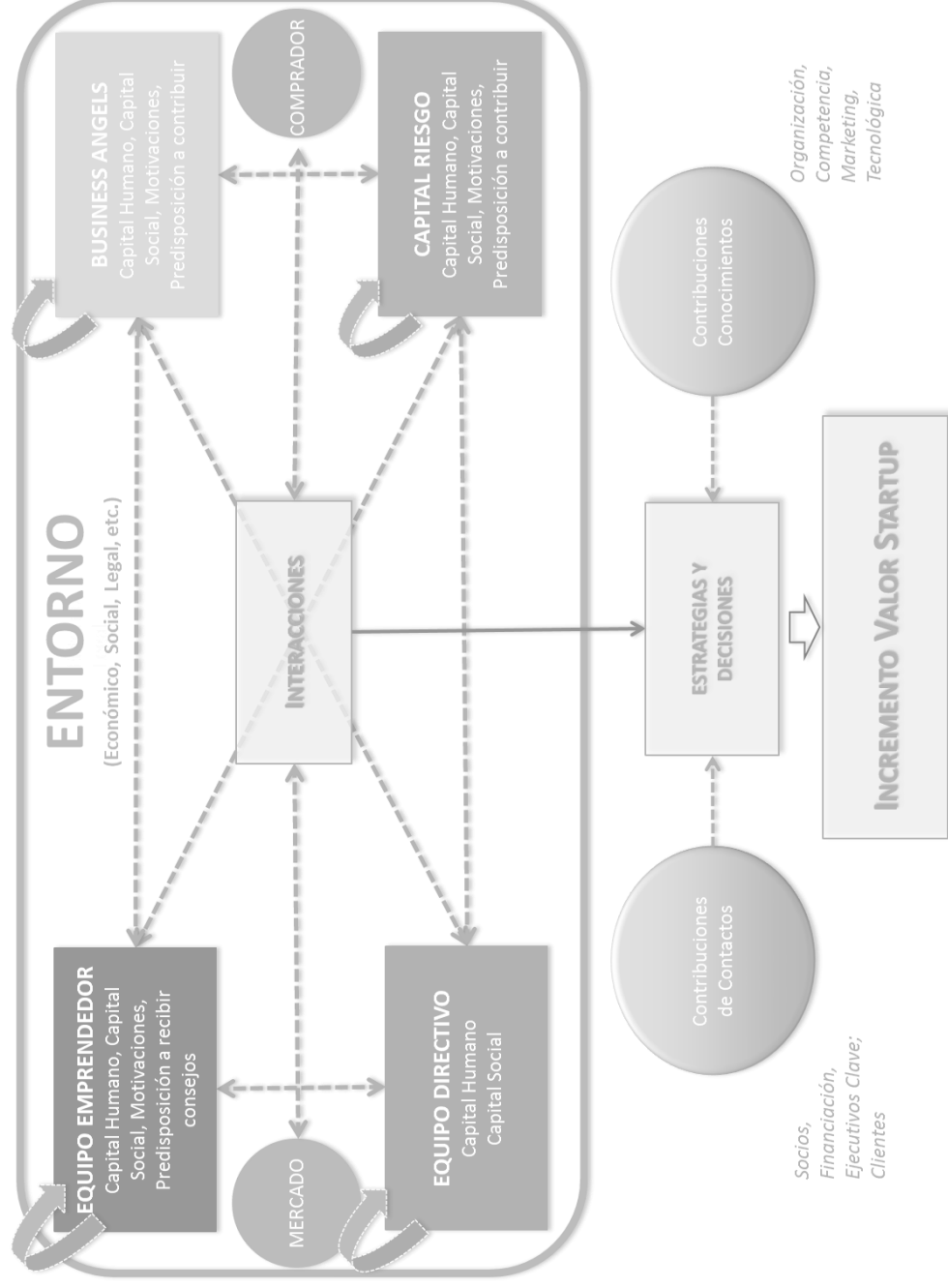
El capital social surge de las redes y relaciones de la estructura social en la que las personas se desenvuelven. Los individuos siguen normas y patrones específicos que dan lugar a los comportamientos, obligaciones y canales a través de los cuales es preciso relacionarse. Es decir existen estructuras y patrones entre los participantes de una red (Coleman, 1988).

Las interacciones están relacionadas con el equilibrio de poder, la confianza, la comunicación y la resolución de conflictos entre los involucrados y pueden afectar la definición de las estrategias y la toma de decisiones, por eso forman parte central del modelo.

Se integra además el análisis de la relación e interacciones que se presentan entre los emprendedores e inversores a lo largo del proceso de financiación. Dichas interacciones determinan la definición de estrategias para el incremento de valor de la startup.

La Figura 2.9 es una representación gráfica del modelo propuesto para esta investigación.

**Figura 2.9 Modelo de investigación del caso de estudio**



Fuente: elaboración propia



# **CAPITULO 3**

## **METODOLOGIA**

### **3 Metodología**

El presente capítulo está dedicado a la descripción de los aspectos metodológicos considerados para la realización de esta investigación. Se han utilizado técnicas cualitativas y cuantitativas para poder responder a los tres objetivos de investigación planteados al inicio. En el capítulo anterior se llevó a cabo la revisión de la literatura relacionada con la financiación de nuevas empresas innovadoras de alto riesgo y se generó un modelo teórico para guiar la investigación y generar conocimiento sobre los business angels españoles.

Este capítulo está integrado por cuatro secciones, la primera define la unidad de análisis y su alcance en el marco de esta investigación. El interés que en otras economías ha despertado la financiación de startups por medio business angels ha permitido el desarrollo teórico del concepto; sin embargo, es un objeto de estudio complejo y difícil de caracterizar, es por ello que su tratamiento requiere recurrir a herramientas metodológicas específicas en su medición y análisis para cuidar la validez de la investigación así como la posibilidad de que sea replicado en otros contextos y mercados en investigaciones futuras.

La segunda sección presenta el diseño metodológico utilizado en la investigación. En este caso se utilizaron técnicas cualitativas y cuantitativas para responder las preguntas de investigación relacionadas al estudio de su rol y naturaleza dentro del proceso de financiación de las startups en general y las del caso español en particular.

La tercera sección describe los aspectos metodológicos cuantitativos desarrollados en esta investigación. Se describe en la misma el proceso lineal seguido que incluyó la elaboración de un cuestionario, la selección de una muestra, la recogida de información, la utilización de técnicas de análisis estadístico y la interpretación de los resultados obtenidos.

La cuarta sección está dedicada a presentar los aspectos considerados para la elaboración del análisis cualitativo de la función de los business angels en el caso de una startup española. El proceso de investigación cualitativo, se realizó en cuatro etapas, el diseño y selección del caso, la recogida de información, el

análisis y por último la definición de conclusiones así como de algunos elementos para el debate académico para ser testados en futuras investigaciones.

### 3.1 Unidad de análisis

Una de las principales dificultades asociadas a la realización de estudios sobre business angels, está relacionada con la falta de definición de la unidad de análisis (Avdeitchikova et al., 2008). El capital riesgo está conformado por dos importantes grupos los inversores formales y los inversores informales. Dentro de los inversores informales están por un lado aquellos que tienen relación familiar con el emprendedor y por otro lado los business angels (Bygrave, 2007). La línea de definición es tan delgada que se ha prestado a varias confusiones en diversos estudios (Avdeitchikova et al., 2008). Es por eso muy relevante definir la unidad de análisis del presente estudio.

El objeto de estudio de esta investigación doctoral son los business angels. El debate alrededor de esta alternativa de financiación se ha centrado en el contexto español. Según la definición de la EBAN un business angel es:

*“un inversor individual que invierte directamente (o a través de una estructura jurídica) parte de su capital en empresas en etapas iniciales (seed o startup) en las que no tiene lazo familiar con el emprendedor”<sup>24</sup>*

Hacer investigación sobre este tipo de inversores es complejo por la falta de acceso a bases de datos que permitan extraer muestras representativas (Farrell, Howorth y Wright, 2008), ya que por su naturaleza estos inversores prefieren el anonimato (Avdeitchikova et al., 2008; Haar et al., 1988; Harrison y Mason, 1992) y además por las dificultades para determinar la cantidad de business angels que existen en una economía (Harrison y Mason, 1992).

En el apartado cuantitativo, la base de datos utilizada para esta investigación, está integrada por 82 individuos que se ajustan a la definición antes mencionada. De ese total, se han recogido un conjunto de 59 respuestas para conformarla. Si bien el tamaño de la muestra obtenida es reducido y genera limitaciones

---

<sup>24</sup> Consultado junio 2014. <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained/>

metodológicas en la interpretación y generalización de los resultados, algunos estudios previos sobre business angels también han tenido que limitarse a muestras pequeñas (Avdeitchikova et al., 2008). Para futuras investigaciones, a fin de obtener conocimiento más profundo sobre los business angels españoles, será necesario incrementar la muestra utilizada.

### **3.2 Diseño metodológico general**

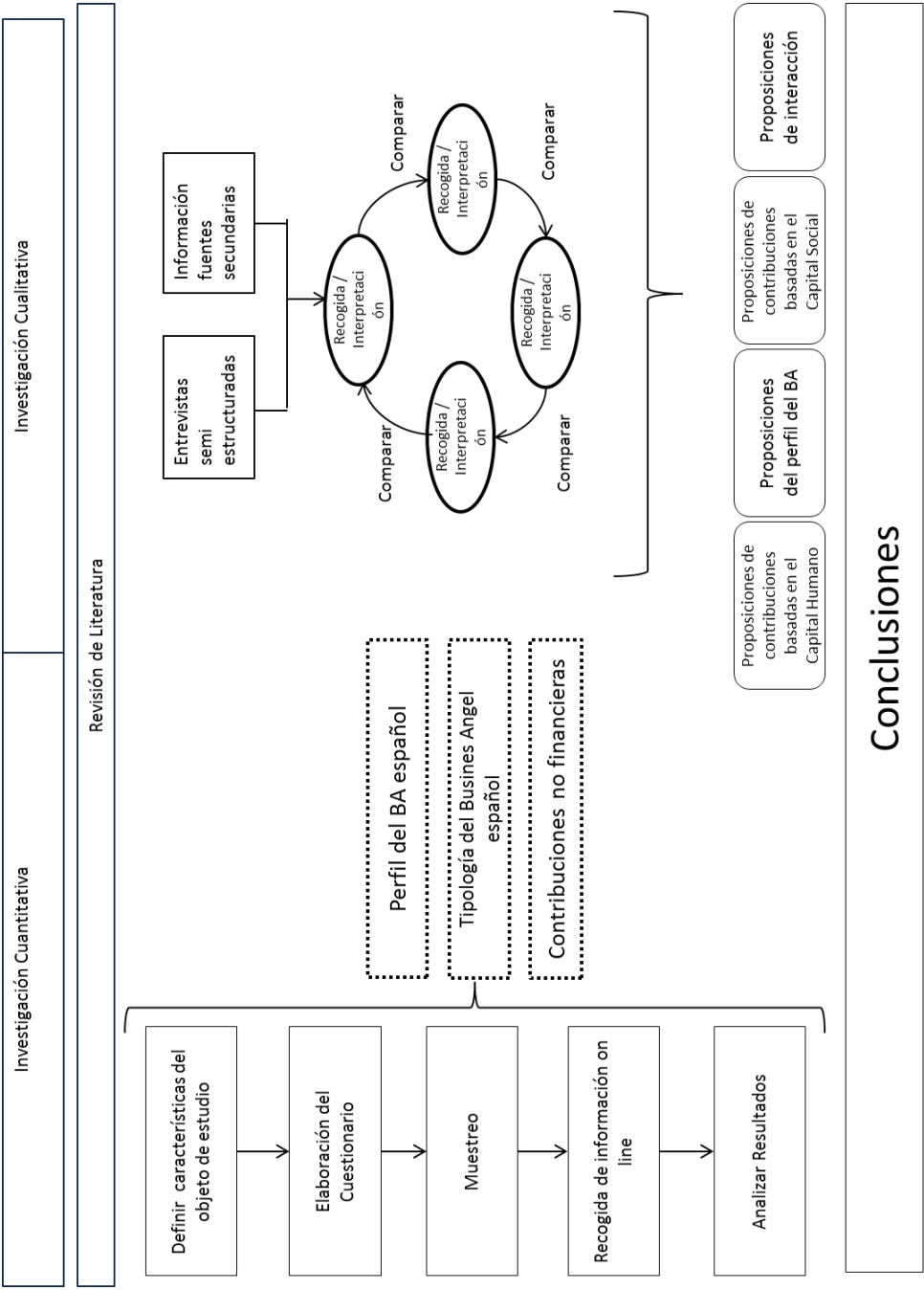
Para la realización de este estudio se identificó la necesidad de integrar técnicas cuantitativas y cualitativas. En cuanto a las técnicas cuantitativas, se llevó a cabo la aplicación de un cuestionario para business angels, para obtener información sobre su perfil y las contribuciones no financieras que realizan a las startups en las que invierten. La información obtenida a través de este instrumento permitirá la definición de una tipología de business angels considerando aspectos de su perfil como inversores y de su comportamiento, principalmente del valor que agregan a las empresas de su cartera. El modelo teórico propuesto (Figura 2.9) fue central para la definición de las secciones y variables incluidas en el cuestionario, se identificaron cinco dimensiones para clasificar dichas variables. La conformación de la base de datos de individuos para el cuestionario, se hizo utilizando la técnica del *snowball*, para obtener información del objeto de estudio, que son los business angels españoles. De esta manera, se consiguió una muestra no representativa de 59 inversores, la cual proporciona una aproximación a las características del perfil de los business angel en España. Algunas redes de business angels ayudaron a la distribución del instrumento entre sus asociados, pero no se logró buen alcance, lo que hizo muy compleja la obtención de una muestra representativa.

Posteriormente, en el apartado cualitativo, utilizando la técnica del caso de estudio diseñada por Yin (1981), se analiza la trayectoria de una startup española exitosa. La elaboración del caso de estudio, sirvió como estudio exploratorio sobre el rol, las contribuciones y el comportamiento de los business angels en España. Se trata de un proceso de investigación en el que la teoría existente y el análisis de las evidencias recopiladas dan lugar a la generación de proposiciones teóricas para ser testadas en estudios posteriores. La selección

de la startup para ser considerada como caso de estudio fue muy cuidadoso, era fundamental elegir un caso lo suficientemente robusto para que a través del seguimiento a su trayectoria fuera posible ofrecer evidencia empírica relevante sobre un proceso exitoso de financiación hecha por business angels en el contexto español. Con el objetivo de cuidar la validez del caso, se obtuvo información tanto de los inversores como de los emprendedores involucrados. El modelo teórico propuesto (Figura 2.9), sirvió para la definición de los principales temas a indagar al momento de realizar las entrevistas a los emprendedores e inversores de una de las startups españolas más exitosas.

Las especificaciones metodológicas de cada una de las etapas serán desarrolladas en los apartados correspondientes dentro del presente capítulo. La figura 3.1 recoge el diseño general metodológico de esta investigación.

Figura 3.1 Diseño metodológico



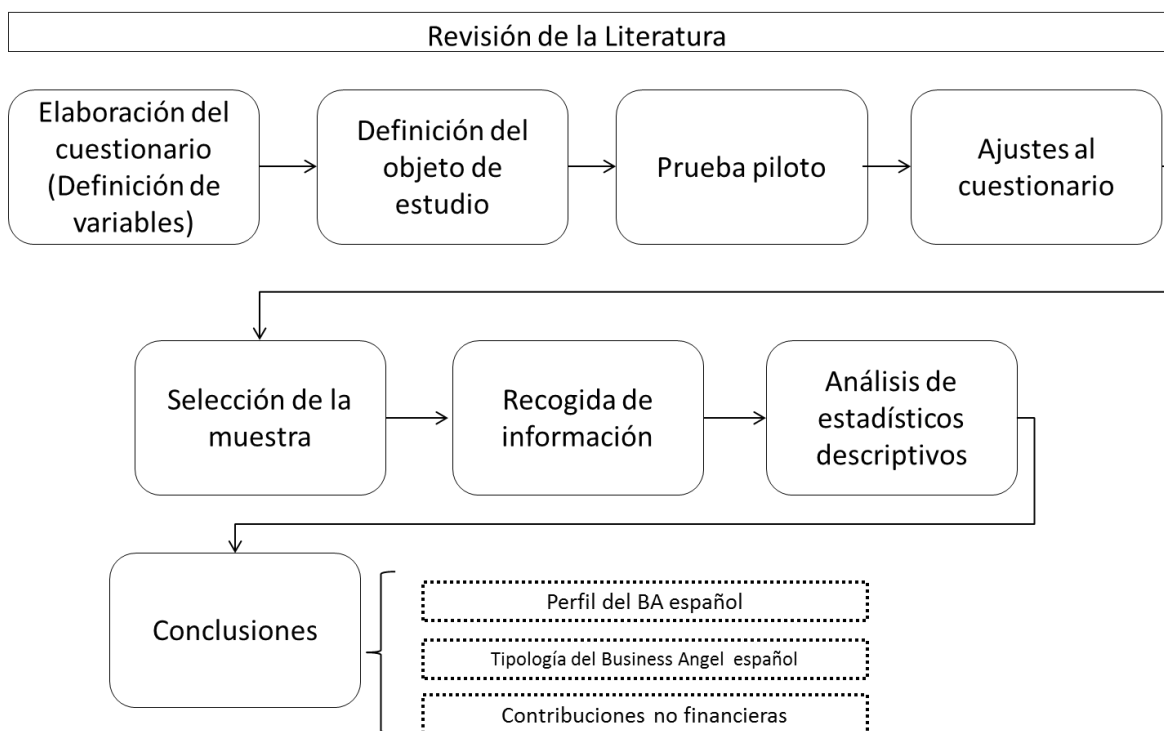
Fuente: elaboración propia

### 3.3 Etapa Cuantitativa

El objetivo de este análisis es identificar cuantitativamente las características de los business angels en el contexto español. Los resultados servirán para proponer una tipología de business angels que contempla la forma en la que ellos invierten y agregan valor a las empresas de su cartera, además de considerar algunos aspectos demográficos como su edad. En esta etapa, la investigación siguió un proceso lineal. La revisión de la literatura y el modelo teórico propuesto sirvieron para la definición de las preguntas a incluir en el cuestionario, así como las escalas de mediciones adecuadas y más utilizadas normalmente en estudios con business angels en otras economías.

La Figura 3.2 hace referencia al proceso lineal para la realización de este etapa de la investigación doctoral.

**Figura 3.2 Diseño del proceso de investigación descriptiva**



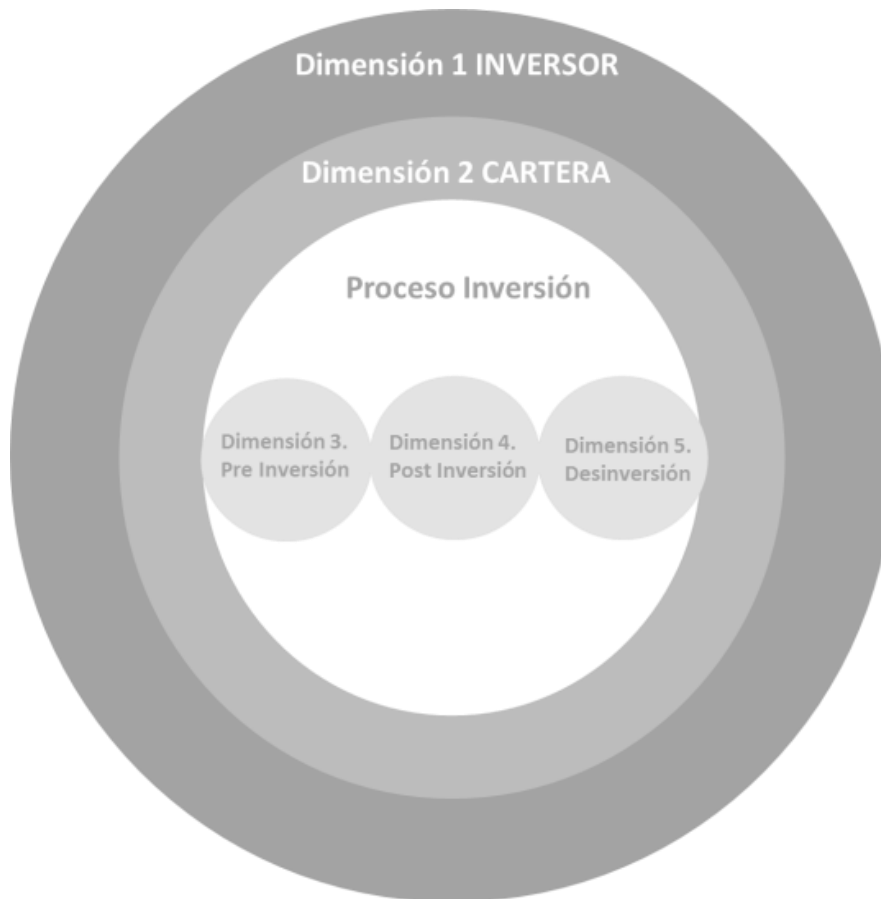
*Fuente: elaboración propia.*

### **Definición de las variables del estudio**

El modelo de investigación desarrollado para esta tesis (Figura 2.9), permitió la identificación de las 43 variables que intervendrán en el estudio cuantitativo.

Para su mejor comprensión, se decidió agrupar a las variables en cinco dimensiones principales. La Figura 3.3 contiene la representación gráfica de las dimensiones consideradas para la definición de variables para el estudio cuantitativo.

**Figura 3.3 Dimensiones del estudio cuantitativo**



*Fuente: elaboración propia.*

A continuación, se hace la descripción de cada una de las variables del estudio y su relación con la literatura existente.

## 1. Primera dimensión. Características del inversor

A partir del estudio de Cable y Shane (1997) en el que incluye las similitudes demográficas como elemento relevante de su modelo para las relaciones entre inversores y emprendedores, se han considerado tres variables demográficas:

- *Género*: Esta variable es para diferenciar el género del inversor.
- *Edad*: Esta variable es para conocer la edad actual del inversor.
- *Red del business angel*: Es la red o redes a las que pertenece el business angel.

Adicionalmente se consideran las siguientes variables para esta dimensión:

- *Motivación de inversión del business angel*: Mide la relevancia de 10 motivaciones financieras, personales y de contribución social para invertir su capital en startups en las que no tiene relación familiar con el emprendedor. Es una adaptación de Mason y Harrison (2002) quienes utilizaron una escala Likert de 3 puntos.
- *Capital Humano del Inversor*: Para la medición del capital humano del inversor, se han incluido cinco variables con las que se pretende evaluar las principales áreas de conocimiento y experiencia del business angel. Cada una de estas variables es considerada como relevante para la consolidación de un negocio. Todas las variables de esta sección están expresadas en términos de experiencia previa.
  - *Experiencia previa del BA en la Industria*: La variable expresa la experiencia previa del inversor en el sector y con la tecnología relevante para la startup. Esta variable es una adaptación de la utilizada por Barney et al. (2006). En su estudio, los autores la usaron para medir la experiencia que tienen en la industria los fundadores de la empresa. La variable fue evaluada por los capitalistas de riesgo al momento de analizar inversiones potenciales. Esta variable fue medida además en otras investigaciones como la de (Gomez-Mejia, Balkin y Welbourne, 2003; Sapienza y Timmons, 1989).

- *Experiencia como inversor fundando nuevas empresas:* Expresa los años que el inversor ha dedicado a invertir en nuevas empresas. Esta variable fue tomada de la investigación de Wiltbank (2005) y (2009) así como por Cable y Shane (2002), en dicha investigación la variable fue incluida como de control. En el caso de Lerner (1994) esta variable fue utilizada para ver la experiencia de los capitalistas de riesgo al realizar inversiones colectivamente.
  - *Experiencia previa como emprendedor:* Mide la experiencia del inversor en la creación de nuevas empresas. Esta variable fue tomada de la investigación de Wiltbank (2005) y (2009).
  - *Experiencia gerencial:* Mide la experiencia del inversor dirigiendo y coordinando personas y equipos de trabajo. Para esta variable se hizo una adaptación de la utilizada por MacMillan (1998). En dicho estudio cuestionan a los capitalistas de riesgo sobre su grado de experiencia previa como líderes de equipos de trabajo.
  - *Experiencia en la elaboración de estrategias financieras:* La variable, mide la experiencia del inversor definiendo estrategias y ejecutando y analizando información financiera. Contempla experiencia en fusiones y adquisiciones, estructura financiera de proyectos, así como hitos más relevantes para la obtención de financiación futura. No se identifica alguna variable similar en otros estudios relacionados con business angels, sin embargo para efectos del presente estudio se considera importante evaluar esta competencia de los inversores para conocer su grado de experiencia en un aspecto que es importante en el proceso de consolidación de una empresa.
- *Capital Social del Inversor:* La medición del capital social del inversor, está integrada por cinco variables con las que se pretende evaluar la intensidad de la relación que tiene el business angel con otras personas, grupos e instituciones que pueden ser relevantes para el crecimiento y consolidación de la startup.
    - *Instituciones Financieras*
    - *Firmas de Capital Riesgo*

- *Universidades, Centros de Investigación y Tecnológicos*
- *Profesionales afines (abogados, consultores, etc.)*
- *Otros business angels*

Estas variables fueron desarrolladas a partir de la investigación realizada por Macht y Robinson (2009) acerca de los contactos que proveen los BAs a sus empresas participadas.

## 2. Segunda Dimensión. Características de la cartera

Conocer las características de la estructura de la cartera del inversor, permite contar con información de su experiencia y estilo de inversión. Para definir la estructura de la cartera se contemplan cinco variables.

- *Ubicación de las inversiones:* Expresa la experiencia del inversor en otros mercados.
- *Total de inversiones realizadas:* Considera el número total de inversiones en empresas que ha realizado el BA durante su trayectoria como inversor. Se considera un monto mínimo de inversión de 10 mil euros. Esta variable, permite tener información sobre la experiencia del inversor, tal como lo identificaron (Shane y Cable, 2002) en su estudio. También fue usada por Elango (2005). En el cuestionario de esta investigación, la variable es una adaptación de Wiltbank (2005), que la utilizó como variable de control.
- *Tamaño de la cartera de inversión actual:* Total de empresas que conforman actualmente la cartera de inversión del BA. Es una adaptación de la variable utilizada por Mason y Harrison (2002).
- *Sectores de inversión:* Esta variable permite identificar los sectores en los que típicamente invierten los business angels en el mercado español. Esta variable fue tomada de Haar et. Al (1988) así como Cable y Shane (2002).
- *Etapas de inversión:* Esta variable permite identificar las etapas o fases del ciclo de vida de las empresas en los que típicamente invierten los business angels, ya sea como preferencia o como criterio de inversión. La variable sobre la etapa de inversión se ha usado en varios estudios sobre el perfil del BA, por ejemplo en (Gupta y Sapienza, 1992; Jain, 2001;

Mason y Harrison, 2002) que son categorías ampliamente reconocidas y definidas para inversiones de riesgo (Pratt, 1987). Las etapas y definiciones de fueron desarrolladas por Macht (2007) en el cuestionario sobre el involucramiento e impacto del business angel en la etapa posterior a la inversión. Y fueron integradas al cuestionario para evitar confusiones en la comprensión de los participantes sobre cada una de las etapas.

- *Tiempo de desplazamiento*: Esta variable mide la distancia o trayecto que el BA debe realizar para desplazarse hasta las oficinas de la empresa en la que invierte. Esta variable ha sido usada por Sapienza y Gupta (1994) para medir el tiempo de viaje y costos de comunicación resultantes de la distancia que debe recorrer el inversor hasta la empresa. En el estudio de MacMillan (1989) con 5 alternativas de respuesta que van desde (a) 15 minutos hasta (e) Más de cuatro horas.
- *Financiación del proyecto*: Permite conocer la forma o estructura jurídica a través de la cual invierten los business angels. Las alternativas son; (1) como persona física; (2) a través de una estructura jurídica; (3) otra. Específicamente para este estudio, se trata de una variable de control, de acuerdo a lo identificado en la literatura, sobre la forma a través de la cual realizan sus inversiones los business angels en España. (Colomer i Espinet et al., 2009).
- *Cantidad en euros invertida en el proyecto*: Esta variable proporciona información sobre la cantidad en euros invertida por el business angel en un proyecto en particular. Se trata de una pregunta abierta tomada de MacMillan (1989).

### 3. Tercera Dimensión. Etapa previa a la inversión

*Decisión de inversión*. Contempla los aspectos que son relevantes para el inversor en su proceso de decisión de inversión en una startup.

Mide la relevancia de 8 criterios para que el inversor haya decidido entrar en ese proyecto. Los criterios fueron desarrollados a partir de la revisión de literatura sobre las preferencias de inversión de los business angels, están considerados

elementos soft o suaves, relativos al equipo emprendedor y elementos hard o fuertes, que tienen que ver con el potencial del proyecto. Estos elementos corresponden a un principio frecuentemente discutido en la literatura, que es conocido como el principio de “the jockey and the horse”. La discusión está relacionado, con cuál de los dos aspectos es más relevante para el inversionista, el jinete o el caballo (Harrison Mason, 2002) También se tomó como referencia el GEM 2011. Para esta pregunta se utilizó una escala de suma de constantes, en la que los encuestados debían distribuir 100 puntos entre los 8 criterios, los resultados arrojan la importancia relativa que tienen estos criterios en la decisión de inversión del encuestado.

#### 4. Cuarta Dimensión. Variables de la etapa posterior a la inversión

Esta dimensión al estar vinculada a una de las etapas más largas del proceso de financiación. No todos los inversores dedican el mismo tiempo a las empresas de su cartera, como se mencionó en el capítulo de marco teórico, al tiempo que dedican los inversores a sus empresas se le conoce como involucramiento.

Para la medición del involucramiento, se utilizaron dos variables:

- *Frecuencia de la interacción*: Mide la periodicidad con la que se reúnen o interactúan el inversor y el emprendedor. Esta variable fue adaptada de Sapienza y Gupta (1994).
- *Horas de interacción*: Mide la duración en promedio de cada una de las interacciones entre inversor y emprendedor. Esta es una variable muy común en los estudios sobre el perfil de los business angels. Para efectos de esta investigación, se hizo la adaptación de la variable “participación” del estudio de Wiltbank (2005 y 2009).

Durante la etapa posterior a la inversión, es cuando el inversor puede agregar más valor, producto de su experiencia, conocimiento y contactos a las empresas de su cartera.

Se identificaron ocho diferentes tipos de contribuciones no financieras que dieron lugar a 8 variables que fueron desarrolladas a partir de Maula et al. (2005). Se realizó una clasificación de dos grupos para representar las formas en las que

un BA puede contribuir al proyecto. Cuatro, son contribuciones que hace el inversor basadas en su capital social (redes y contactos) y cuatro son basadas en el capital humano del inversor.

Las cuatro contribuciones no financieras basadas en el capital social de los business angels son:

- *Atraer agentes relevantes para el negocio:* Capacidad del BA para atraer socios o personas relevantes para la startup. Por ejemplo proveedores, competidores o asesores. También se considera si la presencia del inversores en la empresa sirvió para atraer la colaboración de agentes relevantes.
- *Atraer miembros clave del equipo directivo.* Esta variable está relacionada con la capacidad del BA para identificar, atraer y contratar ejecutivos clave, que hayan sido requeridos por la startup para complementar o remplazar a los miembros del equipo emprendedor o bien para realizar los planes de crecimiento. También se considera si la presencia (credibilidad) del BA en el proyecto contribuyó de alguna manera para que algún ejecutivo clave accediera a participar.
- *Obtener otras fuentes de financiación:* Capacidad del BA para atraer financiación adicional para la startup cuando se requiera. O bien que la presencia (credibilidad) del BA en el proyecto contribuya de alguna manera a obtener otras fuentes de financiación.
- *Atraer clientes:* Capacidad del BA para atraer clientes de mercados locales. Que el BA haya contribuido a que la startup, tenga acceso a canales de ventas y mercadeo; identidad de marca y a dar reputación al producto o servicio.

Las cuatro contribuciones no financieras basadas en el capital humano de los business angels son:

- *Contribución a la organización de la empresa:* Contribución que hace el BA para profesionalizar la empresa, a través de dar soporte y apoyar a una adecuada organización acorde con la etapa de crecimiento en la que se encuentre. Por ejemplo, la evaluación y definición de estrategias, selección y contratación de personal, apoyo a la gestión de crisis,

entrenamiento del equipo, definición del organigrama y estructura organizacional, etc.

- *Contribución con el marketing de la empresa:* Contribución que hace el BA, en temas relacionados con la comprensión y tendencias del mercado al que entrará el producto o servicio. Por ejemplo la definición del plan de marketing, definición del precio, desarrollo del producto, acciones de comercialización y publicidad, etc.
- *Contribución relacionada con la competencia de la empresa:* Contribución que hace el BA en temas relacionados con la estrategia, por ejemplo las acciones de exportación, su potencial, el modelo de negocio, la comprensión del mercado, entre otras.
- *Contribución relacionada con la tecnología de la empresa:* Contribución que hace el business angel, en temas relacionados con el desarrollo tecnológico de la empresa tanto actual como futura. Aportar nuevos conocimientos e innovaciones tecnológicas, que son útiles para la empresa. Este tipo de contribuciones solamente son viables cuando el sector al que pertenece la empresa está relacionado con algún tipo de tecnología.

Sin embargo, para que las contribuciones de los inversores puedan existir es importante que el inversor tenga la disposición a agregar valor y que el emprendedor tenga la apertura para escuchar y poner en práctica lo que se le sugiere. Es por eso que estos dos elementos son determinantes para las contribuciones no financieras:

*Disposición del inversor a involucrarse:* Mide la disposición del inversor para involucrarse en los proyectos en los que invierte. Esta variable fue desarrollada a partir del modelo propuesto por Shepherd y Zacharakis (2001). En dicho estudio, se le denomina compromiso y consistencia, es un elemento fundamental para generar confianza y cooperación entre inversores y emprendedores.

*Disposición o apertura del equipo emprendedor para aceptar la contribución del BA:* Percepción del BA de la medida en la que el equipo emprendedor es receptivo a sus sugerencias y comentarios. Esta variable fue desarrollada por

Landström (1992) y la llamaba “receptividad del emprendedor” (entrepreneur receptivity).

La interacción entre inversores y emprendedores, fue medida a través de 4 variables:

- *Confianza*: Percepción de honradez en la relación entre inversor y equipo emprendedor. Esta variable fue desarrollada a partir del modelo propuesto por (Shepherd y Zacharakis, 2001) y considerando la definición de Rousseau et al. (1998) confianza es “un estado psicológico que comprende la intención de aceptar vulnerabilidad sobre las expectativas positivas de la intención o la conducta del otro” (Rousseau et al., 1998).
- *Comunicación*: Percepción del BA la calidad de la comunicación (abierta, frecuente) existente entre el inversor y el equipo emprendedor. Esta variable fue desarrollada a partir del modelo propuesto por Cable y Shane (1997). Se incluye esta variable, partiendo de la base de que no es posible que exista colaboración si no hay buena comunicación entre los involucrados. La buena comunicación, abierta y frecuente también ha sido considerada en otros modelos como (Shepherd y Zacharakis, 2001) y (Berggren y Fili, 2008).
- *Valores de trabajo compartidos*: Percepción del BA sobre la similitud en cuanto a los valores de la empresa con sus propios valores de trabajo. Por ejemplo justicia / logro; honestidad / beneficios individuales. Esta variable fue desarrollada a partir del modelo propuesto por Cable y Shane (1997). En dicho modelo están consideradas las similitudes personales y uno de sus componentes son los valores de trabajo compartidos.
- *Equilibrio de poder*: Percepción del BA sobre el balance de poder entre el inversor y el equipo emprendedor. Esta variable fue desarrollada a partir del modelo propuesto por Cable y Shane (1997).

## 5. Quinta Dimensión. Etapa de desinversión o salida

La desinversión implica la salida del business angel del proyecto, esta salida puede representar beneficios o pérdidas para el inversor. Se analizan 8 variables.

De acuerdo con la revisión de la literatura, el inversor puede salir del proyecto de 7 formas distintas, que constituyen las alternativas de respuesta a ésta pregunta. Es posible que el inversor haya elegido más de una alternativa para desinvertir. Las alternativas fueron tomadas del estudio sobre la financiación de empresas de Colomer i Espinet (2009).

- *Venta a los promotores:* El inversor sale del proyecto porque el equipo promotor del proyecto o alguno de sus miembros adquiere la participación del socio business angel.
- *Venta a un socio industrial:* Tipo de desinversión en el que después de un periodo determinado, el BA transfiere sus participaciones a un nuevo socio inversor o entidad de Capital Riesgo.
- *Venta a otro business angel o inversor informal:* Tipo de desinversión en el que después de un periodo determinado, el BA transfiere sus participaciones a otro BA.
- *Venta a una firma de capital riesgo:* Tipo de desinversión en el que después de un periodo determinado, el business angel transfiere sus participaciones a una entidad de capital riesgo.
- *Incorporación del business angel como socio permanente en la empresa:* El inversor participa en una ronda de financiación, con el objetivo de formar parte permanente de un proyecto empresarial consolidado.
- *Liquidación de la sociedad:* esta opción se llevará a cabo cuando el proyecto empresarial no se haya podido realizar como inicialmente se había planificado y la situación patrimonial de la empresa sea insostenible. Esta opción representará pérdidas para el inversor.
- *Salida a Bolsa:* Para los proyectos que se encuentran en una fase de expansión y que ya han recibido varias rondas de financiación, incluidas el capital riesgo, y siempre y cuando concurren unas determinadas circunstancias, los inversores podrán ofrecer sus acciones a un mercado organizado.

*Rendimiento sobre la inversión del BA:* Esta variable mide el rendimiento sobre el capital que invirtió el business angel. Esta variable fue desarrollada a partir de MacMillan (1989).

*Desempeño de la empresa:* La medición del desempeño de la empresa puede ser considerado desde varios puntos de vista. En este estudio se han considerado tres elementos.

- Ventas: Este criterio fue usado en la investigación hecha por MacMillan (1989).
- Clientes: Tanto para inversores como para emprendedores constituye un indicador muy relevante del desempeño de una startup. En el caso de negocios de internet, también se puede entender como “usuarios activos”
- Empleados: Este criterio ha sido usado por Sapienza y Gupta (1994) para medir el desempeño, a través del número de empleados que colaboran en la empresa.

*Incremento de valor del proyecto:* Percepción del BA sobre quién contribuyó a incrementar el valor de la startup.

Un resumen de las variables utilizadas en este estudio y su relación con la literatura existente, están integradas en el apartado de anexos (Anexo 1).

### **Elaboración del cuestionario y escalas de medición**

Las variables descritas en el apartado anterior, dieron lugar a las preguntas incluidas en el cuestionario. En cuanto a la elaboración del cuestionario, se trata de un instrumento original en su totalidad, nunca antes había sido aplicado a una muestra de inversores. Sin embargo es un instrumento que integra algunas preguntas de otros estudios, utilizados para evaluar principalmente el perfil y comportamiento de inversores institucionales, ya que la evidencia empírica es mucho mayor para este tipo de inversores.

Previo a su aplicación, las variables, secciones y preguntas del mismo, fueron validadas con expertos relacionados con la financiación de proyectos emprendedores en España. Los expertos corresponden tanto al ámbito académico como al profesional.

En etapas iniciales de esta investigación, se realizaron algunas pruebas piloto con un cuestionario de 69 preguntas. Posteriormente se decidió reducir el

cuestionario a 36 preguntas. Además se hizo la corrección y ajuste de 2 de las preguntas para obtener respuestas más claras de los participantes.

La versión final del cuestionario, está dividida en cuatro secciones, tomando como referencia, las etapas del proceso de inversión (pre inversión, post inversión y salida) y los aspectos demográficos de la muestra.

1. Información general sobre la trayectoria del inversor.
2. Información sobre el comportamiento del inversor en un proyecto específico.
3. Información sobre la desinversión.
4. Información demográfica.

Es pertinente mencionar que la aplicación del cuestionario se realizó utilizando un acuerdo de confidencialidad con los participantes para proteger su información individual. No era obligatorio para el participante proporcionar su nombre al responder el cuestionario. Durante la aplicación del mismo, se les preguntó si querían recibir los resultados de esta investigación y para eso se les pidió proporcionar sus datos de contacto.

La versión completa y final del cuestionario, puede ser consultada en la sección de anexos (Anexo 2).

Cinco tipos de escalas de medición fueron utilizadas en las 36 preguntas del cuestionario.

- Likert de 5 puntos. El encuestado debe elegir su respuesta entre cinco alternativas distintas. En algunas de las preguntas, las alternativas estuvieron relacionadas con la relevancia de los elementos para el inversor (las opciones eran, de nada relevante a muy relevante) su grado de relación (las opciones eran, de muy escasa a muy intensa). Esta escala también fue utilizada para medir su nivel de contribución (las opciones eran, de nula a muy intensa). Y por último, en algunas preguntas se utilizó escala Likert para evaluar el nivel de satisfacción del inversor (las escalas iban de totalmente en desacuerdo a totalmente de acuerdo).

- **Escala Categórica.** Este tipo de escala, permitió al encuestado, evaluar entre tres alternativas, el desempeño de la empresa (decrecimiento; ni crecimiento ni decrecimiento; crecimiento)
- **Escala Binaria.** Es una escala categórica que solo puede tomar dos valores. Esta alternativa fue utilizada para medir las variables de sector de inversión, la etapa de la empresa, o la forma de desinversión.
- **Suma constante (0 a 100).** La escala de medición de suma constante, es utilizada para que el participante, divida una cantidad de puntos, en este caso 100, entre las alternativas consideradas para la respuesta. Fue utilizada para identificar la relevancia de los motivos que intervienen en su decisión de inversión. También se utilizó para permitir al encuestado dar su opinión sobre los implicados en el incremento de valor de la startup.
- **Rango.** La escala de medición de rango, permite identificar la respuesta del participante de acuerdo con algunos grupos previamente definidos. Este tipo de escalas fue utilizado en la definición del tiempo dedicado por el inversor a la startup.

### **Selección de la muestra**

La dificultad en el acceso a muestras representativas de business angels se ha evidenciado en varios estudios centrados en estos inversores (Avdeitchikova et al., 2008; Farrell et al., 2008; Mason y Harrison, 2015). Es posible tener acceso a estos inversores ya que algunos de ellos pertenecen a redes de BAs, sin embargo hay un buen número que al no formar parte de una red continúan sin ser identificados (Mason y Harrison, 2015). El desconocimiento del número total de business angels que conforman un mercado es consecuencia de la preferencia de los inversores por mantener su identidad en el anonimato (Avdeitchikova et al., 2008; Haar et al., 1988; Harrison y Mason, 1992), así como de algunos aspectos relacionados con la desorganización del mismo (Mason y Harrison, 2015). Por lo tanto, no es fácil determinar el número total de business angels en una economía. En octubre de 2014 la consultora Centre for Strategy & Evaluation Services, publicó un estudio en varios países europeos sobre la actividad de inversión. Según dicho estudio, en España existen 1729 inversores registrados en alguna de las 50 redes de business angels que no pertenecen a

una red. Se calcula que el mercado invisible de business angels está conformado por entre 34.600 y 67.000 individuos que financian proyectos de terceros<sup>25</sup>.

Antes de comenzar con el proceso de recogida de datos para la presente investigación, se hizo un gran esfuerzo por identificar inversores españoles que cumplieran con las características previamente definidas para el objeto de investigación. Muchos de los estudios que se han hecho hasta el día de hoy sobre business angels alrededor del mundo, han empleado muestreo por conveniencia, basadas en grupos de participantes. Esta técnica facilita la identificación y observación de individuos (Mansson y Landstrom, 2006).

Algunos estudios sugieren identificar inversores de acuerdo a la Red a la que pertenecen, (San José et al., 2005; Stedler y Peters, 2003; Stevenson y Coveney, 1994; Wiltbank, 2005). La participación en eventos de las redes de business angels, así como en foros de inversión fue determinante para la integración final de la muestra para esta investigación. En etapas iniciales, se hizo un gran esfuerzo por buscar la colaboración de Redes de business angels, pero la condición de anonimidad de los inversores no permitió que esto se llevara a cabo, tal como ha sucedido en estudios previos sobre estos inversores (Bygrave, 1989; Wetzel, 1983).

Para el presente estudio, se obtuvo una base de datos de 82 business angels, conformada utilizando la técnica del *snowball*. Esta técnica es conocida en castellano como cadena de referidos y ha sido utilizada en otros estudios de inversores de riesgo (Landstrom, 1993; Lumme et al., 1998) es reconocida como una buena alternativa de muestreo (Harrison y Mason, 1992). Se observa que a través de esta técnica se suele obtener buena tasa de respuesta entre los participantes (Brettel, 2003; Landstrom, 1993; William E Wetzel y Seymour, 1981). Un aspecto importante a considerar cuando se utiliza el *snowball* es que la elección del grupo inicial de encuestados es fundamental, ya que de esto dependerá la calidad de los referidos que se obtengan (Avdeitchikova et al.,

---

<sup>25</sup> Información obtenida de EBAN [www.eban.org](http://www.eban.org) agosto 2015 publicación del diario El País [http://sociedad.elpais.com/sociedad/2013/05/10/actualidad/1368202220\\_061094.html](http://sociedad.elpais.com/sociedad/2013/05/10/actualidad/1368202220_061094.html)

2008). Los inversores identificados al inicio, proporcionan información de otros inversores para conformar la muestra final.

Adicionalmente, se dio seguimiento constante a las redes sociales para identificar inversores activos en España que cumplieran con el perfil. Los grupos en LinkedIn permiten ampliar las redes de contactos y tener acceso a expertos en temas específicos (Free, 2011).

Tomando en consideración que las investigaciones que se hacen utilizando la técnica de *snowball* no son exactas (Farrell et al., 2008), se entiende que el presente estudio tiene limitaciones, pero es un primer acercamiento a conocer la situación actual de los business angels en España.

El proceso de recopilación de datos, se llevó a cabo mediante la distribución electrónica del cuestionario, utilizando el software Qualtrics. El instrumento fue enviado a 82 business angels españoles entre junio 2013 y septiembre 2014, incluyendo la prueba piloto. Se obtuvo un total de 59 respuestas, que corresponde a una tasa del 71% que resulta muy pertinente para un primer estudio exploratorio con inversores españoles. Si se toma en consideración la población total de business angels en España de acuerdo con el informe realizado por la consultora Centre for Strategy & Evaluation Services que son 1729, entonces las respuestas obtenidas corresponden al 3.4% de la población.

Con el objetivo de incrementar la cantidad de individuos de la muestra, algunas redes apoyaron en la distribución del cuestionario entre sus asociados, sin embargo esto no generó gran impacto en la tasa de respuesta previamente obtenida. Aparentemente el contacto directo establecido con los business angels fue un factor determinante para su disposición a participar en la investigación.

### **Procedimientos para el análisis de datos**

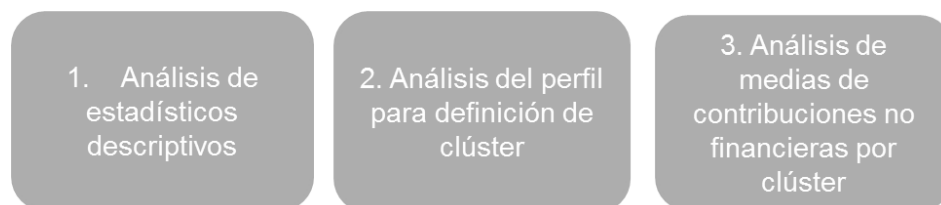
El análisis de los datos fue hecho en tres pasos.

- El primero corresponde al análisis de los estadísticos descriptivos obtenidos de las respuestas de los inversores participantes para cada una de las cinco dimensiones. Se identificaron medias y frecuencias de las preguntas del cuestionario.

- El segundo paso consistió en la definición de tipologías de BAs, utilizando técnicas estadísticas de clasificación jerárquica. Estos métodos son útiles para el establecimiento de grupos afines basados en la reducción de datos y variables, facilitando su interpretación, así como a hacer evidentes las diferencias que previo al análisis eran desconocidas (Norusis y Statistics, 2005).
- El tercer paso, sirvió para la realización de un análisis sobre las contribuciones no financieras entre cada uno de los clústers definidos en el paso precedente. Se hizo el análisis exploratorio y descriptivo de los valores medios obtenidos para el total de la muestra (N=59) y posteriormente se evaluaron las diferencias.

Cada uno de los pasos que constituyen el análisis de los datos, se enfoca en responder a los objetivos de investigación propuestos para esta investigación doctoral. La Figura 3.4 muestra gráficamente la secuencia de pasos seguida para el análisis.

**Figura 3.4 Procedimiento de análisis de datos**



*Fuente: elaboración propia*

Para el análisis del perfil del business angel y la definición de clusters que conformen una tipología se utilizó una diversidad de técnicas cuyo fin es “lograr una clasificación o agrupamiento de los individuos en grupos, según el comportamiento de éstos en una serie de variables” (Díaz de Rada, 2002). Este conjunto de técnicas se encuadra dentro de las denominadas, técnicas multivariantes, donde el objetivo no está dirigido a explicar estadísticamente ningún fenómeno (Díaz de Rada, 2002) sino a descubrir automáticamente la mayor o menor homogeneidad de grupos dentro de una muestra. Se trata de técnicas eminentemente exploratorias y descriptivas sin variables dependientes (Vilà, Rubio, Silvente y Torrado, 2014). Las técnicas de aglomeración se dividen

entre métodos jerárquicos y no jerárquicos (Díaz de Rada, 2002; Pérez 2005; Sarstedt y Mooi, 2014). Los métodos jerárquicos no parten de un número de grupos establecidos a priori, sino que mediante agrupaciones sucesivas ascendentes (métodos jerárquicos de aglomeración) o descendentes (métodos jerárquicos de disociación) van clasificando los casos. El número de grupos se determina al final del procedimiento. Para muestras pequeñas, esta es una técnica con grandes ventajas y permite un adecuado tratamiento de la información, no obstante también se observan algunas limitaciones relacionadas con la inestabilidad de los resultados ante casos extremos, la existencia de multicolinealidad y los problemas para determinar el número óptimo de clústeres (Díaz de Rada, 2002). Por otro lado, los métodos no jerárquicos se basan en la agrupación de casos en cada fase de análisis en función a un determinado algoritmo de medida de distancia. El número de grupos se elige previamente (Díaz, 2002; Hair, Black, Babin, Anderson y Tatham, 2006).

El tamaño de la muestra para el presente estudio no es representativa del universo de business angels españoles, asumiendo esta limitación y en consonancia con el carácter exploratorio que las técnicas de aglomeración tienen, a continuación se hace una propuesta de clasificación de los actores de la muestra obtenida que permitirán llegar a conclusiones exploratorias.

El procedimiento seguido para la definición de la tipología ha sido el análisis y adecuación de la base de datos, aplicación del método de aglomeración y discusión de los resultados.

Se definen tres condiciones críticas a realizar para el análisis de la base de datos previo a la aplicación de técnicas estadísticas de aglomeración:

1. La selección de las variables, identificando valores extremos y valores con diferentes escalas de medición (Díaz, 2002; Sarstedt y Mooi, 2014).
2. Multicolinealidad (Díaz de Rada, 2002; Starsted y Mooi, 2014, Hair et al. 1998; Vilá-Baños, 2014).
3. La relación entre el tamaño de la muestra y la cantidad de variables (Sarstedt y Mooi, 2014).

La primera, se refiere a que la asignación de casos a un grupo es sensible, especialmente en los métodos jerárquicos, a las diferencias en escala y distribución de las variables. Para ello se sugiere estandarizar las variables. La segunda condición se refiere a que si existen criterios (variables) que tienen una mayor participación se generará una sobre representación temática (Díaz, 2002) de las mismas, para evitarlos se sugiere analizar la matriz de correlaciones y eliminar variables que tengan alta correlación con otras. Otros autores sugieren la utilización análisis factorial como una eficaz técnica de reducción de dimensiones (Díaz, 2002) o la utilización de distancia Mahalanobis (Starsted y Mooi, 2014; Hair et al. 1998) pero no está disponible en SPSS. Sin embargo, se mencionan algunas desventajas de su uso, tales como que la conformación se realizará con pérdidas de información, y dificultades para la interpretación de los resultados (Starsted y Mooi, 2014 p.279 basados en Dolnicar y Grun, 2009). Adicionalmente a estas consideraciones metodológicas, en este caso particular, la selección de variables responde a la aproximación conceptual coherente proveniente de la revisión de la literatura, no se trata de buscar factores latentes donde se agrupan las variables. Finalmente, la relación entre el tamaño de la muestra y la cantidad de variables es un tópico importante al utilizar técnicas estadísticas, si bien para el análisis cluster no existe una regla aceptada, hay que tratar de mantener una proporción adecuada (Starsted y Mooi, 2014).

Para la aplicación del método de aglomeración, como se mencionó en el capítulo de metodología, existen técnicas jerárquicas y no jerárquicas. Las primeras son apropiadas cuando las bases de datos son pequeñas (Norusis, 2008; Vilá-Baños, 2014; Hair et al. 1998) pero presentan algunas complicaciones para la interpretación de resultados, como por ejemplo el no poder reubicar casos una vez integrado al clúster, así como la sensibilidad en casos extremos y la sobrerrepresentación de variables (Díaz, 2002; Vilá-Baños, 2014). Por las características y número de casos de la base de datos, se ha definido como conveniente aplicar un método de clasificación jerárquica con las 8 variables representativas de los diferentes atributos. Asimismo, se debe decidir sobre la medida de distancia y el algoritmo de clasificación a utilizar. La base de datos de

este estudio, está conformada por variables de tipo ordinal<sup>26</sup> (Likert y los rangos de edades) así que se utilizará la distancia euclídea al cuadrado. Por su parte, el algoritmo de clasificación utilizado será el método de Ward<sup>27</sup>. Una vez obtenidos los resultados, un elemento de significativa importancia es el establecimiento del número de grupos a interpretar. Al respecto, en la literatura se hace hincapié en que no existe una medida óptima para su determinación y que la misma surge de una combinación entre: herramientas analíticas objetivas tales como el dendograma (i.e. representación visual del proceso de aglomeración de casos) y la visualización de los cambios en los coeficientes de aglomeración), y aspectos de carácter subjetivo como la experiencia del investigador o las necesidades de la investigación. Lo importante es mantener un adecuado balance entre seleccionar pocos grupos, lo que dificulta caracterizar las diferencias entre grupos, y muchos grupos, que hace compleja la interpretación de los resultados (Díaz de Rada, 2002; Starsted y Mooi, 2014). Para el presente estudio, cuatro grupos han sido definidos, su conformación se podrá ver con mayor detalle en el siguiente capítulo de análisis de resultados y discusión.

### **3.4 Etapa Cualitativa**

El diseño propuesto para esta parte de la investigación se basa en el estudio de caso de una startup española. Conciérne a la interacción de un conjunto de inversores y emprendedores durante un período de cinco años. Se ha considerado este lapso de tiempo, porque corresponde a la etapa de la empresa como startup y además fue el tiempo en el que los business angels tuvieron participación. Los hitos y logros posteriores a la venta de la startup que sucedió en el 2010, no son considerados en esta investigación.

El estudio de caso es una metodología adecuada en este tipo de investigaciones ya que la cantidad de variables de las que depende el fenómeno sobrepasa el número de datos necesarios para el análisis (Yin, 2009). A efectos de esta

---

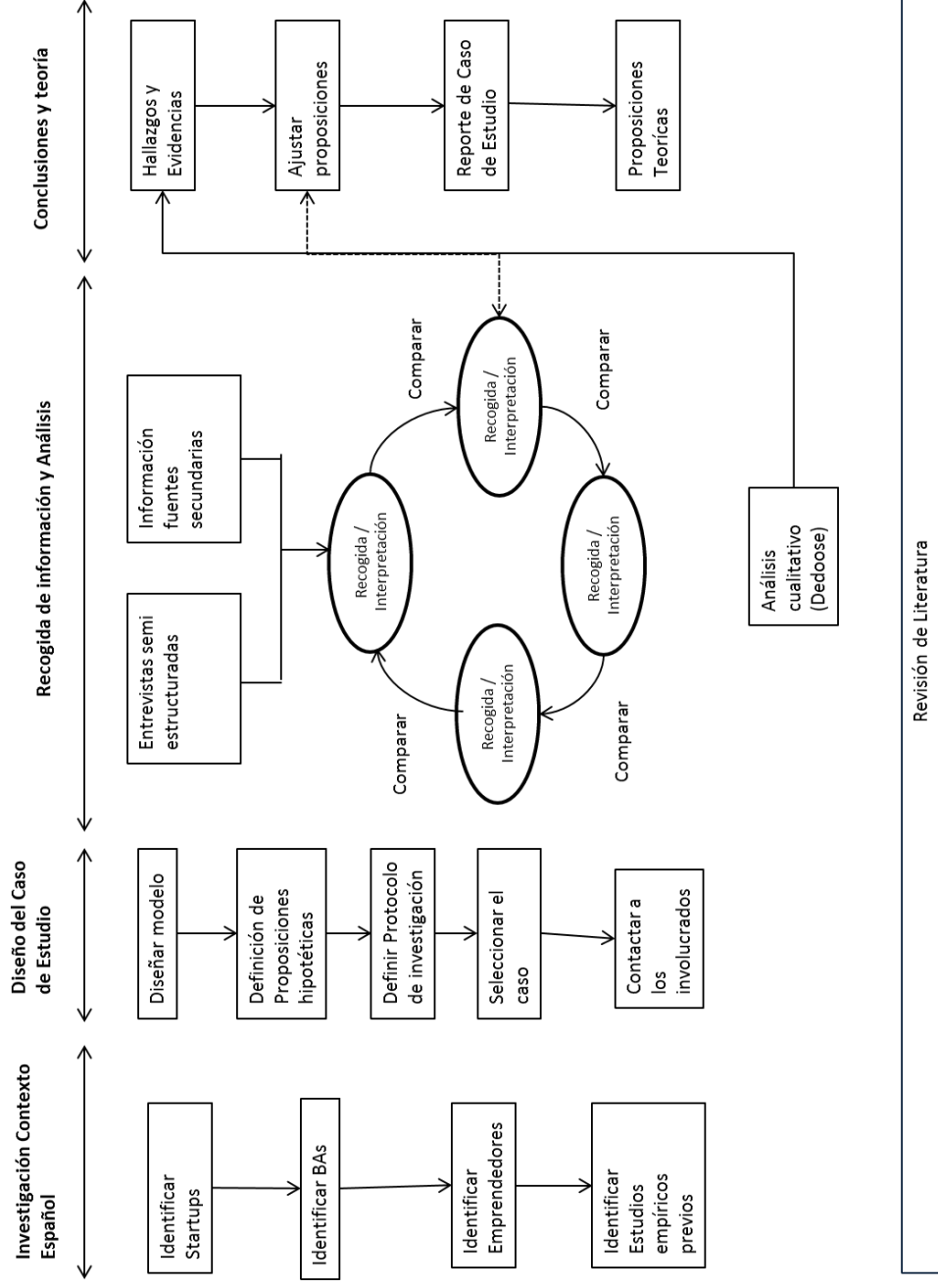
<sup>26</sup> Incluidas entre las principales medidas de distancia para variables cuantitativas (Vilá-Baños, 2014; Díaz de Rama, 2002).

<sup>27</sup> Método de unión de casos con la finalidad de minimizar la varianza intragrupo y maximizar homogeneidad al interior del grupo (Vilá-Baños et al., 2014). Es útil para “crear grupos homogéneos y con tamaños similares” (Díaz de Rama, 2002) si la base de datos no tiene casos con valores extremos (Vilá-Baños, 2014; Sarsted & Mooi, 2014).

investigación, el caso de estudio se ha usado como técnica para describir un fenómeno relevante en la financiación de startups en España.

La Figura 3.5 presenta el proceso seguido para la realización de la investigación cualitativa a través del estudio de caso de una startup española.

**Figura 3.5 Proceso para la investigación cualitativa**



Fuente: elaboración propia

La metodología del estudio de caso, es una técnica de investigación empírica para analizar sucesos contemporáneos en que los límites entre el fenómeno de estudio y su contexto se traslapan (Eisenhardt, 1989; Yin, 2009). Esta metodología se utiliza cuando se analizan fenómenos sociales contemporáneos reales que pueden ser directamente observados pero en los que no es posible intervenir para manipular comportamientos o controlar el contexto (Yin, 2009).

Las técnicas de investigación cualitativas han tenido gran aceptación en investigación sobre emprendimiento, debido a la singularidad de los proyectos analizados (Aldrich, 1992; Bygrave, 1989; Gartner y Birley, 2002; Shaw, 1999).

La metodología del estudio de caso sigue procedimientos muy específicos (Yin, 2009) que han sido respetados dentro de este estudio. La unidad de estudio es la empresa, considerando información tanto de los inversores como de los emprendedores involucrados para dar validez al caso.

### **Criterios para la selección del caso de estudio**

Esta investigación fue realizada siguiendo la trayectoria de una startup exitosa del sector tecnológico en España, fundada hace menos de diez años y que recibió financiación de business angels. Este mercado fue elegido porque hasta el momento no se han podido identificar en la literatura otros estudios similares, lo que contribuirá a ampliar el conocimiento sobre la financiación de empresas vía business angels en España.

Los casos de estudio individuales son pertinentes académicamente cuando el caso cumple con características de unicidad y cuando el carácter significativo del fenómeno lo amerita; así como cuando se tiene acceso a información que previamente resultaba inaccesible (Yin, 2009). En investigación inductiva, los métodos de selección teórica son más aceptados que los métodos de selección aleatoria (Eisenhardt, 1989).

Para ser incluida como parte de la investigación la startup tenía que cumplir con las siguientes características (1) ser una startup española; (2) ser fundada por emprendedores españoles en su mayoría; (3) ser financiada por BAs españoles; (4) haber sido vendida en los últimos 10 años (2004-2014); (5) que el retorno de

su inversión fuera superior a 10 veces su valor inicial. Considerando estos elementos, esta startup de la cual se omite el nombre por motivos de confidencialidad, fue la elegida para la realización del estudio de caso. Es una startup que empezó en Madrid en el año 2006, fundada por 3 emprendedores españoles y financiada por 4 Bases de nacionalidad española, vendida a una gran empresa del sector telecomunicaciones en 2010 por 70 millones de euros.

### **Elaboración y validez del caso**

El proceso diseñado para recolectar los datos incluyó la opinión de los inversores y emprendedores, para dar validez al caso (Yin, 2009) al incluir evidencias de distintos actores (Harrison y Mason, 2004).

El proceso diseñado para la recolección de datos para la elaboración del caso de estudio consistió, en primer lugar, en la revisión de documentos e información de la empresa. Al tratarse de una startup famosa y exitosa del sector internet en España, existe mucha información disponible. Esta información fue útil para la selección de la startup como objeto de estudio de esta investigación, y también para la preparación inicial de las entrevistas hechas a los emprendedores e inversores.

La página de internet corporativa de la startup facilitó la recolección de información oficial de la empresa. De ella se pudieron obtener organigramas, procedimientos, incrementos en ventas y algunas noticias sobre su evolución a lo largo del periodo de análisis.

Otras fuentes secundarias de información fueron útiles para la recopilación de información sobre el capital humano y social de los inversores y emprendedores del proyecto, así como para obtener datos relacionados con el desempeño de la empresa (Yin, 2009). Algunas de las fuentes secundarias utilizadas fueron, la revista Expansión, los diarios El País y El Mundo, así como varios blogs de noticias de startups tecnológicas, que han dado seguimiento a la trayectoria de esta startup, tales como Blog Salmon, Madrid Emprende, Invertia, El Confidencial, Silicon News y Tech Crunch. Toda la información fue confirmada con los involucrados durante las entrevistas.

Se llevaron a cabo entrevistas semi-estructuradas (Rubin y Rubin, 1995) con dos de los tres fundadores iniciales de la startup (F1 y F2) y con dos de los cuatro business angels (I1, I2). En el caso de los otros dos inversores involucrados (I3 y I4) por cuestión de tiempo no fue posible realizar entrevistas, pero éstos respondieron a un cuestionario que les fue enviado por vía electrónica. Para poder realizar la comparación y sistematización de la información resultaba muy importante tener un marco teórico definido y emplear formatos similares tanto en las entrevistas como en el cuestionario. A todos los entrevistados, se les pidió hacer una línea del tiempo con los hitos más relevantes de la historia de la empresa. Adicionalmente y de acuerdo con las propuestas teóricas definidas en la revisión de literatura (Yin, 2009); los entrevistados fueron cuestionados sobre los aspectos relevantes de cada una de las tres etapas del proceso de financiación (previa y posterior a la inversión y desinversión) así como aspectos relacionados con la interacción entre inversores y emprendedores.

Los involucrados fueron entrevistados entre abril y julio del 2013, solo un par de años después de que los emprendedores e inversores llevaran a cabo la venta de la startup. Se realizó la grabación y posterior transcripción de cada una de las entrevistas. Los emprendedores e inversores viven en distintos países y por eso fueron entrevistados por separado vía Skype (Hanna, 2012) tal como sugieren Sturges and Hanrahan's (2004), quienes consideran que las entrevistas vía telefónica para la recolección de información son tan valiosas como las presenciales, ya que a través de las pausas y el tono de la voz es posible detectar comportamientos no verbales del participante (Sturges y Hanrahan, 2004). Los comportamientos no verbales además pudieron ser captados gracias a las herramientas de Skype que incluyen el video, así que ningún detalle fue omitido durante el proceso.

Contar con testimonios de múltiples entrevistados tiene algunas ventajas. Principalmente ayuda a eliminar parcialidades al tener información proveniente de distintas fuentes. Una desventaja es que se introducen variaciones al caso de estudio (Saetre, 2003).

### **Procedimiento para el análisis de la información del caso**

Toda la información, fue analizada a través de técnicas comunes de investigación cualitativa como la identificación de temas dentro de textos (Ryan y Bernard, 2003) usando códigos que facilitarían la comparación y análisis de la información para encontrar evidencias de las contribuciones no financieras del inversor en la startup y su impacto en el incremento de valor de la empresa. En el análisis del caso se integran algunas citas textuales obtenidas durante las entrevistas con la finalidad de transmitir evidencias de la realidad expresada por los involucrados. Al tratarse de información cualitativa relevante, la inclusión de extractos permite transmitir más adecuadamente lo expresado por los entrevistados. Los extractos incluidos en esta investigación fueron editados para dar claridad. Las ediciones solamente estuvieron relacionadas con duplicidades, muletillas y vacilaciones, pero sin modificar el sentido expresado por el entrevistado.

La categorización y combinación de evidencias obtenidas durante las entrevistas, cuestionarios y recopilación de documentos, se hizo con la ayuda de software especializado para el tratamiento de información cualitativa (Miles y Weitzman, 1996) utilizando los códigos de análisis para generar la base de datos para el estudio. El software utilizado fue Dedoose. Toda la información ha sido claramente estructurada y sistematizada para su análisis, en líneas de tiempo, tablas de contenido, matrices de datos y cuadros de tabulación (Miles y Huberman, 1994).

El análisis y discusión del caso se presenta en el capítulo 4. En este capítulo se ha integrado la descripción metodológica para esta tesis doctoral. La consideración de técnicas cualitativas y cuantitativas sirve para explorar con mayor profundidad el fenómeno en España y permitirá obtener resultados desde diversos puntos de vista.

## **CAPITULO 4**

# **ANÁLISIS DE RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

## **4 Análisis de resultados y discusión**

Tras la elaboración del marco teórico que guía este estudio (Cap. 2) y la presentación del modelo de diseño metodológico y sus particularidades realizada en el capítulo anterior, en el presente capítulo se integran los resultados obtenidos en la evaluación empírica para las que se utilizaron técnicas cualitativas y cuantitativas.

### **4.1 Una perspectiva cuantitativa del perfil y la tipología del business angel en España**

La utilización de técnicas cuantitativas ha permitido explorar sobre el perfil del business angel español. Este capítulo comienza con la aproximación del perfil del business angel español de acuerdo con la muestra obtenida para el estudio. En este apartado se presentarán los estadísticos descriptivos para cada una de las cinco dimensiones definidas para esta investigación, (1) inversor; (2) cartera; (3) proceso; (4) post inversión; (5) desinversión. (Figura 3.3)

#### **Aproximación al perfil del business angel**

Todas las variables del estudio fueron categorizadas de acuerdo con estas cinco dimensiones que conforman el perfil del business angel español. (Ver capítulo Metodología para la etapa cuantitativa (figura 3.3). A continuación se analizan los estadísticos descriptivos para cada una de las variables de las cinco dimensiones.

##### **1. Resultados dimensión características del inversor**

Estos resultados se dividen en cuatro aspectos, las motivaciones del inversor, su capital humano y social, las características de su cartera y algunos elementos demográficos (edad, género, etc.)

El 98% de los inversores encuestados son hombres. En general en la Unión Europea la mayoría de los business angels son de género masculino (Munck, 2009). La participación de las mujeres como inversionistas en mercados más

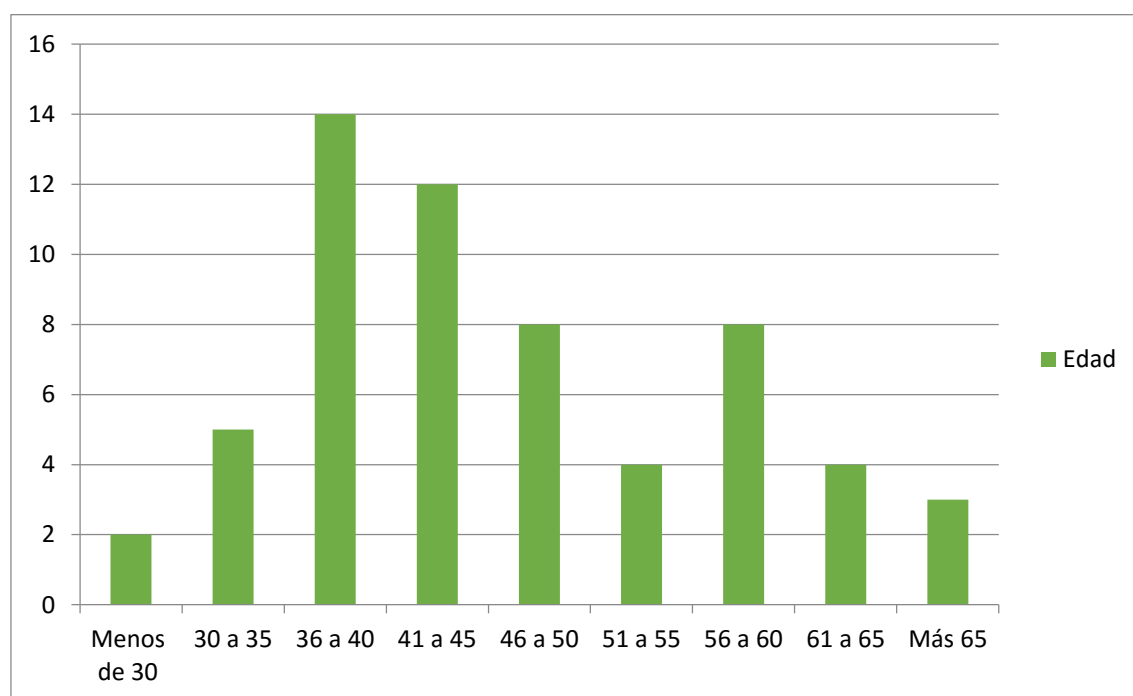
desarrollados como el americano es más representativa, tal como lo describe el estudio de la Ewing Marion Kauffman Foundation y la Angel Capital Education Foundation, en el que 14% de los encuestados son mujeres (Wiltbank y Boeker, 2007).

Un estudio realizado en 2010 por la EBAN ha demostrado que la participación de las mujeres en la inversión continúa siendo muy baja, corresponde solo al 5% de la población (OECD, 2011).

La edad promedio de la muestra es 47 años. De acuerdo con datos de la EBAN, los business angels en Europa tienen entre 35 y 65 años (Munck, 2009). Mientras que un estudio realizado en 1999 con business angels en Japón, demostró que la edad promedio de estos inversores en el país asiático es de 62 años y la mayoría de ellos también son hombres (Tashiro, 1999). En Estados Unidos la edad promedio de un business angel es 56 años (Wiltbank y Boeker, 2007).

La Figura 4.1 integra la distribución de edad de los participantes en el estudio, que demuestra que existen algunos inversores de la muestra que tienen menos de 35 años que es la edad mínima registrada por la EBAN.

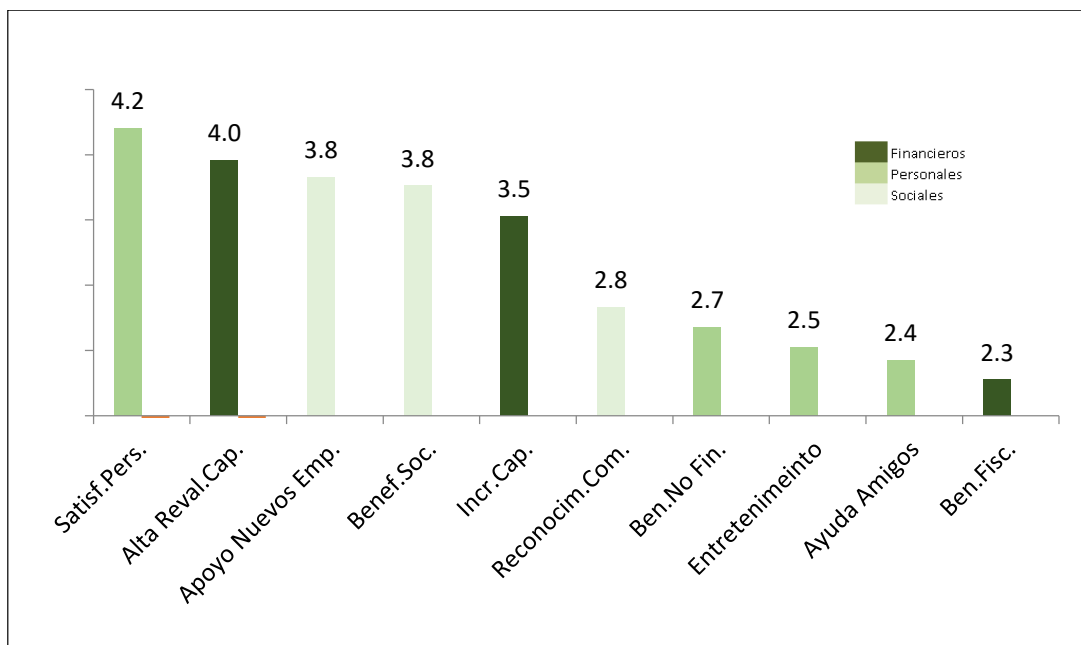
**Figura 4.1 Edad de los inversores**



*Fuente: elaboración propia.*

La pregunta utilizada en este estudio para entender los motivos que llevan a los inversores a comprometer su capital en proyectos emprendedores fue originalmente elaborada por Mason y Harrison (2000) y contempla 10 motivaciones. Se identifican tres categorías de motivaciones (1) puramente financieras; (2) personales y las motivaciones relacionadas con la (3) contribución social. Ver figura 4.2

**Figura 4.2 Motivaciones de inversión**



*Fuente: elaboración propia.*

Las respuestas demuestran que existen motivaciones un tanto egocéntricas en términos de la búsqueda de satisfacción personal en primer lugar, seguido de la búsqueda de rentabilidad financiera por la alta revalorización esperada del capital y además son conscientes de la importancia social que su función implica al decidir apoyar un proyecto. Los business angels encuestados que se sienten satisfechos de poder participar en proyectos emprendedores y eso los motiva a invertir su capital en primera instancia.

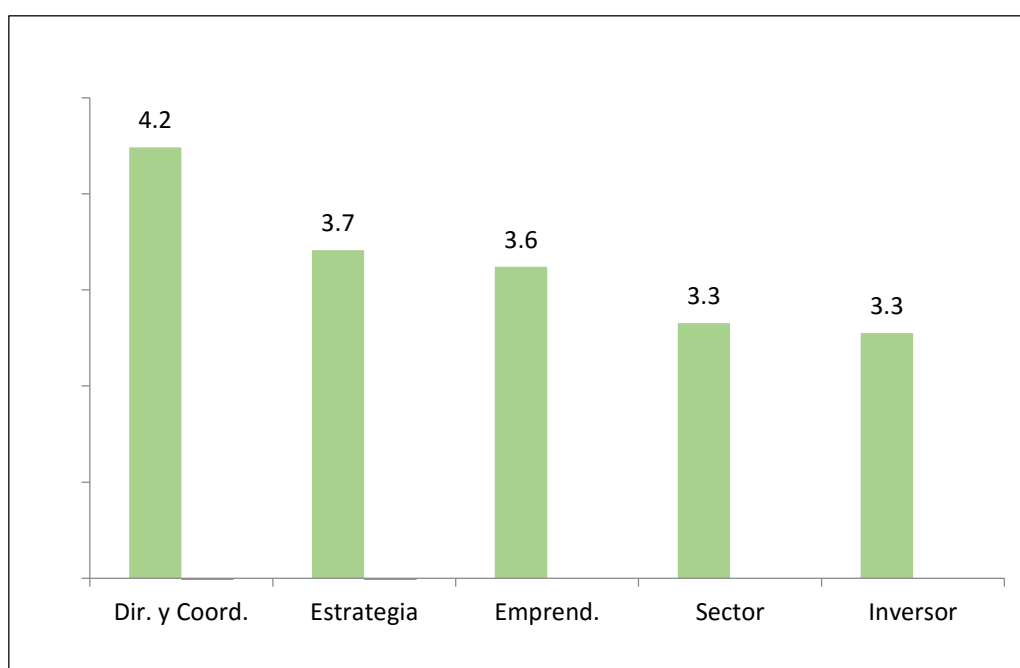
En estudios realizados en varios países europeos esta también constituye una importante motivación para los inversores (Munck, 2009). Entre los inversores japoneses una de las principales motivaciones no financieras es apoyar a la nueva generación de emprendedores (Tashiro, 1999). Tanto para los business

angels en otros países europeos como para los japoneses, reconocen que existen motivaciones puramente financieras para realizar su función pero no representan su única motivación, también lo hacen por algunos motivos no relacionados con aspectos financieros.

Los business angels son inversores que a través de su conocimiento, experiencia y contactos contribuyen a agregar valor a los proyectos en los que invierten. Son individuos con experiencia relevante como emprendedores o en puestos directivos (Munck, 2009).

De acuerdo con los resultados de la muestra (Figura 4.3), el aspecto en el que los encuestados tienen más experiencia es en la dirección y coordinación de personas y equipos con una media de 4,24 que corresponde a un poco más de quince años de experiencia. Consecuentemente, son personas que evidencian una dilatada trayectoria de mercado y que poseen una visión amplia y general de la gestión empresarial. Por su parte, el aspecto en el que los encuestados tienen menos experiencia es, como inversores (3.28) que equivale a entre 5 y 10 años. Este resultado no sorprende ya que se trata de un fenómeno bastante reciente. (Colomer i Espinet et al., 2009) por lo que resulta normal que tengan poca experiencia acumulada como inversores. Anteriormente la financiación de proyectos y corporativa se canalizaba a través de bancos y organismos de financiación pública, que generaban una brecha para la financiación de las PYMES.

**Figura 4.3 Experiencia previa de los business angels**



*Fuente: elaboración propia.*

En un estudio realizado con business angels en Estados Unidos se descubrió que la experiencia previa como emprendedores es una norma entre los encuestados en dicho país (Wiltbank y Boeker, 2007). Un estudio posterior realizado por Wiltbank et al. (2009) destaca la relación entre la experiencia previa como inversores y el éxito de la empresa y señala que los business angels que no han tenido experiencia previa como inversores deben ser mucho más precavidos al momento de realizar sus inversiones (Wiltbank, 2009).

Además la experiencia previa del inversor es importante saber a quién conoce y cuáles de esos contactos pueden ser relevantes para la empresa.

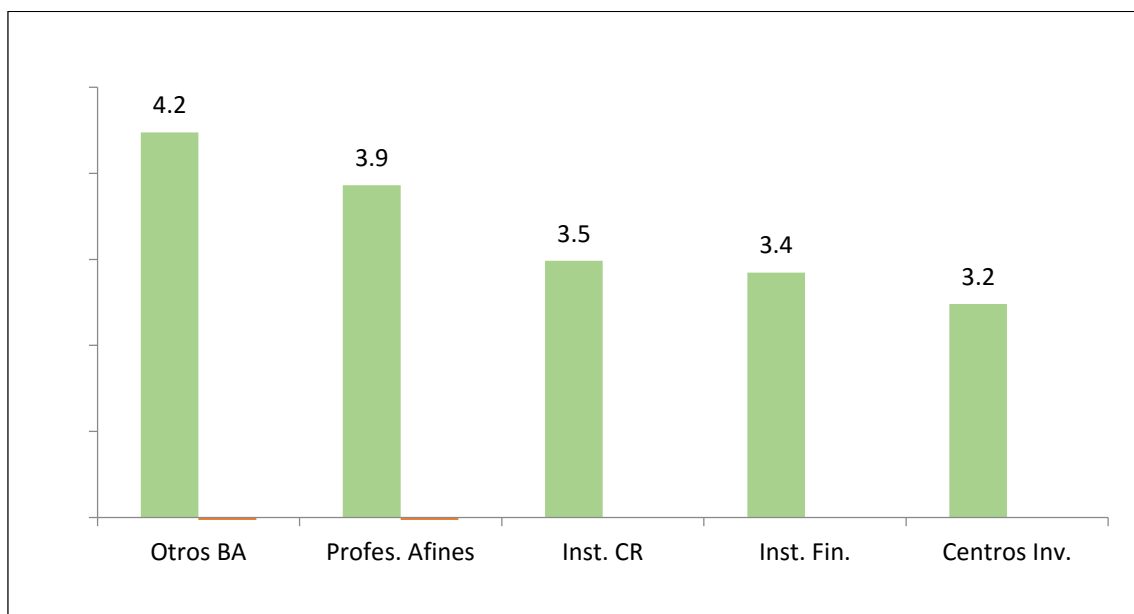
El inversor provee al equipo emprendedor de su red de relaciones para ayudarlos a la vinculación con empresas, grupos o personas relevantes para el crecimiento y consolidación de la startup (Munck, 2009).

En el caso de los business angels japoneses se ha demostrado que prefieren no involucrarse con los emprendedores en actividades que no están relacionadas con la inversión (Tashiro, 1999). En un cuestionario aplicado a business angels

ingleses, mencionaron que sí están dispuestos a compartir con los emprendedores su red de contactos (Macht, 2007).

De acuerdo con los resultados de la muestra (figura 4.4), la relación más intensa de los business angels es con “Otros business angels” con una media de (4.24) y con profesiones afines (3,9) lo que evidencia la importancia de las Redes de ángeles que favorecen la cercanía y cooperación entre los inversores. Esta cercanía tiene muchos beneficios para los inversores en la identificación de oportunidades de inversión y en la disminución del riesgo. También para los emprendedores es positivo que varios inversores participen en sus proyectos e inviertan colectivamente para tener acceso a su capital humano y social. Los resultados indican que los business angels tienen menor relación con Centros de Investigación y Tecnológicos (3.24) e instituciones de financiamiento, lo cual evidencia de las deficiencias existentes entre quienes poseen recursos de conocimiento y quienes son los conductores de vías de financiación para novedosas ideas de negocios en el mercado español.

**Figura 4.4 Capital social de los business angels (promedio)**



*Fuente: elaboración propia.*

En el caso de los business angels japoneses no se relacionan en grupos o redes de inversores (Tashiro, 1999) una de las causas señaladas en el estudio puede ser consecuencia de las características emergentes del mercado asiático de business angels en el que no se ha dado el surgimiento de estas redes.

Los business angels españoles que participaron en el presente estudio, pertenecen a las siguientes Redes de Business Angels:

- B.A. Andalucía
- BCN Business Angels (Barcelona Business Angels)
- CVBan
- Crecer+
- DAD (Digital Assets Deployment)
- Dosbio50
- Economistas BAN
- EIX Technova
- ESADE
- Faraday
- IESE
- First Tuesday BAN
- Microwave Ventures
- Keiretsu
- Seed Rocket

## 2. Resultados dimensión características de la cartera de inversión

Tener evidencias sobre la cartera de inversor es importante porque proporciona información sobre su experiencia pero también sobre su perfil de actuación, en esta sección se presentan los resultados de los estadísticos descriptivos de esta dimensión.

El grado de internacionalización de los inversores nos habla de su experiencia en otros mercados. El 48% de los encuestados han realizado inversiones en

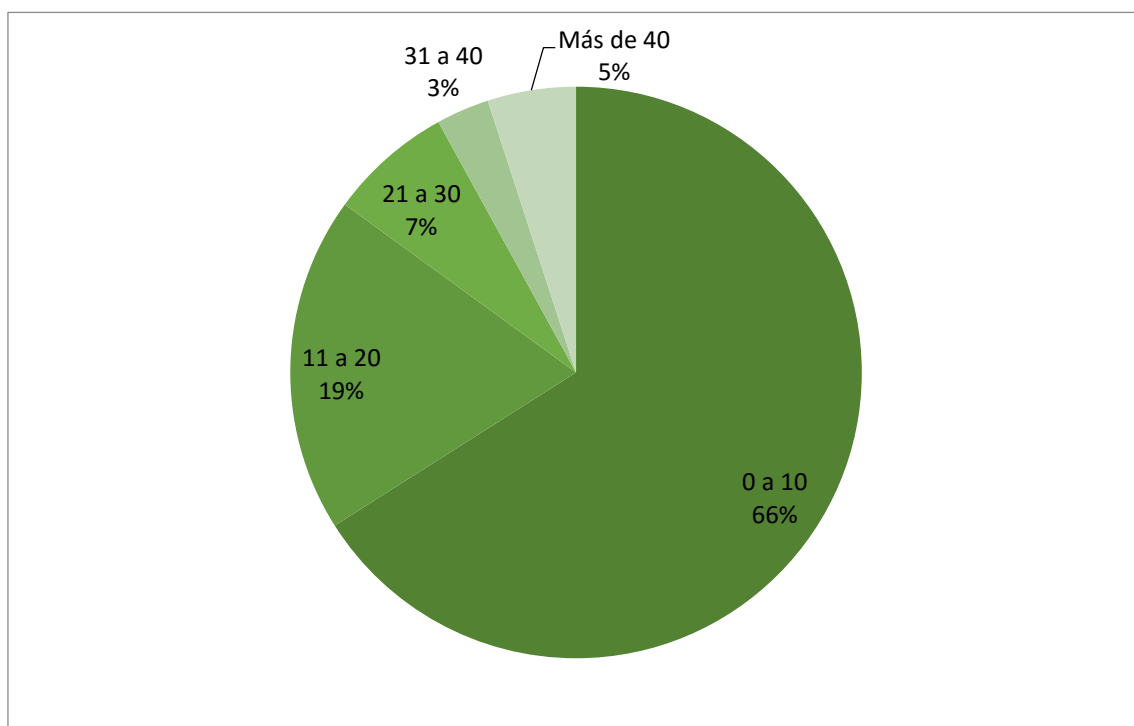
startups fuera del territorio español, mientras que el 52% solo han hecho inversiones en alguna de las 18 Comunidades Autónomas.

En general, la tendencia de inversión de los business angels es de invertir en el mercado local, porque eso les permite tener mayor conocimiento del mercado, mejor manejo de las regulaciones y de los impuestos (OECD, 2011).

Otro elemento que aporta información sobre la experiencia previa de los business angels, es la cantidad de inversiones que han realizado en startups.

Para los 59 inversores participantes, la distribución indica que 39 (66%) inversores han hecho entre 0 y 10 inversiones superiores a 10 mil euros en startups durante su trayectoria; 11 (19%) inversores han realizado entre 11 y 20 inversiones; 4 (7%) han hecho entre 21 y 30 inversiones; solo 2 (3 %) inversores han hecho entre 31 y 40 inversiones superiores a 10 mil euros cada uno; y solo 3 (5%) inversores han hecho más de 40 inversiones. Ver Figura 4.5

**Figura 4.5 Cantidad de inversiones superiores a 10 mil euros**



*Fuente: elaboración propia.*

Estos resultados destacan que la mayoría de los business angels encuestados, han hecho pocas inversiones en startups, menos de 10 en promedio.

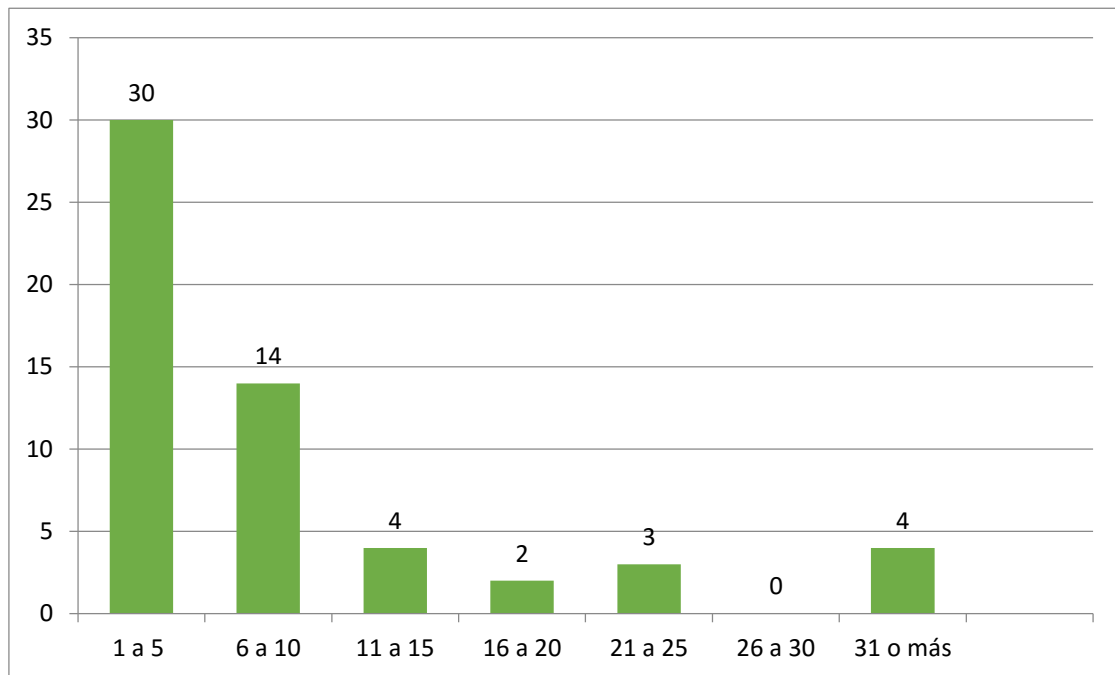
Para el caso de los inversores de Japón, se tiene como promedio 7.5 inversiones por inversor (Tashiro, 1999), en el estudio los autores atribuyen este número a las características emergentes del mercado al momento de la realización del estudio.

Para la dimensión de la cartera del inversor, además de conocer el número de inversiones realizadas durante su trayectoria como inversores, resultaba importante obtener información sobre el número de empresas que conforman su cartera actual, para asegurar cuántos de ellos son inversores en activo. Es un dato que proporciona información relevante sobre el perfil y experiencia de los business angels españoles.

La información sobre esta variable fue obtenida mediante una pregunta de respuesta abierta. Las respuestas de la muestra indican que de los 57 inversores que respondieron a esta pregunta, el 78% (46 inversores) tienen entre 1 y 10 empresas en su cartera de inversión actual. La cantidad promedio de proyectos en cartera es de 9. Por su parte, el 12% (7 inversores) tienen entre 11 y 20 empresas. Tan solo el 3% (2 inversores) tienen actualmente entre 21 y 30 empresas y por último el 7% (4 inversores) tienen más de 31 empresas en su cartera (Figura 4.6).

En un estudio realizado con business angels en Reino Unido en el 2003, dijeron tener una cartera de 5 empresas en promedio, argumentando un manejo cauteloso de su capital (Munck, 2009).

**Figura 4.6 Cantidad de empresas en cartera actual**



*Fuente: elaboración propia.*

Una pregunta típica es el sector al que pertenecen las empresas que conforman la cartera de los inversores. Por la revisión de la literatura (Cap. 2) se sabe que los business angels son inversores que invierten en sectores en los que tienen experiencia previa (Aernoudt, 1999; Mason y Harrison, 1997; Munck, 2009).

De acuerdo con las respuestas a este cuestionario, el principal sector de inversión de los business angels es “Internet” con 44 menciones que corresponden al 75% de la muestra. La Figura 4.7 detalla la distribución de respuestas por sector.

En la opción de otros, aparecen sectores tales como alimentación; audiovisual; servicios financieros; nanotecnología; agua e inmobiliario.

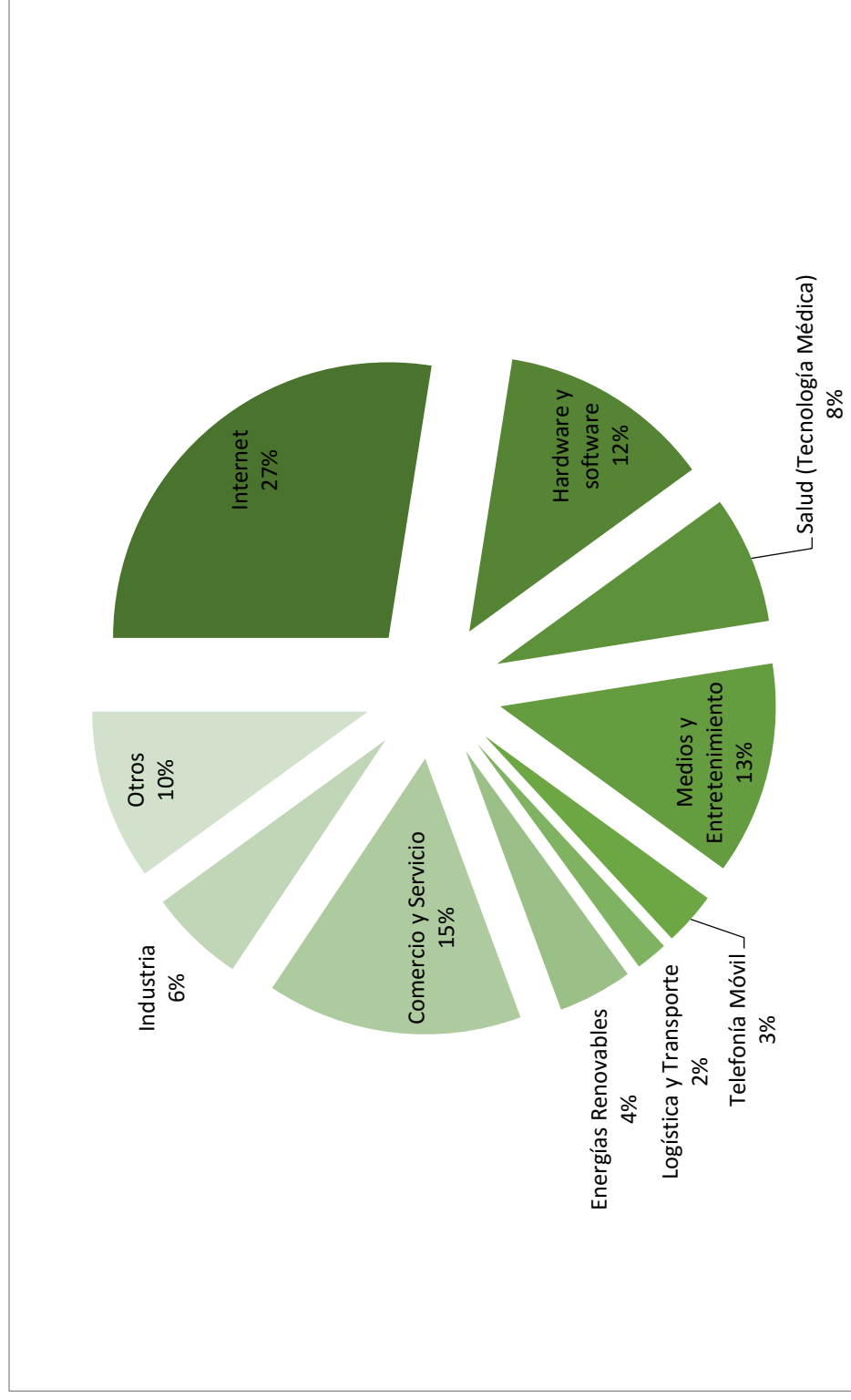
Es importante mencionar que en varios estudios hechos en otras economías, el sector “Internet” destaca como uno de los más atractivos para los business angels. Además de este sector los inversionistas españoles invierten en los sectores de comercio y servicios, medios y entretenimiento, y hardware y software. Como es de esperar, el foco de las inversiones se enfoca a actividades dominadas por las TIC y/o las industrias culturales que en general requieren

menores montos promedio de capital de riesgo, poseen bajos costos de entrada de mercado, y muestran una importante demanda en la actualidad, las inversiones en el sector internet requieren menores cantidades de capital que en otros sectores tradicionales (OECD, 2011).

Un estudio hecho a business angels en Francia en 2007 destaca al sector Internet como el principal para la inversión de estos inversores (Munck, 2009). En países como Australia, Canadá y Nueva Zelanda, el sector de las tecnologías de la información y la comunicación es uno de los sectores principales de inversión para los business angels (OECD, 2011).

Otros sectores frecuentes de inversión para los business angels europeos son energía, tecnologías, medio ambiente, manufactura, alimentación y consumo, productos y servicios para empresas y consumidores e industrias creativas (Munck, 2009). Adicionalmente hay evidencia de que los business angels invierten en más sectores que los inversores institucionales (OECD, 2011).

**Figura 4.7 Sectores de Inversión**



*Fuente: elaboración propia.*

Además del sector, también es importante conocer la etapa del ciclo de vida de la empresa en la que suelen invertir los business angels españoles, ya sea como preferencia o como criterio de inversión. Por definición, se sabe que este tipo de inversores normalmente invierten en etapas tempranas de la vida de las empresas que implican alto riesgo (Mason, 2002; OECD, 2011).

Con el fin de asegurar que todos los encuestados entendieran lo mismo para cada una de las etapas propuestas, se incluyó una breve descripción de cada una de ellas. Estas definiciones fueron tomadas de Macht (2007) y se detallan a continuación:

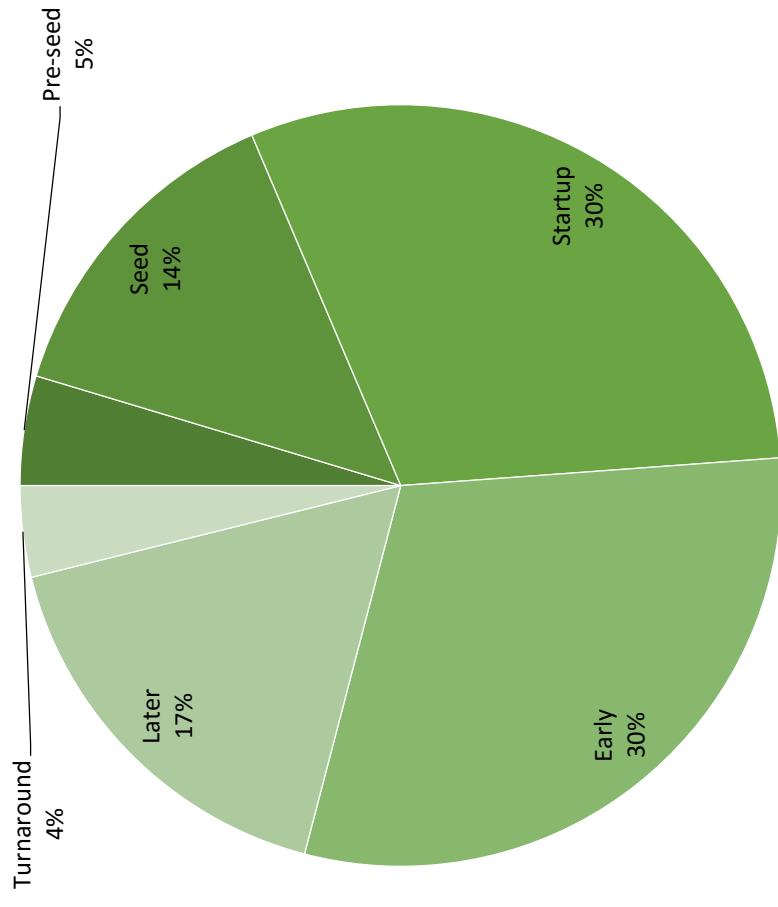
- Pre-seed: No hay business plan, solo la idea.
- Seed: Prototipo o producto se están desarrollando, la compañía lleva a cabo investigaciones, sin ingresos.
- Startup: Compañía está probando e iniciando el marketing de su producto, es comercial, pero no hay ingresos todavía.
- Early: Tiene algunas ventas y está cerca del punto de equilibrio.
- Later: El negocio es rentable y piensa en expansión.
- Turnaround: El negocio fallaba pero los inversores han gestionado para que sea rentable.

La mayoría de los business angels encuestados, han invertido en etapas early (30%) y startup (30%), esto demuestra que existe aún una cierta cautela a la hora de apostar por proyectos novedosos aunque muy riesgosos, para invertir los inversores se esperan a la existencia de un producto y a la primeras ventas. (Figura 4.8)

En el estudio realizado con business angels del Reino Unido, se observa que tienden a invertir en empresas pequeñas pero no en etapa Pre-seed y también se mantienen alejados de las empresas en etapa turnaround (Macht, 2007).

En Estados Unidos, la mayoría de los business angels invierten en etapa seed (34%) y startup (41%) (Wiltbank y Boeker, 2007)

Figura 4.8 Etapa de inversión

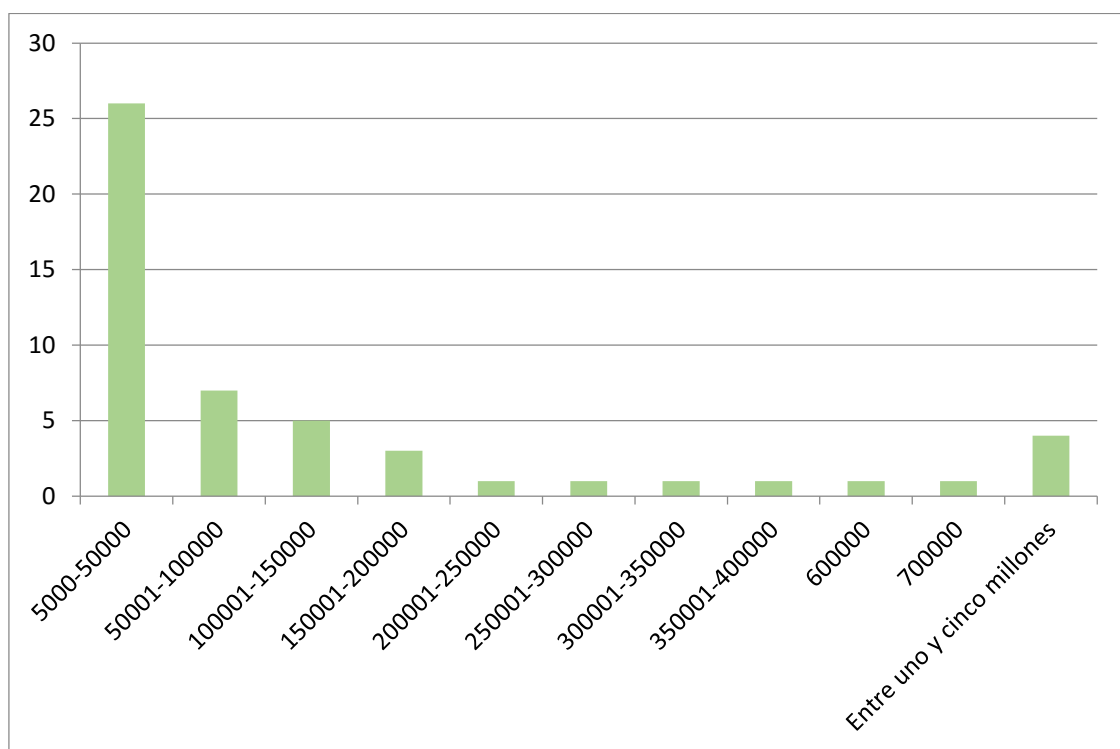


Fuente: elaboración propia.

Respecto a las cantidades que invierten los business angels españoles, se obtuvieron 50 respuestas de los inversores encuestados. Prácticamente la mitad de las respuestas (24) corresponden a inversiones entre 5 mil y 50 mil euros. Ver figura 4.9

Los business angels en Estados Unidos invierten como media \$191,000 dólares por empresa (170 mil euros) (Wiltbank y Boeker, 2007). En Europa, los business angels están dispuestos a invertir entre 25 mil euros y 250 mil euros (Munck, 2009). Una causa de que en España los montos de inversión sean menores, puede deberse a las características emergentes del mercado. El GEM para España 2013, destaca que no se ha logrado generar una masa crítica suficiente para hacer frente a la brecha de financiación (Peña et al., 2013).

**Figura 4.9 Capital invertido (euros)**



*Fuente: elaboración propia.*

No se debe olvidar que los proyectos de los business angels encuestados son muy diversos en cuanto a sectores y etapas, por lo tanto las necesidades de capital también serán diferentes.

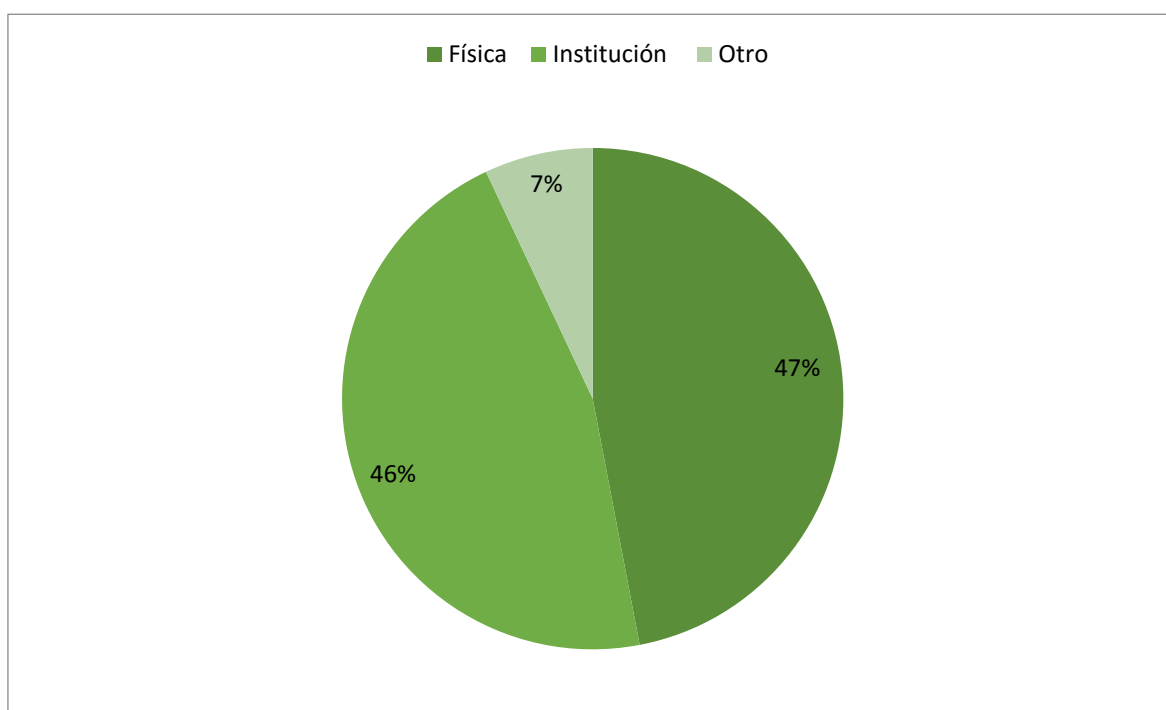
Una variable recurrente en los estudios sobre business angels es la distancia que deben recorrer los inversores para llegar hasta las oficinas de los proyectos. En la definición de business angels y en varios estudios previos, se ha identificado que estos inversores prefieren invertir en empresas que estén cerca de su lugar de residencia (Harrison et al., 2010). Incluso se ha considerado a la función de los business angels como una actividad local (OECD, 2011).

En el caso de los business angels que participaron en este estudio, se obtuvieron un total de 58 respuestas a esta pregunta, el 72% respondió que debía recorrer menos de una hora para llegar a las oficinas de la empresa. El 21% respondió que necesitaban entre una y tres horas para desplazarse y tan solo el 7% debían recorrer más de tres horas. Estos resultados guardan relación con la literatura existente y la afirmación de que los business angels suelen invertir cerca de su lugar de residencia, ya lo destacan MacMillan et al. (1989) y Wiltbank 2009 y Harrison 2010 en sus investigaciones.

En un estudio realizado con 70 business angels en el Reino Unido, se identificó que ellos prefieren invertir en una zona geográfica que se encuentre próxima a su casa (Macht y Robinson, 2009). En otro estudio posterior, el 43% de los business angels ingleses entrevistados, mencionaron estar preparados para realizar inversiones a 250 km, de distancia, mientras que un 28% dijeron no estar interesados en proyectos que se encuentren más lejos de 50 km de su lugar de residencia. El 25% de los encuestados incluso están dispuestos a invertir fuera del Reino Unido (Wiltbank, 2009).

La última variable de esta dimensión sobre la cartera del inversor está relacionada con la forma o estructura jurídica a través de la cuál invirtieron. De las 59 respuestas obtenidas para esta pregunta (Figura 4.10), el 47% invirtió como persona física y el otro 46% a través de una institución o estructura jurídica. El resto lo hicieron con otras alternativas tales como Sociedades de Capital Riesgo o Fondos de inversión entre otras.

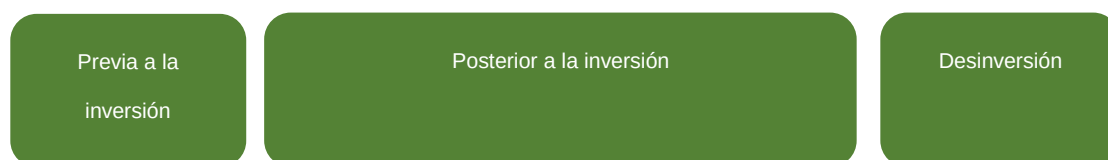
**Figura 4.10 Forma de inversión**



*Fuente: elaboración propia.*

Para continuar con la presentación de los resultados de los estadísticos descriptivos de las dimensiones, es importante recordar que De Clercq et al. (2006) proponen que el proceso de financiación de una empresa está dividido en tres etapas. Las etapas son (1) la etapa previa a la inversión (*Pre-Investment*), (2) la etapa posterior a la inversión (*Post-Investment*) y la etapa de (3) desinversión o salida (*Exit*) (De Clercq et al., 2006). La figura 4.11 permite visualizar de forma gráfica las etapas.

**Figura 4.11 Etapas del proceso de financiación**



*Fuente: elaboración propia. Basado en De Clercq et al. (2006)*

### 3. Resultados dimensión previa a la inversión

La etapa previa a la inversión, va desde la puesta en contacto entre emprendedores e inversores, hasta el momento en que formalizan la

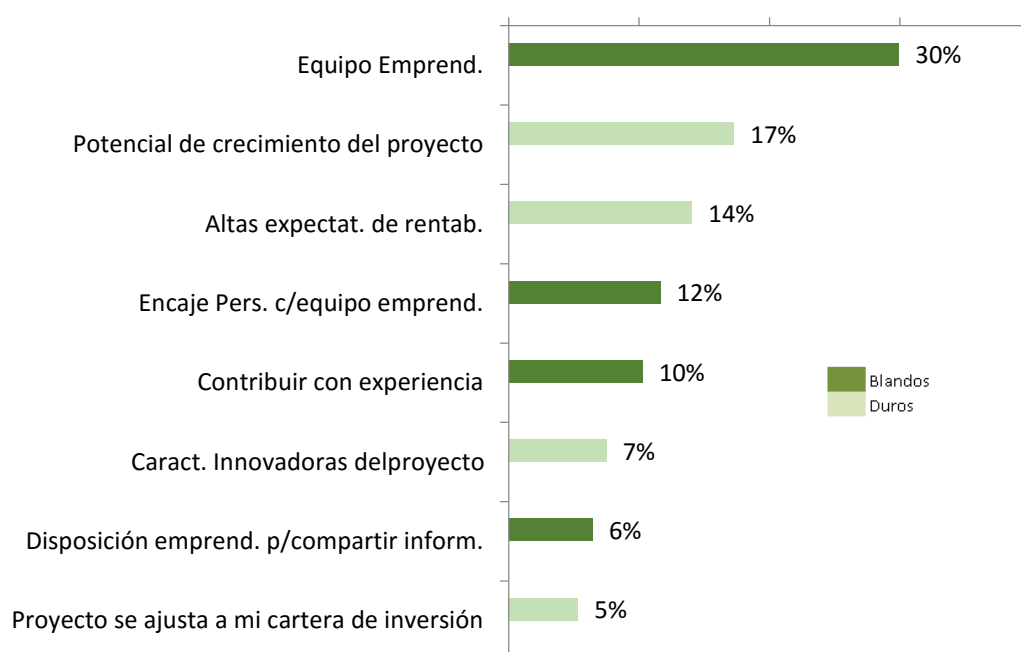
participación del inversor en la empresa. Es una etapa crucial en la que se establecen las bases de la relación de largo plazo que establecerán inversores y emprendedores.

Uno de los aspectos más importantes de esta etapa está relacionado con entender el proceso y los criterios que intervienen en la decisión del inversor de participar en un proyecto.

Uno de los principales debates en la literatura de business angels es el principio del jinete y el caballo (*the jockey and the horse*), desarrollada por Harrison y Mason (2002). Haciendo una metáfora con el jinete o el caballo, la discusión se centra en identificar qué es más importante para el inversor al momento de analizar un proyecto de inversión, el emprendedor o la idea de negocio. A partir de dicha metáfora, se hace una clasificación de ocho aspectos, divididos en “duros” que son los relativos a la oportunidad de negocios (financieros y económicos). Y aspectos “blandos” que son los relacionados con el emprendedor o las motivaciones propias del inversor. Con esta clasificación, es posible evidenciar si el inversor proporciona más relevancia a la idea de negocio y su potencial o a las características del equipo emprendedor.

De acuerdo con los resultados de la muestra (Ver figura 4.12), el criterio más relevante, con diferencia, es “El equipo emprendedor” haciendo referencia a su compromiso, motivación, capacidad y experiencia, lo cual evidencia la necesidad que tienen que tener los emprendedores de demostrar responsabilidad y conocimiento profundo de su actividad para generar confianza en los BA. Le siguen dos criterios del tipo “duro” como potencial de crecimiento del proyecto y altas expectativas de rentabilidad lo cual también destaca el carácter de “racionalidad financiera” que tienen los BA de la muestra posiblemente derivado de su experiencia previa, así como el interés por obtener retorno financiero sobre su inversión.

**Figura 4.12 Criterios para la decisión de inversión**



*Fuente: elaboración propia.*

Para los business angels en Japón es más importante la evaluación sobre los aspectos relacionados con la idea de negocio como pueden ser su tecnología o sus patentes. En segundo lugar los BAs japoneses se fijan en las capacidades del equipo emprendedor y directivo (Tashiro, 1999).

#### 4. Resultados dimensión post inversión

La etapa posterior a la inversión es la que va desde la firma del contrato de inversión hasta antes de la salida o desinversión del business angel. Es la etapa de mayor duración en la relación entre inversor y equipo emprendedor, en promedio tomará entre 3 y 6 años (De Clercq et al., 2006; Wiltbank y Boeker, 2007). Es una etapa crucial, porque es aquella en la que el inversor tiene la oportunidad de agregar valor al proyecto (De Clercq et al., 2006). Es una de las etapas menos estudiadas en la literatura de business angels (Macht, 2011; Macht y Robinson, 2009; Politis, 2008).

En la revisión de la literatura, se han identificado tres temas principales en relación con ésta etapa (a) la participación o tiempo que dedica el inversor a sus proyectos, comúnmente conocida como involucramiento; (b) la contribución del inversor al proyecto y (c) la relación entre inversor y emprendedor.

El tiempo que dedica el inversor a un proyecto es conocido como involucramiento y se puede medir en términos de frecuencia de la interacción y de horas dedicadas por el inversor.

La relación frecuente entre inversores y emprendedores puede ser interpretada como la posibilidad de agregar más valor a la startup o dar más apoyo al equipo emprendedor. A mayor frecuencia en la interacción, mayor contribución (Cable y Shane, 1997). En general los business angels son inversores activos en las empresas de su cartera.

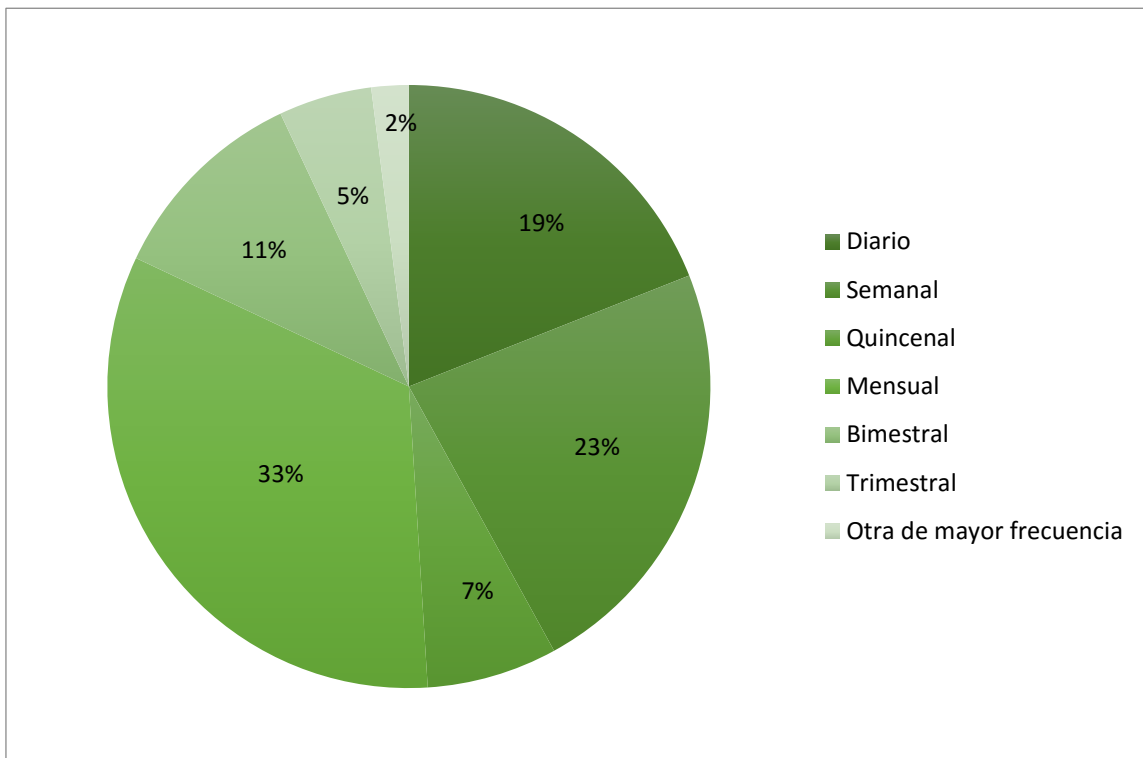
Los resultados del presente estudio, demuestran que para el 33% de los encuestados la frecuencia de la interacción con el emprendedor es mensual.

De las 57 respuestas obtenidas, la media es de 3.16, que representa una frecuencia entre quincenal y mensual y que evidencia un seguimiento y un interés importante de las actividades de los emprendedores que es consistente con el tamaño promedio de las carteras y los montos promedio de inversión. Ver figura 4.13

De acuerdo con el estudio de Macht (2009) sobre la etapa de post inversión, la mayoría de los business angels en el Reino Unido, se involucran frecuentemente en sus inversiones, al menos un día por semana, mientras que un 36% lo hacen un día por mes.

En el estudio de Tashiro (1999) con business angels japoneses, se destaca que suelen involucrarse y tener contacto con los emprendedor una o dos veces por semana, reciben a los emprendedores una o dos veces al mes y los visitan una vez al mes.

**Figura 4.13 Resultados sobre la frecuencia de la interacción**



*Fuente: elaboración propia.*

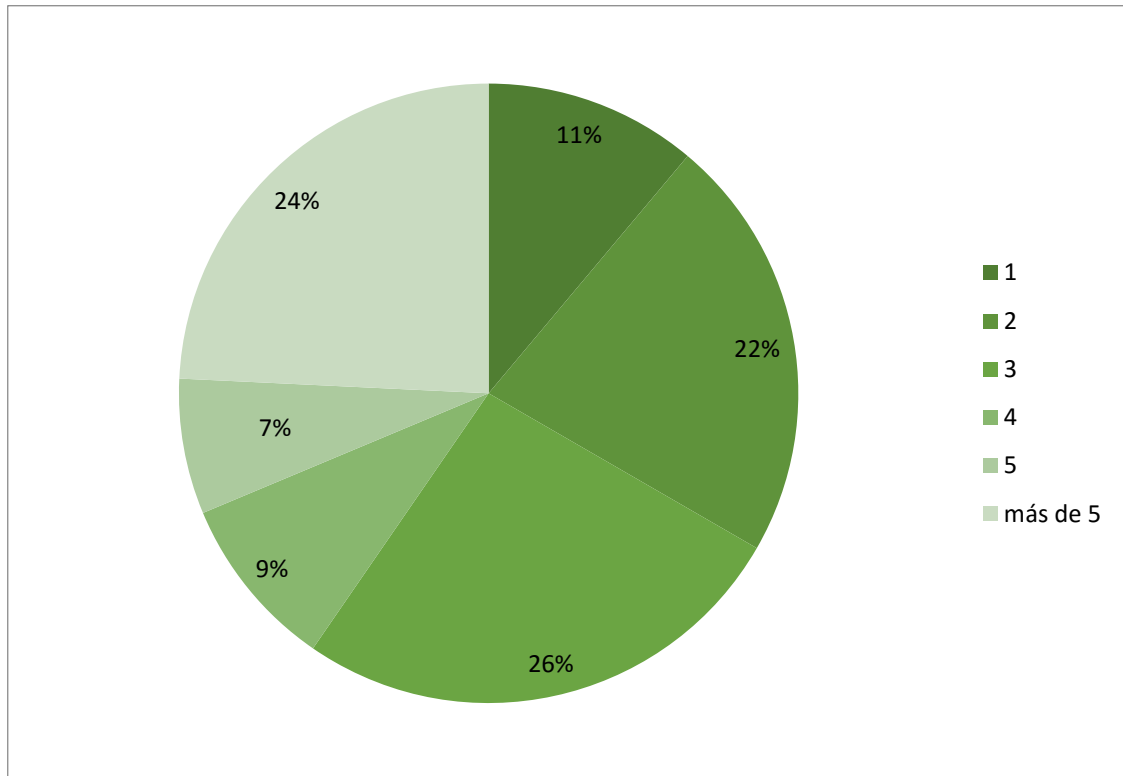
Además de preguntar por la frecuencia de la interacción, también se les cuestionó por el número de horas que dedican cada vez que interactúan con el emprendedor o el equipo emprendedor. Las alternativas de respuesta van desde (1) una hora; hasta (6) más de cinco horas.

El 26% de los inversores encuestados, señalaron que dedican tres horas en promedio en cada una de sus interacciones. Otro 24% mencionó que dedican más de cinco horas y un 22% dedican dos horas en promedio. El promedio de las 54 respuestas obtenidas a esta pregunta es de 3.52 horas. De acuerdo con los resultados, es posible afirmar que los business angels encuestados interactúan un poco más de una vez al mes y dedican en promedio casi cuatro horas en cada interacción. Ver figura 4.14

El estudio realizado por MacMillan et al., (1989) demuestra que los inversores dedican en promedio 5 horas (MacMillan et al., 1989). Mientras que Elango et al. (1995) calcularon 13 horas por mes con la startup para los inversores que llevan

el liderazgo de la inversión, mientras que para los inversores del grupo la dedicación es de 5 horas por mes (Elango et al., 1995).

**Figura 4.14 Horas dedicadas**



*Fuente: elaboración propia.*

El modelo de propuesto para esta investigación (Figura 2.9), ubica al capital social y humano del inversor como la principal fuente de generación de relaciones y conocimiento. De acuerdo con los resultados de los estadísticos descriptivos de este estudio, las principales contribuciones basadas en el capital social del inversor son la vinculación con agentes relevantes para el negocio y la búsqueda de financiación adicional lo cual es consistente con el perfil de BA observado respecto a su experiencia en gestión y organización empresarial. Además del capital social del inversor, su capital humano y la experiencia previa es relevante para las contribuciones que hacen a los proyectos en los que invierten. Basados en su capital humano, los resultados demuestran que los business angels españoles, se involucran con mayor intensidad en actividades relacionadas con la competencia (42%) de la startup y la organización (39%), moderadamente en el marketing (23%) y muy escasamente (15%) en aspectos

tecnológicos. Nuevamente, estos resultados son consistentes con el perfil de BA observado.

La contribución no financiera de los business angeles en Japón es principalmente en temas relacionados con la gestión de la empresa, específicamente en recursos humanos o finanzas. Algunos de ellos también proporcionan consejos relacionados con la tecnología relacionada (Tashiro, 1999).

También se ha identificado la capacidad de los business angels en el Reino Unido para aportar contribuciones tanto de capital social (contactos) como de capital humano (habilidades, conocimientos y experiencia) (Macht, 2007)

Como último elemento de la etapa post inversión, está la relación entre emprendedor e inversor está determinada por varios elementos como:

- La disposición del inversor para involucrarse.
- La apertura del emprendedor a recibir las contribuciones del inversor.
- La interacción en la que se consideran aspectos como la confianza, la comunicación; los valores de trabajo compartidos y el equilibrio de poder de acuerdo con la figura 2.7.

El hecho de que un business angel tenga relación constante con el equipo emprendedor habla de su disposición para apoyar, asesorar y acompañar. De las 57 respuestas recibidas, el 56% prefiere involucrarse siempre, y el 35% respondió “prefiero involucrarme solo cuando me lo solicitan”. Por definición los business angels están dispuestos a tener un rol más activo en sus empresas participadas, (Ardichvili et al., 2002; Harrison y Mason, 1992; Mason y Harrison, 2002; Mason y Harrison, 1995, 1996; Wetzel, 1983), ya sea estar siempre involucrado o cuando el equipo emprendedor se los solicita, mientras que tan solo un 4% mencionó no estar dispuesto a involucrarse nunca. La frecuente interacción entre business angels y emprendedores se ha identificado como una causa para obtener mejores rendimientos financieros en la startup (Wiltbank, 2009).

En el estudio realizado por Macht (2007) con business angels en el Reino Unido, los inversores están siempre dispuestos a involucrarse y dicen que no es necesario que les pidan involucrarse.

La disposición del inversor a involucrarse no es suficiente, también es necesario que el equipo emprendedor esté dispuesto a permitir que el inversor intervenga y haga observaciones o comentarios sobre el desempeño del equipo emprendedor y la startup. La siguiente pregunta permite conocer la percepción del business angel sobre la disposición de los emprendedores escuchar a los inversores.

Alrededor del 80% de los encuestados tienen respuestas positivas a la disposición del equipo emprendedor para recibir sus recomendaciones. Es decir que los 58 inversores han confirmado que los equipos de emprendedores con los que han trabajado han estado dispuestos a recibir sus recomendaciones.

En el estudio realizado con business angels en el Reino Unido, los resultados indican que la mayoría de los emprendedores tienen buena disposición y se muestran receptivos a los consejos de sus inversores (Macht, 2007).

Para la dimensión de interacción entre emprendedores e inversores, algunos elementos del modelo propuesto por Cable y Shane (1997) fueron tomados en consideración. Como variables dentro del instrumento de evaluación aparecen:

- La confianza
- La comunicación
- Los valores de trabajo compartidos
- El equilibrio de poder

El 89% de los encuestados (52) tienen una percepción positiva de la confianza que han logrado establecer con el equipo emprendedor del proyecto. Respondiendo bastante de acuerdo (48%) y totalmente de acuerdo (41%) a la afirmación “nuestra relación es de confianza”.

El 79% de los encuestados considera que tienen buena comunicación con el equipo emprendedor. Respondiendo bastante de acuerdo (60%) y totalmente de

acuerdo (29%) a la afirmación “existe buena comunicación entre nosotros”. Solamente un 2% de los encuestados mencionó estar en total desacuerdo ante esta afirmación.

Respecto de los valores de trabajo dentro de la empresa. El 52% de los encuestados están bastante de acuerdo con la afirmación “Ambos valoramos más la justicia y la honestidad por encima de beneficios individuales o meramente empresariales”. El 22% respondió que están totalmente de acuerdo, mientras que el 21% dijo no estar de acuerdo ni en desacuerdo. Un 2% de los encuestados se mostró completamente en desacuerdo con dicha afirmación.

Por último dentro de las variables de interacción entre inversores y emprendedores está relacionada con el equilibrio de poder entre ellos. El 40% de los encuestados mencionó no estar de acuerdo ni en desacuerdo, ante la afirmación “alguno tiene mayoritariamente el poder para forzar al otro a cumplir sus demandas”. El 28% mencionó estar bastante de acuerdo con esa afirmación. Mientras que el 10% se mostró totalmente de acuerdo. El 10% restante mencionó estar totalmente en desacuerdo con esa afirmación. Es decir la mayoría consideran que existe un equilibrio de poder entre ellos.

## 5. Resultados dimensión desinversión

La quinta y última dimensión considerada en el estudio, corresponde a la desinversión que es además la etapa final dentro del proceso de financiación de una startup. Existe muy poca evidencia empírica respecto de esta etapa y de lo que los inversores recuperan sobre sus inversiones (OECD, 2011). No todos los inversores de la muestra dieron información sobre las variables que integran esta dimensión. La razón es que dentro del instrumento de evaluación había una pregunta para hacer una criba entre los inversores que quisieran aportar información sobre esta etapa del proceso de financiación. El número máximo de respuestas obtenidas fue 30, es decir que este número de inversores dentro de la muestra proporcionó evidencias sobre su proceso de desinversión.

La desinversión es la última etapa en el proceso de financiación de una empresa, es aquella en la que el inversor espera recuperar el beneficio financiero resultante de su inversión en la empresa.

De acuerdo con los resultados de este cuestionario, la forma más común de desinversión es “a través de la venta a un socio industrial” (50% de las respuestas), seguida de la “venta de las participaciones del inversor al equipo emprendedor” con un 30%. La tercera opción de mayor frecuencia es la venta a una firma de capital riesgo con 20% de respuestas. Solo un 3% vendió sus participaciones a otro business angel. Otro 17% de los encuestados tuvo que salir del proyecto porque se llevó a cabo la liquidación de la empresa. Sólo un 3% de los encuestados menciona que su proyecto salió a Bolsa.

En un estudio realizado con business angeles en Estados Unidos para identificar sus alternativas de desinversión se observa que el 26% han tenido algún tipo de desinversión vendiendo a un socio de mayor tamaño sus participaciones. Solamente el 7% de los casos han resultado en la salida a bolsa y un 16% ha revendido sus participaciones a personas relacionadas con la empresa, mientras que un 10% se las ha vendido a terceros (Munck, 2009).

Durante la aplicación del cuestionario, también se pidió a los participantes que hablaran sobre el retorno de sus inversiones. El 43% de los encuestados han obtenido una rentabilidad de entre una y cuatro veces más de lo que invirtieron. Otro 23% recuperaron entre cinco y diez veces más de lo invertido. El 10% dijo no haber recuperado nada por su inversión.

En un estudio realizado con business angels en el Reino Unido, para comprender sobre la rentabilidad de sus inversiones, las conclusiones demuestran que el 44% de las inversiones obtienen rentabilidad positiva, mientras que el 66% resultan en pérdidas. La rentabilidad promedio es de 2.2 veces lo invertido (R. E. Wiltbank, 2009).

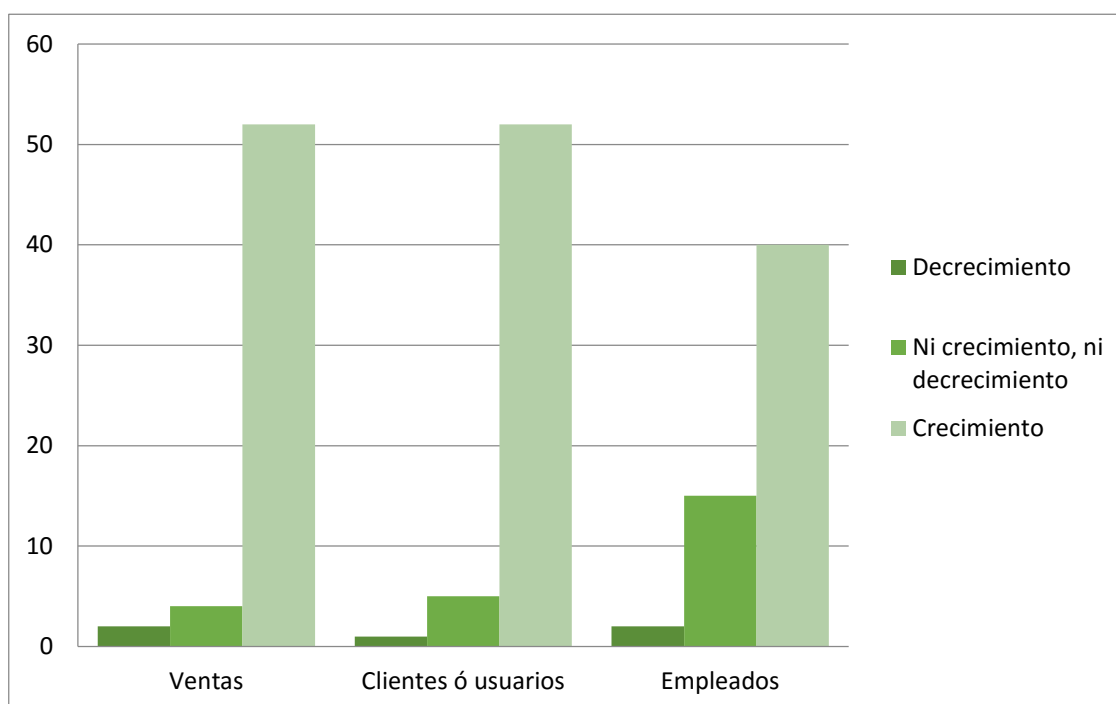
La dimensión desinversión también incluye el conocer la percepción del inversor sobre el desempeño de la startup durante su función como inversor en ese proyecto. La percepción del desempeño, se observó a través de la evaluación de tres elementos:

- Ventas
- Clientes o usuarios activos
- Número de empleados

De las 58 respuestas obtenidas para esta pregunta, la principal tendencia en los tres elementos fue el crecimiento (ver figura 4.15). En el caso de las ventas y los clientes las respuestas “crecimiento” corresponden al 90% de los casos, es decir que la mayoría de las empresas de los inversores encuestados han tenido un incremento en ventas.

En el caso de los empleados, las respuestas están más distribuidas, una tercera parte (26%) permaneció sin crecimiento ni decrecimiento, mientras que el 70% tuvo crecimiento. Esta respuesta parece lógica porque en etapas tempranas las empresas no están en posibilidad de contratar más personal, primero deberán cumplir ciertas métricas de ventas y clientes.

**Figura 4.15 Desempeño de la startup**



*Fuente: elaboración propia.*

Los resultados de los estadísticos descriptivos de las cinco dimensiones, constituyen una fuente importante para realizar una aproximación cuantitativa al perfil del business angel español. Como ya se mencionó con anterioridad, no se debe olvidar que los datos son relativos a la muestra obtenida para este estudio y que existen algunas limitaciones y prevenciones respecto a las inferencias que se puedan realizar con los datos obtenidos.

La tabla 4.1 integra la información más relevante con los resultados de las cinco dimensiones consideradas en este estudio para definir el perfil de business angel.

**Tabla 4.1 Resumen del perfil de business angel español**

| Criterio  | Resultado de la muestra                                   |
|-----------|-----------------------------------------------------------|
| Género    | Hombre (98%)                                              |
| Edad      | 47 años                                                   |
| Formación | Mayoritariamente licenciatura. (datos del estudio piloto) |

|                                                                               |                                                                                             |
|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Capital Humano                                                                | La principal área de experiencia es en la Coordinación y dirección de personas (media 4,24) |
| Capital Social                                                                | El principal grupo con el que tienen relación es "Otros business angels" (media 4,24)       |
| Lugar de inversión                                                            | España (52%)                                                                                |
| Cantidad de inversiones en proyectos emprendedores, superiores a 10 mil euros | Entre una y diez (66%)                                                                      |
| Cantidad de empresas en cartera (actual)                                      | Entre una y diez (78%)                                                                      |
| Principal sector de inversión                                                 | Internet (77%)                                                                              |
| Principal etapa de inversión                                                  | Early (30%)<br>Startup (30%)                                                                |
| Lugar de residencia                                                           | Madrid y Barcelona, de acuerdo con la muestra.                                              |
| Tiempo destinado al traslado al lugar en el que se encuentra la empresa       | Menos de una hora de distancia (72%)                                                        |
| Cantidad invertida                                                            | Entre 5 y 50 mil euros (48%)                                                                |
| Figura de inversión                                                           | Persona física (47%)                                                                        |
| Frecuencia de interacción                                                     | Quincenal o mensual                                                                         |
| Duración en cada interacción                                                  | 4 horas en promedio                                                                         |
| Disposición al involucramiento                                                | Siempre (56%)                                                                               |
| Principal alternativa de desinversión                                         | Venta de acciones a socio comercial (50%)                                                   |
| Liquidación de la empresa                                                     | 17% han invertido en empresas que fueron liquidadas                                         |
| Retorno sobre la inversión                                                    | Entre 1 y 4 veces lo invertido (43%)                                                        |

Fuente: elaboración propia.

### **Tipología business angels españoles**

El segundo objetivo de esta investigación es proponer una tipología para la clasificación de los business angels. Utilizando los resultados del cuestionario y específicamente los aspectos más significativos en la actuación de los business angels, de acuerdo con el marco teórico desarrollado en el capítulo 2, se procede a indagar sobre la posibilidad de determinar grupos de características afines entre los mismos en función a un conjunto de atributos observados.

El denominado análisis de conglomerados (cluster analysis) integra una diversidad de técnicas cuyo fin es “lograr una clasificación o agrupamiento de los individuos en grupos, según el comportamiento de éstos en una serie de variables” (Díaz de Rada, 2002). Para este caso, la base de datos utilizada contiene las respuestas de 59 business angels españoles al cuestionario del Anexo 3. No todos los participantes respondieron al 100% de las preguntas del cuestionario, ya que se les daba la opción de abstenerse de responder a las preguntas que ellos consideraran.

Se seleccionaron 27 variables relacionadas con 8 criterios del perfil del business angel (Ver Tabla 4.2)

- 1) motivos financieros para invertir
- 2) motivos personales para invertir,
- 3) motivos de contribución social para invertir
- 4) capital humano del inversor
- 5) capital social del inversor
- 6) cartera de inversión
- 7) modos interacción con emprendedores
- 8) edad

Se efectuaron algunos ajustes para poder solventar de forma adecuada las condiciones antes mencionadas como críticas para el análisis.

**Tabla 4.2 Información de las variables para la tipología**

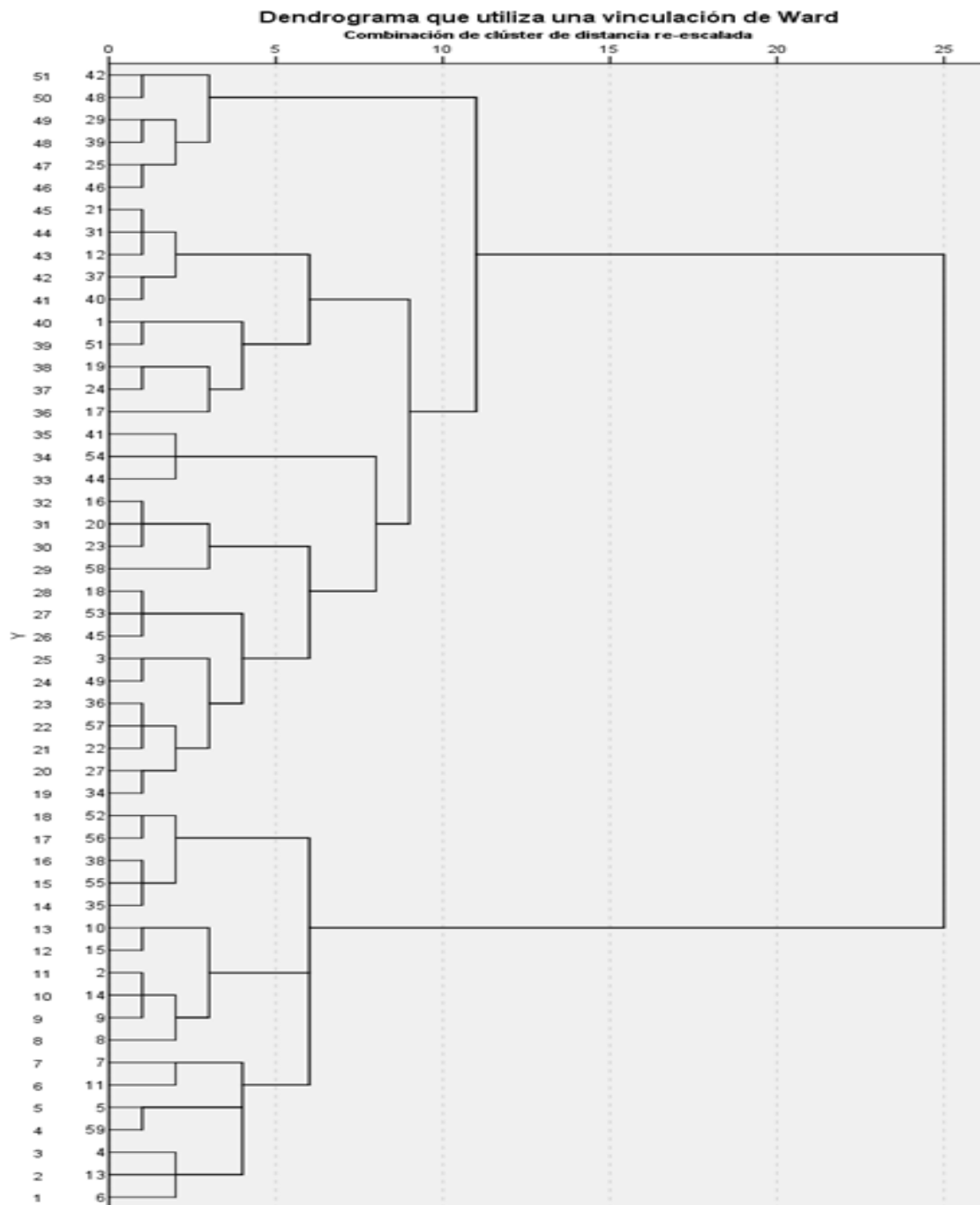
|                                 |                                                    | Desviación |          | Mínimo | Máximo | Rango |
|---------------------------------|----------------------------------------------------|------------|----------|--------|--------|-------|
|                                 |                                                    | Media      | Estándar |        |        |       |
| <b>Motivaciones Financieras</b> | Beneficios Fiscales                                | 2,28       | 1,18     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Incremento Capital                                 | 3,53       | 1,07     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Potencial Revalorización del Capital               | 3,96       | 0,91     | 2      | 5      | 3     |
| <b>Motivaciones Personales</b>  | Satisfacción Personal                              | 4,20       | 0,80     | 2      | 5      | 3     |
|                                 | Entretenimiento                                    | 2,53       | 1,16     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Beneficios No Financieros                          | 2,68       | 1,07     | 1      | 5      | 4     |
| <b>Motivaciones Sociales</b>    | Ayudar Personas Entorno                            | 2,42       | 1,30     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Reconocimiento Comunitario                         | 2,83       | 0,99     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Apoyo Nueva Generación                             | 3,83       | 0,97     | 1      | 5      | 4     |
| <b>Capital Humano</b>           | Productos Nuevos y Beneficios Sociales             | 3,76       | 0,95     | 2      | 5      | 3     |
|                                 | Experiencia en Sector                              | 3,33       | 1,34     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Experiencia Inversora                              | 3,28       | 1,12     | 1      | 5      | 4     |
| <b>Capital Social</b>           | Experiencia como Emprendedor                       | 3,62       | 1,21     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Experiencia en Dirección y Coordinación            | 4,24       | 0,96     | 2      | 5      | 3     |
|                                 | Experiencia en Estrategias Financieras             | 3,71       | 1,14     | 1      | 5      | 4     |
| <b>Capital Social</b>           | Relación con Instituciones Financieras             | 3,42       | 1,15     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Relación con Firms de Capital de Riesgo            | 3,49       | 1,06     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Relación con Profesionales Afines                  | 3,93       | 0,99     | 2      | 5      | 3     |
| <b>Cartera de Inversiones</b>   | Relación con Univ., Centros Tec., etc.             | 3,24       | 1,17     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Relación con Otros BA                              | 4,24       | 0,90     | 1      | 5      | 4     |
|                                 | Inversiones mayores a 10 mil euros realizadas      | 1,63       | 1,10     | 1      | 5      | 4     |
| <b>Modo de Interacción</b>      | Cantidad Actual de Proyectos en Cartera            | 8,86       | 8,78     | 1      | 35     | 34    |
|                                 | Cantidad de Sectores en que interviene actualmente | 2,76       | 1,39     | 1      | 7      | 6     |
|                                 | Tiempo de Desplazamiento                           | 1,34       | 0,61     | 1      | 3      | 2     |
| <b>Edad</b>                     | Cantidad de Interacciones                          | 3,16       | 1,59     | 1      | 7      | 6     |
|                                 | Horas de Interacción                               | 3,52       | 1,73     | 1      | 6      | 5     |
|                                 | Edad                                               | 46,68      | 10,03    | 29     | 65     | 36    |

*Fuente: elaboración propia*

La mayoría de las variables contempladas en el cuestionario tienen escala Likert, excepto la cantidad de proyectos en cartera y la edad (Tabla 4.2). Estas dos variables de tipo ordinal fueron reclasificadas en cinco rangos. Además, para reducir el problema de la multicolinealidad y adecuar la relación entre tamaño de la muestra y la cantidad de variables, se analizó la matriz de correlaciones y se decidió eliminar aquellas que presentaban correlaciones significativas con otras variables, se dejó una variable representativa por criterio (Ver matriz de correlaciones en Anexo 4).

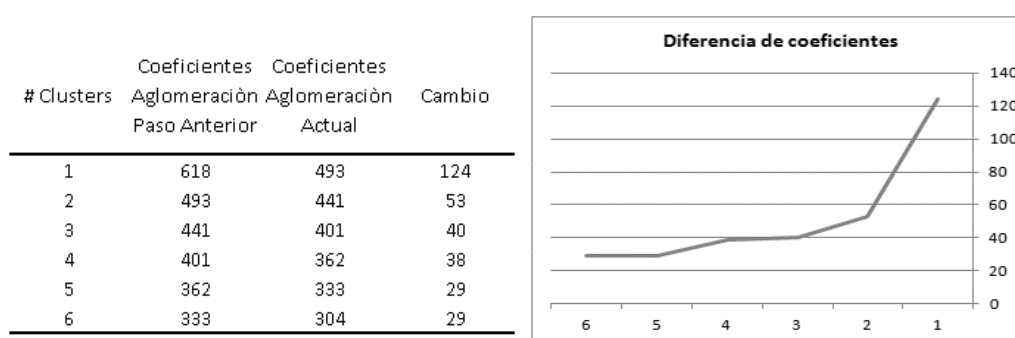
Para la definición del número de clusters se utilizaron tanto el dendograma (figura 4.16) como la tabla de los coeficientes de aglomeración (Tabla 4.3) ambas herramientas confirman un cambio relevante entre la distribución de dos a tres clusters y de cuatro a cinco clusters para esta muestra de individuos.

Figura 4.16 Dendrograma



Fuente: elaboración propia.

**Tabla 4.3 Coeficientes de aglomeración**



*Fuente: elaboración propia.*

En la tabla 4.4 se puede ver la simulación de la distribución de los casos de acuerdo tres alternativas distintas, tres, cuatro y cinco. Es posible observar que si se dejaran solo tres grupos, uno de ellos incluiría a más del 50% de los casos analizados, en contraparte si se decidiera por hacer cinco grupos, uno de ellos quedaría muy reducido y esto no resulta muy conveniente para el análisis.

La conformación de cuatro grupos de clasificación es la que presenta la mejor distribución en la asignación de casos de acuerdo con esta muestra, lo que permitiría una mejor interpretación de los resultados.

**Tabla 4.4 Distribución de los casos por número de clústers**

|     | 1  | 2  | 3  | 4 | 5 |
|-----|----|----|----|---|---|
| k=3 | 27 | 18 | 6  |   |   |
| k=4 | 10 | 18 | 17 | 6 |   |
| k=5 | 10 | 18 | 14 | 6 | 3 |

*Fuente: elaboración propia.*

De esta manera, se llegó a la conformación de cuatro clústeres que sirven para clasificar a los BA de la base de datos y proponer una tipología exploratoria para el contexto español utilizando 51 casos válidos. La Tabla 4.5, presenta la distribución de los casos, para cada uno de los cuatro clústers.

**Tabla 4.5 Distribución de business angels por clúster**

|                            | Cluster 1 | Cluster 2 | Cluster 3 | Cluster 4 | Total     |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Cantidad de Casos</b>   | <b>10</b> | <b>18</b> | <b>17</b> | <b>6</b>  | <b>51</b> |
|                            | 20%       | 35%       | 33%       | 12%       | 100%      |
| <b>Motivos Financieros</b> | 1,6       | 2,5       | 2,6       | 2,2       | 2,3       |
| <b>Motivos Personales</b>  | 3,4       | 2,7       | 1,7       | 1,3       | 2,4       |
| <b>Motivos Sociales</b>    | 3,0       | 2,4       | 3,1       | 3,0       | 2,8       |
| <b>Capital Humano</b>      | 2,8       | 4,1       | 3,4       | 4,5       | 3,6       |
| <b>Capital Social</b>      | 4,2       | 4,0       | 3,8       | 4,8       | 4,1       |
| <b>Cartera</b>             | 2,1       | 3,2       | 2,8       | 2,7       | 2,8       |
| <b>Interacción</b>         | 3,2       | 5,4       | 2,2       | 2,2       | 3,5       |
| <b>Edad</b>                | 45        | 49        | 40        | 61        | 47        |

*Fuente: Elaboración Propia*

En la tabla precedente, las variables que están sombreadas en gris, son aquellas para las que no se encontraron diferencias estadísticas significativas de sus valores medios para cada clúster. El análisis de pruebas ANOVA unidireccionales<sup>28</sup>, destaca que las variables representativas de las “motivaciones financieras”, “motivaciones sociales”, y “cartera” no permiten inferir diferencias entre los cuatro tipos definidos de business angels. La Tabla 4.6 contiene los resultados de dicho análisis y se presentan a continuación.

<sup>28</sup> Las comparaciones múltiples de Tukey HSD confirma la no significatividad de las motivaciones financieras y sociales y de la cartera en este análisis y permite indagar con mayor profundidad en dónde residen las diferencias entre clústeres. Los resultados de este análisis se pueden ver con mayor detalle en el Anexo 2.

**Tabla 4.6 Resultados ANOVA de las variables**

|                                                    |                          | ANOVA             |    |                  |        |       |
|----------------------------------------------------|--------------------------|-------------------|----|------------------|--------|-------|
|                                                    |                          | Suma de cuadrados | gl | Media cuadrática | F      | Sig.  |
| Beneficiosa Fiscales (Motivaciones Financieras)    | Entre grupos (Combinado) | 7,129             | 3  | 2,376            | 1,749  | 0,17  |
|                                                    | Dentro de grupos         | 63,851            | 47 | 1,359            |        |       |
|                                                    | Total                    | 70,98             | 50 |                  |        |       |
| Ayuda Entorno (Motivaciones Personales)            | Entre grupos (Combinado) | 26,773            | 3  | 8,924            | 7,375  | 0     |
|                                                    | Dentro de grupos         | 56,874            | 47 | 1,21             |        |       |
|                                                    | Total                    | 83,647            | 50 |                  |        |       |
| Reconocimiento Comunitario (Motivaciones Sociales) | Entre grupos (Combinado) | 4,026             | 3  | 1,342            | 1,454  | 0,239 |
|                                                    | Dentro de grupos         | 43,386            | 47 | 0,923            |        |       |
|                                                    | Total                    | 47,412            | 50 |                  |        |       |
| Experiencia Estrategia (Capital Humano)            | Entre grupos (Combinado) | 16,887            | 3  | 5,629            | 5,212  | 0,003 |
|                                                    | Dentro de grupos         | 50,76             | 47 | 1,08             |        |       |
|                                                    | Total                    | 67,647            | 50 |                  |        |       |
| Relación Profesiones Afines (Capital Social)ç      | Entre grupos (Combinado) | 5,331             | 3  | 1,777            | 2,228  | 0,097 |
|                                                    | Dentro de grupos         | 37,492            | 47 | 0,798            |        |       |
|                                                    | Total                    | 42,824            | 50 |                  |        |       |
| Cant. Sectores Inversión (Cartera)                 | Entre grupos (Combinado) | 7,424             | 3  | 2,475            | 1,681  | 0,184 |
|                                                    | Dentro de grupos         | 69,204            | 47 | 1,472            |        |       |
|                                                    | Total                    | 76,627            | 50 |                  |        |       |
| Horas con Emprendedores (Interacción)              | Entre grupos (Combinado) | 109,358           | 3  | 36,453           | 45,873 | 0     |
|                                                    | Dentro de grupos         | 37,348            | 47 | 0,795            |        |       |
|                                                    | Total                    | 146,706           | 50 |                  |        |       |
| Edad                                               | Entre grupos (Combinado) | 2061,683          | 3  | 687,228          | 13,62  | 0     |
|                                                    | Dentro de grupos         | 2371,493          | 47 | 50,457           |        |       |
|                                                    | Total                    | 4433,176          | 50 |                  |        |       |

Fuente: elaboración propia.

Para finalizar, como forma de validación de estabilidad se efectuó una clasificación de las variables con el método k-means como lo sugieren Sarstedt y Mooi (2014) y se comparó la asignación de casos siendo que en un 62% de los casos fueron asignados coincidentemente. El comparativo de asignación de casos entre métodos y valores medios de los casos coincidentes se presentan en Anexo 5.

Una vez realizados los procedimientos señalados en el apartado anterior y habiendo decidido el número de clústeres, en este apartado se realizará la descripción interpretativa de los cuatro clústeres que conforman la tipología de business angels españoles de la muestra.

**Clúster 1: EXPLORADORES.** El promedio de edad de este grupo, 45 años, es un poco más alto que el de los novicios. Son un grupo de juventud relativa pero con un alto compromiso/motivación personal para financiar nuevos proyectos y perfiles de capital humano medio. Si bien la variable cantidad de sectores de inversión (no significativa estadísticamente para diferenciar entre grupos) muestra un valor medio menor a otros clústeres, al analizar los promedios de la cantidad de inversiones mayores a 10 mil y la cantidad de proyectos en cartera actual se observa un interés por intervenir/explorar en muchos proyectos y conservan actualmente una cartera más amplia que los otros grupos (excepto con el cluster 4). En referencia a su disposición a involucrarse, son un grupo que permite al equipo emprendedor tomar las riendas de operación de la empresa, ya que tienen una frecuencia de interacción media. En la muestra se identificaron solamente diez casos de este grupo de inversores.

**Clúster 2: ESPECIALIZADOS.** Es uno de los grupos de mayor representación dentro de la base de datos con 18 casos. Está conformado por inversores que tienen elevada experiencia vital (promedio de edad 49 años) con alta especialización y formación. Así, sus capacidades de capital humano son altas, lo cual coincide con su foco en los proyectos que financian. Su cartera de inversión es selectiva en cuanto a la cantidad de proyectos mayores a 10 mil euros a financiar. Las características de su cartera actual difieren con las de los otros tres grupos. La especialización también se denota por el tiempo relativo dedicado a los proyectos en cartera, se puede sugerir un interés por mantener el control de sus inversiones. Su disposición al involucramiento es mayor, tienen más alta frecuencia de comunicación con los emprendedores de los proyectos de su cartera.

**Clúster 3: NOVICIOS.** Es otro de los grupos más numerosos de acuerdo a la muestra, con 17 casos. Se trata de inversores nóveles, con características limitadas de capital humano. Al tratarse de los inversores más jóvenes de la muestra, es normal que tengan poca experiencia previa como inversores, así como en actividades de dirección y coordinación de personas o en el desarrollo de estrategias. En cuanto al manejo de su cartera, tienen un perfil similar a los exploradores con un mayor ámbito de actuación en varios sectores. Se distinguen por una baja motivación personal a intervenir y su frecuencia de

intervención es baja (su dedicación horaria en cada una de las reuniones que sostienen con el emprendedor o el equipo emprendedor es baja), lo que probablemente se deba a que por su juventud otorguen mayor libertad operativa a los emprendedores.

**Clúster 4: PIONEROS.** Este grupo está compuesto por los inversores que manifestaron tener mayor experiencia como inversores en proyectos emprendedores (6 casos). Se trata principalmente de individuos de edad avanzada (60 años en promedio). Las medias obtenidas en las variables de capital humano destacan valores muy por encima del total de la muestra. Además, su trayectoria se observa en el carácter serial de inversión en proyectos, que se refleja aunque la cantidad de proyectos en cartera. Su grado de experiencia también se revela en el alto valor medio de capital social representado por el relacionamiento con profesionales afines. Sus indicadores de interacción los caracteriza como inversores mucho más presentes y probablemente en algunos casos un poco intrusivos o con exceso de control sobre los proyectos de su cartera. Asignan alta importancia al seguimiento cercano de sus inversiones aunque no suelen involucrarse en actividades de la gestión del día a día sino más bien en actividades más estratégicas.

La Tabla 4.7 presenta los resultados para cada uno de los clústers.

**Tabla 4.7 Clúster tipología business angels españoles**

|                     | Exploradores |            | Especializados |               | Novicios |         | Pioneros |       |
|---------------------|--------------|------------|----------------|---------------|----------|---------|----------|-------|
| Cantidad de Casos   | 10           |            | 18             |               | 17       |         | 6        |       |
| Motivos Financieros | 1,6          |            | 2,5            |               | 2,6      |         | 2,2      |       |
| Motivos Personales  | 3,4          | Alto       | 2,7            | Medio         | 1,7      | Bajo    | 1,3      | Bajo  |
| Motivos Sociales    | 3,0          |            | 2,4            |               | 3,1      |         | 3,0      |       |
| Capital Humano      | 2,8          | Media      | 4,1            | Alta          | 3,4      | Media   | 4,5      | Alta  |
| Capital Social      | 4,2          | Medio-Alto | 4,0            | Medio         | 3,8      | Medio   | 4,8      | Alto  |
| Cartera             | 2,1          |            | 3,2            |               | 2,8      |         | 2,7      |       |
| Interacción         | 3,2          | Media      | 5,4            | Dedica tiempo | 2,2      | Baja    | 2,2      | Baja  |
| Edad                | 45           | Jóvenes    | 49             | Mayor Medio   | 40       | Jóvenes | 61       | Mayor |

*Fuente: elaboración propia.*

La distribución de los casos de la muestra en estos grupos, permite observar que España es un mercado de inversores emergente. Son pocos los individuos en el

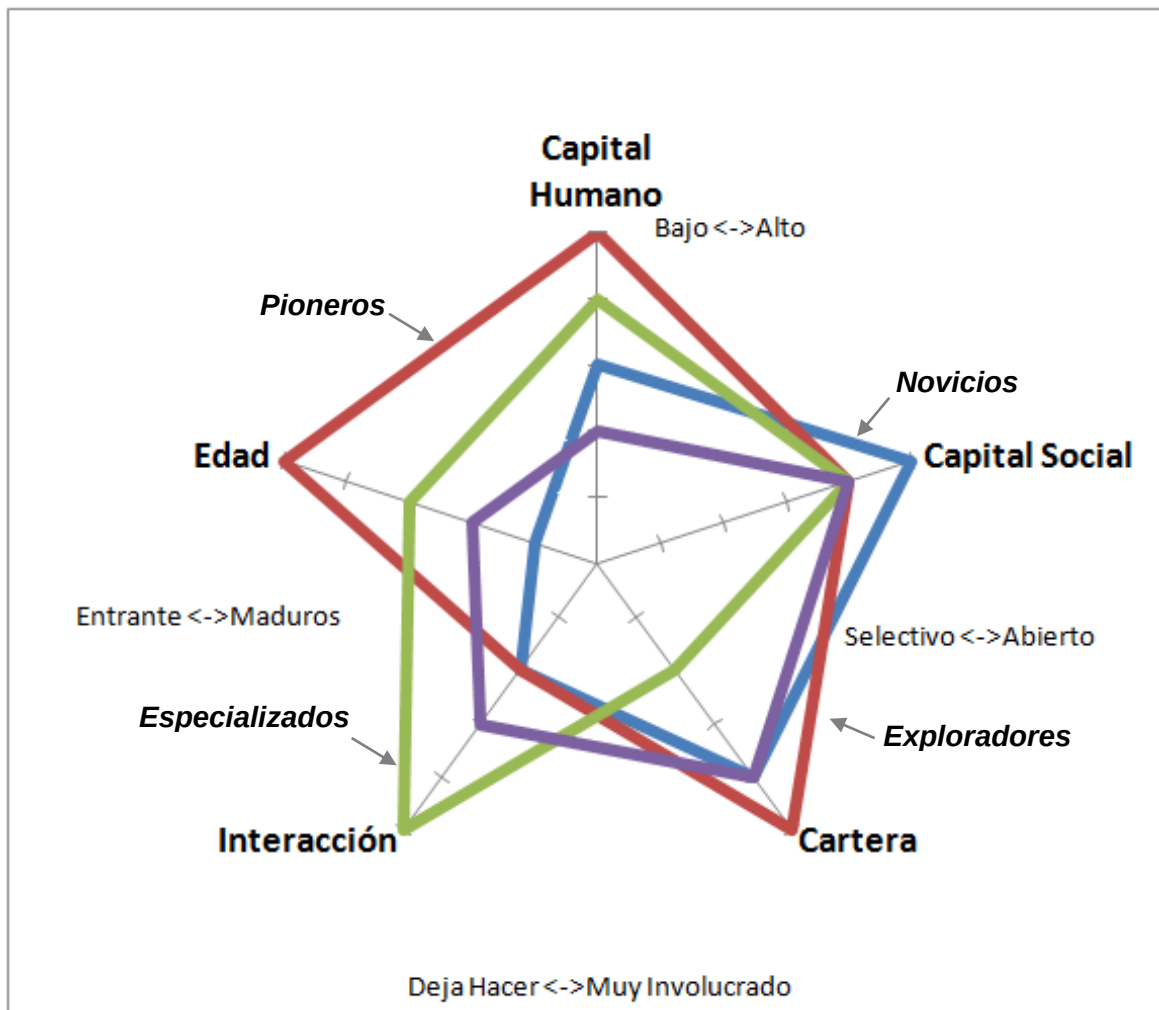
grupo de “Pioneros” que son los inversores que cuentan con mayor experiencia en el proceso de financiación de proyectos emprendedores. Todavía hay mucho que aprender para los nuevos entrantes en el mercado. En contraposición, es interesante resaltar que el grupo de “novicios”, que pueden ser considerados como inversores en potencia, es uno de los más numerosos de la muestra, lo que podría dar algunas evidencias de la fuerza que está tomando este tipo de financiación en España y el potencial de crecimiento que se podrá observar en los próximos años.

Respecto a los grupos de “exploradores” y “especializados” cuyas principales diferencias están en las variables, motivaciones personales, edad y capital humano, son los grupos que están sentando las bases para los nuevos inversores. Por las experiencias de contacto directo con inversores que se tuvo a lo largo de esta investigación, es posible deducir que estos inversores son los que están dirigiendo los esfuerzos para la creación de nuevos grupos y redes de inversores, así como la profesionalización y especialización de los business angels españoles.

En resumen, los cuatro grupos, cumplen una función fundamental en el fortalecimiento del ecosistema español de financiamiento a startups. Los resultados de estos cuatro grupos, sirven como una aproximación a la situación actual del mercado de business angel en el mercado español.

La Figura 4.17 representa mediante un esquema de representación visual las características de cada uno de los grupos de business angels en relación con los criterios elegidos para su interpretación (capital humano, capital social, cartera, interacción y edad).

**Figura 4.17 Tipología de los business angels españoles**



*Fuente: elaboración propia.*

Esta tipología de business angels permite identificar de manera más particular a los business angels dentro de una economía. En futuras investigaciones sería importante hacer pruebas con bases de datos más numerosas para probar su viabilidad, pero para efectos de este estudio representa un importante avance en la generación de conocimiento sobre la función de los business angels de acuerdo con su perfil en España.

Además de hacer una tipología para caracterizar a estos inversores, el tercer objetivo de esta investigación es explorar sobre las contribuciones no financieras que hacen los inversores a las empresas en las que invierten con la intención de mejorar el desempeño de las mismas. En el modelo de investigación propuesto (Figura 2.9), se considera que estas contribuciones tienen gran incidencia en la

definición de las estrategias, así como en las decisiones que se toman en las startups y que afectan su valor y su desempeño percibido (i.e. ventas, empleados y clientes). El modelo propuesto para la investigación esta esquematizado en la Figura 4.18

**Figura 4.18 Modelo de investigación. Contribuciones no financieras**



*Fuente: elaboración propia.*

Las contribuciones no financieras de los BA se clasificaron de acuerdo a la percepción del participante, sobre su capital social (Nahapiet y Ghoshal, 1998) y su capital humano (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008). La experiencia, contactos y conocimientos del inversor tendrán efecto en el desempeño de la empresa, ya sea para lograr la permanencia en el mercado o para alcanzar el éxito (Alemany y Martí Pellón, 2005; Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2002; MacMillan et al., 1989; Sapienza, 1992; Sapienza y Gupta, 1994; Sapienza y Manigart, 1996). El modelo elaborado por Maula et al. (2005) en el que se definen grupos de contribuciones no financieras, de acuerdo con el capital humano y social del inversor, fue la referencia utilizada para el análisis de la base de datos en este apartado. La Figura 4.19, integra la propuesta de Maula et al. (2005).

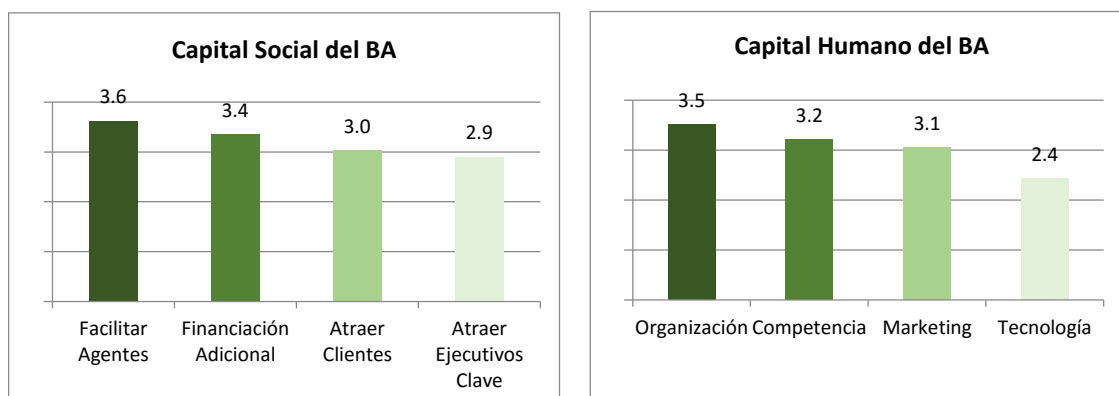
**Figura 4.19 Origen de las contribuciones no financieras**



*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

En este sentido, los valores promedio obtenidos en el cuestionario acerca de las contribuciones no financieras, demuestran que los business angels españoles usan su capital social en mayor medida para facilitar la puesta en contacto de los emprendedores con otros agentes como proveedores, competidores y asesores tal y como se observa en la figura 4.20. Mientras que en relación el capital humano de los inversores, tiene un impacto distintivo sus aportes para la organización y gestión de la startup (evaluación y definición de estrategias, personal, gestión de crisis, entrenamiento del equipo, organigrama, estructura, etc.). Se ha confirmado que las empresas tendrán mejor desempeño en la medida en la que las personas que tomen decisiones cuenten con experiencias previas relevantes que les permitan desarrollar nuevas estrategias para la startup (Shrader y Siegel, 2007).

**Figura 4.20 Contribuciones no financieras de los business angels**



*Fuente: elaboración propia.*

Con el propósito de encontrar diferencias que permitan inducir la importancia de diferentes atributos de capital social y de capital humano de los inversores, se presentan los valores medios de las puntuaciones asignadas a los mismos, en función a la tipología propuesta de business angels (novicios, pioneros, especializados y exploradores).

En relación con el capital social inversor que tiene que ver con las personas a las que conocen y que conforman su red de contactos para ser utilizada en beneficio de los emprendedores, ya se ha mencionado que la principal contribución de los inversores es facilitar la puesta en contacto del emprendedor

con agentes clave para la startup, tales como proveedores, competidores, asesores, este tipo de contribución es el más alto para los cuatro clústers. Los emprendedores e inversores forman parte del ecosistema emprendedor. En él participan otros agentes como universidades, incubadoras, aceleradoras, centros de emprendimiento, firmas de capital riesgo y prestadores de servicios tales como bancos, abogados, contadores, entre otros, cada uno de ellos tiene un rol y una función importante en la consolidación de la actividad emprendedora (OECD, 2011).

En general, el capital social del inversor le ayuda a los emprendedores a tener acceso a nuevos clientes, así como a dar credibilidad a la empresa y a conseguir futuras rondas de inversión (Munck, 2009)

El grupo de business angels “especializados”, es el que tiene los promedios más altos de contribución en tres elementos relacionados con el capital social; atracción de ejecutivos clave, agentes clave, y financiación futura. No solo se evalúa la capacidad del business angel para atraer personas de su red de contactos hacia la startup, sino que también se considera que la presencia del inversor ayuda a que la startup sea más atractiva y tenga mayor credibilidad para facilitar la colaboración de otros agentes.

En cuanto a la obtención de fuentes alternativas de financiación futura, son también los business angels “especializados” los que hacen una contribución más importante para las empresas de su cartera. Este resultado era de esperarse, ya que su experiencia en actividades específicas les permite ocupar un lugar importante en el mercado. Su inversión en los proyectos, ayuda a dar credibilidad y reputación al proyecto y al equipo emprendedor, será más fácil que otros inversores estén dispuestos a colocar mayores cantidades de capital en rondas futuras. Cuando ya existen inversores de rondas anteriores, es posible que el tiempo del proceso de debida diligencia disminuya porque los nuevos inversores tomarán información de la evaluación realizada por sus antecesores (Wong et al., 2009) y promueve su participación.

En general, la función de atracción de ejecutivos clave, es la que tiene el menor promedio de los cuatro aspectos analizados. Es posible asumir que los inversores dejan esta actividad en manos del equipo emprendedor.

Respecto de facilitar la puesta en contacto del equipo emprendedor con nuevos clientes, el grupo de los “especializados” y el de los “exploradores” son los que realizan la mayor contribución. En ambos grupos se encuentra por arriba de la media. Esta función está relacionada con el que el equipo emprendedor tenga acceso a canales de ventas y mercadeo; a fortalecer la identidad de marca y a dar reputación del producto. La Tabla 4.8, presenta los resultados de las contribuciones no financieras relacionadas con el capital social del inversor para cada uno de los grupos.

**Tabla 4.8 Contribuciones de capital social por grupo**

|                       | Facilitar Agentes | Atraer Ejecutivos<br>Clave | Financiación<br>Adicional | Atraer Clientes |
|-----------------------|-------------------|----------------------------|---------------------------|-----------------|
| <b>Exploradores</b>   | 4,0               | 2,6                        | 3,6                       | 3,5             |
| <b>Especializados</b> | 3,8               | 3,0                        | 3,6                       | 3,4             |
| <b>Novicios</b>       | 3,4               | 3,0                        | 3,2                       | 3,0             |
| <b>Pioneros</b>       | 3,5               | 2,7                        | 3,3                       | 2,3             |

*Fuente: elaboración propia.*

De acuerdo con los resultados de la muestra, el capital humano del inversor, tiene más influencia en los aspectos relacionados con la organización de la startup (evaluación y definición de estrategias, personal, gestión de crisis, entrenamiento del equipo, organigrama, estructura, etc.). Frecuentemente cuando se trata de startups del sector tecnológico, es muy común que los emprendedores conozcan todo sobre su producto pero que no estén familiarizados con la gestión y administración de la misma (De Clercq y Sapienza, 2001; Macht y Robinson, 2009; Maula et al., 2005; Mosey y Wright, 2007).

Al igual que en las contribuciones de capital social, como era de suponerse el grupo de inversores “especializados” son los que tienen la mayor contribución en

los cuatro aspectos analizados (organización, marketing, competencia y tecnología) con promedios por arriba de la media.

El grupo de inversores “pioneros” contribuye fuertemente a ayudar al equipo emprendedor a comprender la competencia, esto incluye la forma en la que su modelo de negocio será lo suficientemente valioso para entrar y permanecer en el mercado. Este tipo de contribución es estratégica de ella se desprenden las acciones de internacionalización, el modelo de negocio y la comprensión del mercado, entre otras. Era de esperar que los inversores pioneros sean aquellos con mayor impacto en este tipo de contribución, ya su experiencia y conocimiento del sector en el que invierten les permite definir las mejores estrategias.

En cuanto al marketing de la startups, son los inversores del grupo de “especializados” aquellos que hacen una mayor contribución. El marketing, también es un aspecto estratégico para una nueva empresa de alto impacto, incluye la definición del plan de marketing, definición del precio, desarrollo del producto, acciones de comercialización y publicidad, etc.

El aspecto en el que existe menor contribución por parte de los inversores es en la tecnología. El menor valor medio en el grupo de los novicios es contradictorio ya que a priori se podría suponer que al tratarse de inversores más jóvenes tengan mayor comprensión de la tecnología propuesta por la startup y sean capaces de proporcionar una mayor contribución. Por su parte, el mayor registro del grupo de especializados es coherente con su condición de expertos lo que les proporciona mayores elementos para contribuir en aspectos relacionados con la tecnología. Los inversores que agregan valor en este aspecto, son capaces de aportar nuevos conocimiento e innovaciones tecnológicas que son útiles para la empresa.

La Tabla 4.9, presenta los resultados de las contribuciones no financieras relacionadas con el capital humano del inversor para cada uno de los grupos.

**Tabla 4.9 Contribuciones de capital humano por grupo**

|                       | Organización | Marketing | Competencia | Tecnología |
|-----------------------|--------------|-----------|-------------|------------|
| <b>Exploradores</b>   | 3,6          | 3,2       | 3,3         | 2,5        |
| <b>Especializados</b> | 3,9          | 3,4       | 3,6         | 2,8        |
| <b>Novicios</b>       | 3,4          | 2,8       | 2,9         | 1,9        |
| <b>Pioneros</b>       | 3,7          | 2,2       | 3,7         | 2,5        |

*Fuente: elaboración propia.*

Para finalizar, se debe mencionar que el test Anova de valores medios no registró diferencias estadísticas significativas entre grupos (Anexo 6).

El análisis realizado en el apartado cuantitativo de esta investigación permite observar que existen diferencias significativas entre los tipos de aportes no financieros de los business angels y que un análisis más detallado de su perfil es pertinente.

La propuesta de tipología es una primera aproximación para encontrar diferencias y similitudes entre los tipos de contribuciones realizadas por business angels. Dada la inexistencia de tipologías de business angels en términos de sus aportes no financieros es prematuro evaluar si estas son características de todos los mercados en los que actúan o solo de aquellos en etapas emergentes. Eventualmente esta clasificación podría servir como evidencia de la situación de un mercado determinado e incluso podría ser usada para comparar a los business angels de varias economías.

Por último, la tipología propuesta también sirve para identificar el valor que agregan los business angels a las startup de su cartera, lo que proporciona información altamente relevante para los emprendedores, ya que si ellos hacen un análisis sobre algunas características del perfil del inversor (edad, cartera, motivación, capital humano y social), pueden identificar aspectos asociados con la capacidad del inversor para agregar valor a sus startups.

## **4.2 Una perspectiva cualitativa del papel del business angel en el proceso de financiación de una nueva empresa en España**

En este apartado se analizará la trayectoria de una exitosa startup española, esto servirá para obtener información exploratoria sobre el rol, las contribuciones y el comportamiento de los business angels a lo largo de un proceso específico de financiación. Además el caso elegido representa uno de los principales éxitos de emprendimiento en el mercado español, principalmente por el valor de venta que obtuvo esta startup en un lapso de cuatro años desde su creación. El planteamiento del caso se hizo considerando los temas más relevantes en la literatura y las evidencias servirán para la definición de proposiciones para ser testadas en estudios posteriores.

### **Aspectos generales de la empresa**

La descripción cronológica de esta startup contempla el periodo (2005-2010) e incluye los hitos más relevantes de su trayectoria. Como una forma de preservar el anonimato, se han utilizado pseudónimos tanto para la startup, así como para los emprendedores e inversores involucrados en el caso. La información descriptiva de esta sección fue recopilada durante el 2013, a través de entrevistas no estructuradas realizadas a los cofundadores e inversores y otras fuentes de investigación secundarias. Las entrevistas sirvieron para obtener información sobre la dinámica general de la empresa y la interacción entre emprendedores e inversores, desde el surgimiento de la idea (2005) hasta la venta a un socio mayoritario cinco años más tarde (2010).

La identidad y muchas características del perfil de los involucrados (fundadores e inversores), así como información relevante de la startup previamente obtenida a través de búsquedas en Internet y confirmada durante las entrevistas.

La startup, un sitio web pionero e innovador para facilitar la interacción de personas, principalmente jóvenes de entre 14 a 35 años, fue fundada y constituida en 2005 por tres jóvenes españoles. Un año más tarde se unieron al equipo de fundadores otros dos jóvenes de nacionalidad norteamericana. La filosofía bajo la cual fue desarrollado el sitio era la exclusividad, el acceso era

solo por invitación de otros usuarios. La información estaba limitada a las personas que conformaban la red de cada uno de los participantes. Esta startup representaba una revolución para el mercado español de internet y marcó tendencia en la manera en la que los jóvenes se relacionan con sus amigos a través de medios electrónicos.

En 2006 los emprendedores lograron el lanzamiento de un primer prototipo del sitio web que les permitió validar la aceptación en el mercado, captando 1000 usuarios. Este prototipo y las métricas en usuarios registrados representaron la puerta de entrada a la financiación, que además ya se volvía necesaria para continuar con el desarrollo de una plataforma más sólida. En la primera ronda de financiación de la startup (septiembre 2006) levantaron 550 mil euros con la aportación de cuatro business angels españoles, tres de ellos con amplio conocimiento del sector Internet. La mezcla de conocimiento, experiencia y contactos del grupo de inversores era muy favorecedora para la startup durante esta etapa inicial.

Además de los inversores y los emprendedores, fue necesaria para la startup la contratación de ejecutivos clave. En cinco años, contrataron más de una decena de expertos en áreas tecnológicas y de sistemas, diseño, marketing, recursos humanos, gestión y dirección de empresas. Los nuevos ejecutivos de la startup tenían experiencia en puestos directivos en otras empresas. Contaban con gran experiencia previa acumulada y serían fundamentales para desarrollo acelerado que presentaba la startup. La intervención de los business angels facilitó la contratación de estos ejecutivos, ya que formaban parte de su red de contactos.

La startup crecía tanto en usuarios como en contratación de personal para las distintas áreas. El diseño del software que procesaba la información de los usuarios activos del sitio (*back-end*) requería muchos recursos financieros. En el 2007 este tipo de tecnologías eran muy caras y el capital existente no era suficiente para apoyar su evolución. La empresa entraba en un ciclo de crecimiento acelerado de usuarios lo que generaba altos costes tecnológicos. Las principales dificultades a las que se enfrentaba la startup estaban relacionadas con su incapacidad de generar ingresos. Las acciones de

monetización<sup>29</sup> se convertían en prioridad. Con el objetivo de obtener ingresos a través de patrocinios y venta de publicidad, algunas funcionalidades fueron agregadas al sitio.

Desde el principio los emprendedores vislumbraban la posibilidad de crecer y expandirse, pero debían decidir si era mejor el crecimiento local o internacional. En un primer momento, deciden esperar y hacerse un poco más fuertes en el mercado español ya que la internacionalización requería mucho capital. En el mercado surgieron competidores que comprometían la sobrevivencia de la empresa. Sitios similares llegaban con fuerza a Europa, principalmente desde América.

Los fundadores contactan con inversores potenciales para levantar más capital. El reto de la startup era intensificar las acciones de monetización y buscar una posible expansión internacional. Además debían hacer frente a la llegada a España del portal líder Americano. En junio de 2008, logran atraer un nuevo socio de mayor tamaño y consiguen la tercera ronda de financiación por 9.5 millones de euros con un fondo de capital riesgo. El valor Post Money<sup>30</sup> de la empresa queda en 55.8 millones de euros, lo que para una startup fundada apenas un año y medio antes, era un gran éxito. Este fondo de capital riesgo entra al proyecto como accionista con algunos poderes políticos sobre el resto de los inversores.

El 2009, comienza con un incremento importante de usuarios. Si bien éstos alcanzaron los 5 millones, la empresa no lograba ser autosuficiente. El fondo de capital riesgo que entró en la tercera ronda de financiación, tenía la capacidad financiera para hacer frente a una nueva ampliación de capital, pero esto significaba la dilución<sup>31</sup> de la participación de varios de los inversores. Otra alternativa era buscar la salida de los inversores a través de la adquisición de la

---

<sup>29</sup> Monetización: La monetización de un sitio web es el proceso de convertir el tráfico del sitio web en dinero efectivo. Por ejemplo; anuncios *Pay Per Clic* (pagar por clic), los programas de las filiales, y los anuncios de banderas. <http://inversionario.com/2011/04/que-es-la-monetizacion-o-monetization/>

<sup>30</sup> Valor Post Money: Se refiere al valor de la compañía, después de recibir fondos, tales como inversiones de capital riesgo o inversores ángel y que son añadidas a su cuenta de Balance. <http://www.investopedia.com/terms/p/postmoneyvaluation.asp>

<sup>31</sup> Dilución: Una reducción en el porcentaje de la propiedad de una parte de la acción causada por la emisión de nuevas acciones. Cuando el número de acciones en circulación aumenta, cada accionista existente será dueño de una pequeña, o diluido, el porcentaje de la empresa, por lo que cada acción de menor valor. <http://www.investopedia.com/terms/d/dilution.asp>

startup por un socio comercial de mayor tamaño. De esta manera los inversores y fundadores podrían salir del proyecto con mejores rendimientos. Tenían que encontrarlo antes de que la empresa muriera de éxito por falta de ingresos. La situación de la empresa empezaba a generar tensiones entre los fundadores, el equipo directivo y los inversores, como sucede normalmente en momentos de crecimiento.

Durante el mes de marzo de 2010, llega la propuesta de compra de un Socio Comercial al Consejo de Administración. Dicha propuesta es rechazada por el fondo de capital riesgo, que tenía la mayoría de la propiedad de la startup, sin ser comunicada al resto de los accionistas. Se lleva a cabo la ampliación de capital que había sido planeada meses antes. Finalmente, tras varios meses de negociación, en agosto de 2010, el 80% de la empresa es comprada por un líder del sector telecomunicaciones en España por 70 millones de euros. La adquisición se lleva a cabo como una estrategia del comprador para enriquecer su modelo de negocio. El otro 20% de las acciones quedaron en manos del equipo directivo.

El desempeño de esta empresa, es definitivamente exitoso. El número de usuarios siguió una tendencia de crecimiento, pasando de 650 mil en 2007, a 8 millones al momento de la venta de la empresa en el 2010. Existen registros que confirman que en el 2008, nueve de cada diez chicos españoles eran usuarios del sitio web<sup>32</sup>, con 86% de penetración de mercado.

Eran los principales compradores de servidores en Europa detrás de un portal alemán que solo instalaba 10 por semana.

El número de empleados y colaboradores fue en constante crecimiento. Al momento de la venta, la startup tenía 140 empleados, durante los cinco años previos a la venta, fue necesario contratar expertos en áreas tecnológicas y de sistemas, diseño, marketing, recursos humanos, gestión y dirección de empresas entre otras.

---

<sup>32</sup> Referencia: Entrevista Fundador 2. Realizada 14 abril 2013

Esta startup está considerada como una de las cinco mejores de España, por su crecimiento exponencial y su valor de venta, correspondiente a 70 millones de euros. Además de ser una de las pocas startups españolas en las que se han invertido 12 millones de euros.

Todos estos indicadores, permiten dar cuenta del buen desempeño de esta startup.

En la Tabla 4.10, se presenta un concentrado de los hitos más relevantes de la trayectoria de la empresa en orden cronológico para facilitar su visualización simultánea.

**Tabla 4.10 Línea de tiempo de la trayectoria de la startup**

|      | Hitos                                                                                                                                                                             | Organización                                                                                                                                      |                                                                                | Estrategia                                                                                                                                          | Usuarios | Empleados | Instalaciones  |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------|----------------|
|      |                                                                                                                                                                                   | Equipo<br>Emprendedor                                                                                                                             | Ejecutivos<br>Clave                                                            |                                                                                                                                                     |          |           |                |
| 2005 | Constitución de la empresa por los 3 fundadores iniciales (F1, F2 y F3)                                                                                                           | Fundador 1<br><br>Fundador 2<br><br>Fundador 3                                                                                                    |                                                                                |                                                                                                                                                     |          |           |                |
| 2006 | Primer Prototipo (Semana Santa)<br>Segundo Prototipo (verano)<br>Cambio al nombre oficial (agosto)                                                                                | Fundador 1 sale del proyecto (octubre)<br>Fundador 4 Dir. Producto (octubre)<br>Fundador 5. Sistemas (octubre)                                    | Dir. General (agosto)                                                          | Posible expansión a otros mercados                                                                                                                  | 1000     | 7         | Primer oficina |
| 2007 | Lanzamiento Oficial (enero)<br><br>Surgen oros pequeños competidores en el mercado local.<br><br>Competidor principal 50 millones de usuarios en el mundo y 346 mil en este país. | Fundador 4 Director General (junio)<br>Otorgan participaciones Fundador 4 y Fundador 5 (Septiembre)<br>Fundador 1 regresa al proyecto (diciembre) | Cesan al Director General (junio)<br>Nuevo Director de Tecnología (septiembre) | Profesionalización del management<br>Monetización<br>Hacerse fuertes en el mercado local.<br>Soportar la llegada del líder mundial al mercado local | 649 mil  |           |                |

|      |                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                       |                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                      |                    |     |                 |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----|-----------------|
| 2008 | Entrada del líder mundial al mercado local. Cuarto término más buscado en Google global. Instalaban 50 servidores por semana                                                                                           | Fundador 1, vuelve a salir del proyecto. (septiembre)<br>Fundador 2 y 3 se unen al equipo del Director de monetización. monetización. | Nuevo Dir. Comunicación. (febrero)<br>Nuevo Dir. Monetización (septiembre)<br>Nuevo Dir. de Sistemas (septiembre)                          | Buscar un comprador<br>Monetización<br>Hacerse fuertes el mercado local                                                                                              | 3 millones         | 50  | Segunda oficina |
| 2009 | 500 mil euros de facturación trimestral<br>Tercer término más buscado en Google global<br>Hackean la empresa, 3800 usuarios afectados (diciembre)<br>Se consolidan como el sitio con mayor tráfico en el mercado local | Fundador 2 sale del proyecto<br>Fundador 4<br>Consejero Delegado (septiembre)                                                         | Cesan al Dir. De monetización. (junio)<br>Nuevo Dir. Sistemas. (junio)<br>Nuevo Dir. Gral. . (septiembre)                                  | Salida de los inversores y fundadores a través de la venta a un Fondo Internacional.<br>Salida de los inversores y fundadores a través de la venta a otro comprador. | 7 millones         | 80  | Tercer oficina  |
| 2010 | Cambio de logotipo (febrero)<br>Los compran por 70 millones de euros. 80% de la compañía (agosto)<br>86% de penetración en el mercado local.                                                                           | Fundador 3<br>Vicepresidente                                                                                                          | Nuevo Dir. Operaciones. (enero)<br>El comprador decide mantener al equipo directivo<br>Inversor 4 deja su cargo de Presidente del Consejo. |                                                                                                                                                                      | 8 millones (marzo) | 140 |                 |

Fuente: elaboración propia

### **Proceso de financiación de la startup**

Del 2006 al 2010 la startup tuvo cuatro rondas de financiación. Esta información se describe en la tabla 4.11. La primera fue en septiembre de 2006 por 550 mil euros. En ella participaron cuatro business angels y otros inversores del tipo 3F's (*Family, Friends and Fools*) con menos participación de capital. La contribución de estos inversores fue solo financiera, en ningún momento se involucraron en la gestión, ni en la definición de estrategias, es por eso que no serán incluidos en el análisis.

Durante la segunda ronda de financiación (septiembre 2007) por un millón de euros, los tres fundadores recuperan la mayoría de las acciones de la empresa e incluyen en el equipo fundador a los dos emprendedores recién incorporados como fundadores (F4 y F5). Esta estructura accionarial, permitió a los emprendedores tener mayoría de puestos en el Consejo de Administración. Según datos de Wong et al., (2009) en el 80% de las empresas financiadas por

BAs, los emprendedores dominan la mayoría de plazas del Consejo de Administración (Wong et al., 2009)

En junio de 2008, los emprendedores y otros colaboradores atraen un nuevo inversor. Levantan la tercera ronda de financiación por 9.5 millones de euros con la participación de un fondo de capital riesgo. Esta fue la ronda más grande que alcanzó la startup, y a tan solo dos años de su fundación representaba mucho capital.

En marzo de 2010, un poco antes de la venta, se toma la decisión desde el Consejo de hacer una ampliación de capital para mejorar las finanzas de la empresa y ser más atractivos para la compra de la startup en el mercado.

**Tabla 4.11 Rondas de financiación de la startup**

|   | Fecha           | Inversores                              | Monto              | Valor Post Money       |
|---|-----------------|-----------------------------------------|--------------------|------------------------|
| 1 | Septiembre 2006 | 4 BAs + 2 F&F&F                         | 550 mil euros      | 2 millones euros       |
| 2 | Septiembre 2007 | Re compra acciones.<br>Otros inversores | 1 millón euros     |                        |
| 3 | Junio 2008      | Fondo de Capital Riesgo                 | 9.5 millones euros | 55.8 millones de euros |
| 4 | Marzo 2010      | Ampliación de Capital                   |                    |                        |

*Fuente: elaboración propia*

En el modelo de investigación propuesto (Figura 2.9) se identifican cuatro actores relevantes en el desarrollo de la startup. Los actores internos son los emprendedores, inversores y ejecutivos clave. Los actores externos son el mercado y los compradores potenciales que también son integrados al modelo (Figura 4.21).

**Figura 4.21 Agentes relevantes**



*Fuente: elaboración propia*

Para esta investigación se destaca el capital humano y social de los business angels como origen de las contribuciones no financieras que ayudan a incrementar el valor de la startup. En esta sección se describe el capital humano y social de todos los involucrados en la startup desde la fundación hasta la venta, emprendedores, inversores y equipo directivo.

Por capital humano se entiende el cúmulo de conocimientos y habilidades que las personas han adquirido previamente durante su trayectoria profesional. En el caso de los inversores, todas las experiencias previas a su inversión en la empresa (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008). Kirzner (1978) incluye dentro de capital humano del emprendedor, algunas habilidades tales como la creatividad, visión, la capacidad de innovación, la habilidad de identificar oportunidades (Kirzner, 1978).

Por otro lado, el capital social de acuerdo con la definición de Nahapiet y Ghoshal (1998) es “la suma de los recursos actuales y potenciales; incluidos dentro, disponibles durante y derivados de, las redes de relaciones que posee un individuo o una unidad social.” (Nahapiet y Ghoshal, 1998).

Para un emprendedor naciente, resulta complejo conformar un equipo para fundar la empresa. En etapas iniciales, lo lógico será que busque personas que complementen su perfil y que le ayuden a equilibrar sus áreas débiles. Los equipos balanceados son aquellos que están integrados por personas con habilidades complementarias (Hill y Power, 2002).

Aunque algunos estudios demuestran que la heterogeneidad de los equipos no tiene relación directa con el buen desempeño de la empresa, en etapas iniciales, contar con un equipo heterogéneo servirá para agregar valor (Shrader y Siegel, 2007). Fundador 1 tenía muy claro lo que necesitaba para iniciar con su proyecto:

*“...había que tener a alguien que tuviese la visión de qué iba a ser el producto... y esa persona era yo... necesitabas a alguien que pudiese hacer esa visión realidad, ese era un ingeniero en sistemas. Y necesitabas a alguien que lo pusiese de moda” (F1).*

Los tres fundadores de esta startup eran emprendedores españoles nóveles de entre 22 y 25 años. Al momento de crear la empresa estaban a punto de terminar su formación universitaria. Su formación académica era diversa y complementaria, los emprendedores estaban estudiando licenciaturas en informática, empresariales y jurídicas. Se trataba de emprendedores con buena formación profesional. Como se sabe, los individuos con alto capital humano tienden a crear empresas exitosas (Colombo y Grilli, 2009).

Un año más tarde, se unen al equipo de fundadores otros dos jóvenes de nacionalidad norteamericana. La formación tecnológica de estos dos jóvenes era muy sólida, adicionalmente ya tenían experiencia previa como emprendedores en Estados Unidos de América.

Uno de ellos, F4, era amigo de F1 y tenía experiencia como emprendedor en el sector internet y el otro era un ingeniero en sistemas, F5, que también había sido emprendedor junto con F4 en Silicon Valley, California.

El equipo emprendedor y fundador de esta startup a un año de fundada estaba integrado por cinco jóvenes, tres españoles y dos norteamericanos. En la tabla 4.12, se describen las características demográficas y de capital humano de los integrantes del equipo emprendedor.

**Tabla 4.12 Conformación del equipo emprendedor**

|              | F1 | F2 | F3 | F4 | F5 |
|--------------|----|----|----|----|----|
| Entrevistado | Sí | Si | No | No | No |

|                                     |                                      |                       |                                                     |                                                   |                       |
|-------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------|
| Sexo                                | M                                    | M                     | M                                                   | M                                                 | M                     |
| Edad                                | 22                                   | 26                    | 24                                                  | 24                                                | 24                    |
| Formación                           | Licenciatura Empresariales y Derecho | Ingeniero en Sistemas | Licenciatura Administración y Dirección de Empresas | Literatura Española y Relaciones Internacionales, | Ingeniero en Sistemas |
| Experiencia previa como emprendedor | No                                   | No                    | No                                                  | Si                                                | No                    |
| Experiencia en el sector            | No                                   | No                    | No                                                  | Si                                                | Si                    |
| Experiencia Internacional           | No                                   |                       | No                                                  | Si                                                | Si                    |
| Emprendimientos posteriores         | Sí (2)                               | Sí (2)                | Sí                                                  | No                                                | Sí                    |

Fuente: elaboración propia

El capital humano acumulado de los 5 fundadores estaba bien equilibrado en cuanto a tecnología y gestión de empresas. Las principales debilidades del equipo emprendedor eran la incipiente trayectoria laboral y su prácticamente nula experiencia como emprendedores. No tenían contactos relevantes en el sector internet. Esto permite destacar la siguiente proposición:

*P1: En la creación de startups tecnológicas, a mayor debilidad de conocimientos y contactos en el equipo emprendedor, mayor necesidad de integrar business angels al proyecto.*

Los business angels son inversores que proveen de experiencia y contactos a las startups en las que invierten (Mason y Harrison, 1995; Munck, 2009). En las empresas se produce intercambio de capital social, humano y financiero del inversor para fortalecer la oportunidad de negocio y generar beneficios financieros en la empresa (Prowse, 1998; Yitshaki, 2008). Los business angels involucrados constituyeron el complemento ideal de experiencia que requería el equipo emprendedor para esta etapa de surgimiento.

Las evidencias del caso, permiten identificar la existencia de relación entre la falta de conocimiento y experiencia de los emprendedores y la necesidad de integrar un business angel con amplia experiencia que los ayude a hacer frente a sus debilidades como equipo emprendedor.

En la financiación de esta startup participan cuatro business angels que entran en la primera ronda de financiación. El primero en firmar el cheque para financiar la startup, Inversor 1, era un chico joven pero visionario y con capacidad para invertir. Para este inversor, se trataba de su primera experiencia como business angel. Se sintió atraído por la oportunidad de negocio, ya que un año antes le había tocado vivir de cerca el lanzamiento de un portal similar en el continente americano. Allí se percató del potencial de este tipo de proyectos y por eso decidió apoyar a los jóvenes emprendedores con quienes había tenido relación previa. La entrada de este primer inversor dio credibilidad al proyecto y atrajo a otros dos BAs, (I2 e I3) que tenían gran prestigio como inversores porque un par de años antes habían financiado la creación de otra startup, también basada en Internet, con un éxito millonario que logró cotizar en la Bolsa. El Inversor 2, experimentado hombre de negocios de 62 años que tenía gran conocimiento en el sector internet y amplia cartera de proyectos como inversor. El Inversor 3, era un reconocido directivo de grandes empresas nacionales. Contaba con mucha experiencia en gestión de empresas y como líder de equipos de trabajo.

El cuarto inversor del proyecto era un joven ejecutivo de una de las principales empresas transnacionales de internet. Rondaba los 30 años y se trataba de su primera experiencia como inversor. Su posición laboral le permitía estar al día en las principales tendencias mundiales de los negocios por internet. Además tenía excelente relación y cercanía con el equipo emprendedor.

Al tratarse de un modelo de negocio completamente innovador basado en internet, que era un sector nuevo, con menos de una década de desarrollo, la experiencia de los inversores en la industria no podía ser muy amplia, tal como lo expresa uno de los inversores durante la entrevista.

*“Nunca formé parte del equipo directivo de la empresa, me faltaba experiencia, pero al final a todos les faltaba experiencia”. (I1)*

La Tabla 4.13 incluye la descripción de las principales características del capital humano y social de los business angels involucrados en esta startup.

**Tabla 4.13 Descripción Equipo de inversores**

|                                                               | <b>Inversor<br/>1</b>        | <b>Inversor<br/>2</b>       | <b>Inversor 3</b>           | <b>Inversor 4</b>      |
|---------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|
| Entrevistado                                                  | Sí                           | Sí                          | No                          | No                     |
| Sexo                                                          | M                            | M                           | M                           | M                      |
| Edad                                                          | 26                           | 62                          | 52                          | 36                     |
| Formación                                                     | Licenciatura                 | Licenciatura                | Máster                      | Máster                 |
| Años de experiencia en el sector                              | 1                            | 6                           | 6                           | 1                      |
| Cargo                                                         | Consejero                    | Ninguno                     | Ninguno                     | Presidente del Consejo |
| Años experiencia como inversor                                | 0                            | 10                          | 10                          | 0                      |
| Años experiencia Directiva                                    | 1                            | 25                          | 17                          | 8                      |
| Años de Experiencia Financiera                                | 1                            | 20                          | 17                          | 12                     |
| Experiencia como emprendedor                                  | No                           | Sí                          | No                          | Sí                     |
| Éxito anterior en una startup (desinversión o salida a bolsa) | No                           | Sí                          | Sí                          | No                     |
| Distancia traslado a la empresa                               | 2 hrs. avión.                | Misma Ciudad                | Misma ciudad                | Misma ciudad           |
| Frecuencia de la comunicación                                 | 1 vez cada dos o tres meses. | 1 vez cada dos o tres meses | 1 vez cada dos o tres meses | Diario                 |
| Inversiones posteriores a esta startup.                       | Sí                           | Sí                          | Sí                          | Sí                     |

*Fuente: elaboración propia (Información al momento de la inversión)*

De acuerdo al modelo de investigación desarrollado para esta investigación (Figura 4.22), el capital humano y social del inversor, son el punto de partida de las contribuciones no financieras que puedan hacer a la startup. En la medida en que el capital humano del inversor sea más fuerte, podrán hacer aportaciones de mayor calidad (Macht y Robinson, 2009).

**Figura 4.22 Origen de las contribuciones no financieras del inversor**



*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

Se observa una relación entre el capital humano y social del inversor y su capacidad para hacer contribuciones no financieras a las empresas de su cartera, dicha relación da lugar a la siguiente proposición:

*P2: En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de capital humano y capital social de los inversores, mayor capacidad para realizar contribuciones no financieras.*

De entre las contribuciones no financieras que hacen los inversores se identifica la atracción de agentes relevantes para la startup, tales como algunos ejecutivos clave, que surgen de entre la red de contactos de los inversores.

El primer Director General de la startup fue propuesto por uno de los inversores. Fue él quien ayudó al establecimiento, ejecución y dirección de los requisitos iniciales de la startup. Junto con el equipo de emprendedores ayudó a definir el nombre comercial de la startup que permanece en la actualidad.

Las experiencias previas de los ejecutivos son relevantes en el proceso de definición de estrategias (Shrader y Siegel, 2007). Antes de la venta de la startup en 2010, se contrataron once ejecutivos para realizar funciones clave dentro de la empresa. En la Tabla 4.14, se hace la descripción de las características principales de estos once ejecutivos. Los datos de la columna “Recomendado” muestran que cuatro de ellos entraron a la empresa por recomendación de alguno de los inversores. Otros tres tenían relación previa con alguno de los fundadores y es por eso que se unen al equipo.

**Tabla 4.14 Integración del equipo directivo**

| Cargo                                      | Periodo                          | Recomendado | Ultimo nivel de responsabilidad      | Experiencia en internet |
|--------------------------------------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------------|-------------------------|
| Director General                           | Agosto – dic. 2006               | Inversor 3  | Director General                     | Si                      |
| Director de Recursos Humanos y Marketing   | Verano 2006                      | Inversor 4  |                                      |                         |
| Director Diseño                            | Octubre 2006                     | Fundador 4  |                                      |                         |
| Director de tecnología                     | Septiembre 2007 – actualidad     | Fundador 4  | Emprendedor y Director de Tecnología | Si                      |
| Director de Monetización                   | Septiembre 2008 – junio 2009     | Fundador 1  | Director de negocios digitales       | Si                      |
| Director de Sistemas                       | Septiembre 2008                  |             |                                      | Si                      |
| Director de Comunicación                   | Febrero 2008 – marzo 2011        |             | Redactor                             | No                      |
| Ingeniero Sistemas Senior                  | Julio 2009 – febrero 2012        |             | Consultor                            | Si                      |
| Director General                           | Septiembre 2009 – diciembre 2010 | Inversor 4  | Directora General Internet           | Si                      |
| Director de Desarrollo de Negocio y Ventas | Octubre 2009 – actualidad        |             | Ventas                               | Si                      |
| Director de Operación de Sistemas          | Enero 2010 – mayo 2011           | Inversor 4  | Director Operaciones                 | Si                      |

*Fuente: elaboración propia*

En el proceso de creación de startups y principalmente cuando es liderado por emprendedores jóvenes, es común que tengan grandes habilidades y conocimientos tecnológicos, pero que carezcan de conocimiento sobre la gestión de empresas (De Clercq y Sapienza, 2001; Macht y Robinson, 2009; Maula et al., 2005; Mosey y Wright, 2007). Es por eso que resulta fundamental la atracción de ejecutivos clave que ayuden a consolidar la startup. Se visualiza la existencia

de relación entre el capital humano (conocimiento y experiencia) de los ejecutivos clave con la capacidad de mejorar el desempeño de la startup.

Las posibilidades de éxito para la startup, se incrementan cuando se integran ejecutivos que junto con los emprendedores, forman un equipo fuerte y cohesionado (MacMillan et al., 1989).

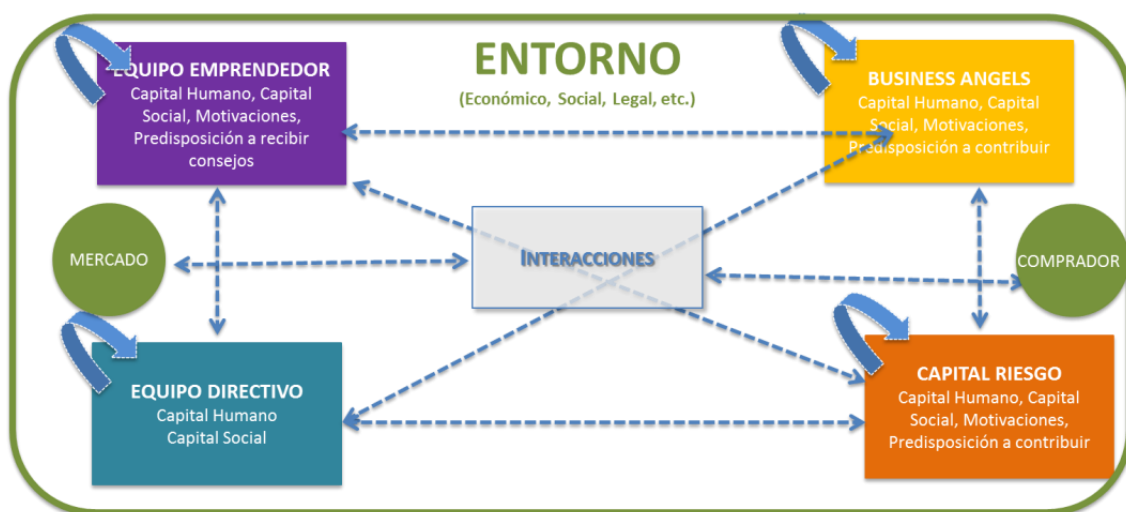
**Tabla 4.15 Propositiones de agentes relevantes**

| Proposición | Descripción                                                                                                                                                                           |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>P1:</i>  | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor debilidad de conocimientos y contactos en el equipo emprendedor, mayor necesidad de integrar business angels al proyecto.</i>     |
| <i>P2:</i>  | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de capital humano y capital social de los inversores, mayor capacidad para realizar contribuciones no financieras.</i> |

*Fuente: elaboración propia*

Una vez descrito el perfil de los actores involucrados en esta startup y sus contribuciones no financieras, es importante analizar las interacciones entre ellos. Para el análisis también se han recogido algunos fragmentos de las entrevistas hechas a emprendedores e inversores. Las interacciones se presentan en un entorno determinado en el que los aspectos económico, legal, social, etc. Intervienen y tienen impacto es por eso que han sido considerados dentro del modelo (Figura 4.23). Adicionalmente y conforme la trayectoria de la startup fue avanzando se integran otros actores como el posible comprador y por supuesto el mercado.

**Figura 4.23 Interacciones**

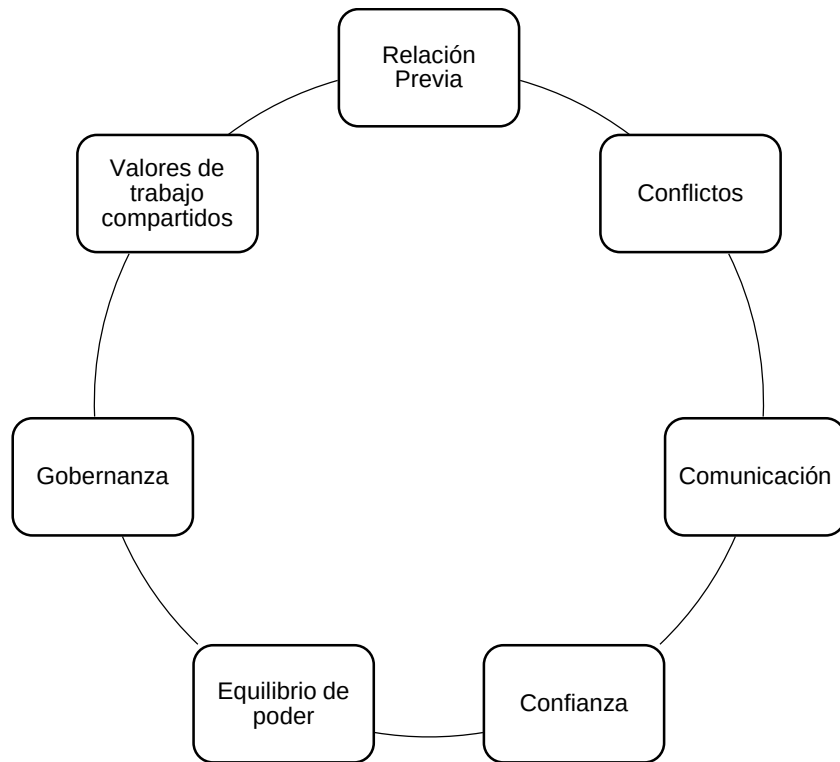


*Fuente: elaboración propia*

Las relaciones son procesos de conocimiento constante del otro y de adaptación a sus preferencias e idiosincrasia (Paul et al., 2007). En esta investigación, es importante analizar las interacciones porque éstas delimitarán el tipo de contribuciones no financieras que los inversores hagan al proyecto.

Los elementos considerados en el análisis de la interacción entre los actores involucrados, fueron tomados del modelo elaborado por (Cable y Shane, 1997; Shepherd y Zacharakis, 2001). Los autores incluyen en el análisis de las interacciones, algunos elementos como la aparición de conflictos, la confianza, la gobernanza, los valores de trabajo compartidos, las relaciones previas, y el balance de poder entre todos los implicados. Los elementos se presentan en la Figura 4.24 citada previamente en el capítulo de revisión de la literatura (Figura 2.7).

**Figura 4.24 Elementos de la interacción entre actores**



*Fuente: elaboración propia, basado en Cable y Shane (1997)*

Durante las entrevistas se cuestionó a los participantes sobre estos siete elementos, para poder obtener evidencias que apoyen el análisis de la interacción entre los involucrados en esta startup.

Respecto a la interacción entre emprendedores e inversores es bien sabido que la creación de nuevas empresas requiere del trabajo conjunto entre ellos (Amit, Glosten y Muller, 1990). El éxito en la relación entre ellos, facilitará la puesta en común de las necesidades del equipo (Paul et al., 2007). En la etapa de post inversión, que es la más larga en el proceso de inversión, los emprendedores e inversores conforman un equipo que debe actuar cohesionado para el logro de los objetivos empresariales. La cohesión del equipo está determinada por la interacción que existe entre ellos.

Un aspecto importante a considerar, es la existencia de relaciones previas entre los involucrados. Para el caso de esta startup, se tiene evidencia de que los inversores, I3 y I4 ya conocían previamente a uno de los fundadores de esta startup. Dicha relación no estaba vinculada a aspectos profesionales, pero les

daba alguna garantía a los inversionistas sobre la credibilidad del emprendedor. El resto de los emprendedores, no tenían ningún tipo de relación previa con los inversionistas.

Dentro de las interacciones, es imposible omitir el conflicto que es un tema latente en toda interacción. Son muchos los elementos asociados a la aparición de conflictos y lo más relevante es identificar formas eficientes de resolverlos. Algunos estudios demuestran que la diversidad de los grupos es identificada como un antecedente para el conflicto (Williams y O'Reilly iii, 1998). Inversores y emprendedores conforman un grupo muy heterogéneo, en el cuál existe una relación de interdependencia (Collewaert, 2008), es decir, que unos necesitan de los otros para alcanzar sus objetivos. La maximización de capital y el crecimiento de la empresa serán objetivos compartidos, pero la visión del negocio puede no serlo.

*“la gente tomaba partido por un lado o por el otro, dependiendo de cada cosa”. (F2)*

Lo que permite formular la siguiente proposición:

*P3: En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de integrantes (emprendedores e inversores), mayor probabilidad (propensión) de conflicto.*

Otros estudios, confirman que los conflictos pueden causar la salida prematura de alguno de los involucrados (Collewaert, 2012). Durante las entrevistas con emprendedores, se identificaron evidencias relacionadas estas salidas prematuras.

*“yo tenía muchas ganas de quedarme en la empresa pero la situación no lo brindaba” (F2)*

Las salidas prematuras y sobre todo cuando van acompañas de alguna situación conflictiva pueden frenar el crecimiento de la startup. Los integrantes saldrán eventualmente del proyecto, pero en la medida de lo posible, esto no debe estar relacionado con una situación límite. El éxito en la relación entre inversores y emprendedores, facilitará la puesta en común de las necesidades del equipo

(Paul et al., 2007). Los conflictos entre los diferentes agentes de la empresa, distorsionan la definición de estrategias y hacen compleja la consolidación de la empresa.

A partir de esto se formula la siguiente proposición:

*P4: En las startups tecnológicas, cuanto más eficiente sea la solución de conflictos, mayor será la probabilidad de que los inversores realicen contribuciones no financieras.*

Sin lugar a dudas, los conflictos lograron generar algunas situaciones de tensión entre los involucrados. Cuando las relaciones entre las personas fallan, la comunicación entre ellos se deteriora (Berggren y Fili, 2008) y es posible que existan conflictos. Existe gran relación entre el conflicto y la comunicación.

*“de cara a inversores teníamos la mínima información, yo la conseguía por los otros fundadores que seguían dentro del proyecto, pero no por el Director General (F4)” (I1)*

La comunicación debe ser abierta y frecuente (Bygrave y Timmons, 1992). A través de la comunicación los grupos logran mayor disposición a la colaboración y al intercambio de información (Cable y Shane, 1997).

En referencia a la comunicación, se puede hacer la siguiente proposición:

*P5: En startups del sector tecnológico, cuanto más abierta y frecuente sea la comunicación, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras.*

Además, algunos estudios señalan que la frecuencia de la comunicación debe ser mayor en entornos de incertidumbre (Cable y Shane, 1997). El grado de incertidumbre asociado a esta startup era muy alto, por las características innovadoras del producto y por el poco conocimiento que se tenía del sector Internet.

En las entrevistas se identifican evidencias del tipo de comunicación que había en la empresa entre el grupo de inversores y emprendedores.

*“En el Sector Tecnológico, cada dos- tres meses es un mundo, entonces uno de mis errores como inversor, fue no estar cerca, para involucrarme y ayudar de verdad” (I1)*

*“Con I4, muchas veces habíamos quedado en su casa y estábamos todos juntos allí y él venía un montón de veces con nosotros, la oficina estaba al lado de su casa” (F2)*

Otro elemento considerado en el modelo de la interacción es la confianza, que es “un estado psicológico que comprende la intención de aceptar vulnerabilidad sobre las expectativas positivas de la intención o la conducta del otro” (Rousseau et al., 1998).

Ya que tanto inversores como emprendedores están asumiendo mucho riesgo con la creación y financiación de una startup, es importante que la relación entre ellos sea de confianza.

En las entrevistas fue posible identificar evidencias de la percepción de desconfianza que generaban para algunos inversores, las decisiones del equipo directivo.

*“Al final uno desconfía y los objetivos sabes que algo no se están cumpliendo, o te quieren esconder algo. Queda claro que hay desconfianza y con los inversores, si hay que ser muy transparentemente” (I1)*

Esta sensación de desconfianza no estaba generalizada entre el grupo de inversores, pero sí aparecieron tensiones entre emprendedores e inversores. El análisis de la confianza en la interacción, es importante porque puede delimitar la disposición del inversor para agregar valor a la startup, al no percibir un entorno de confianza con el equipo emprendedor.

A partir de las evidencias del caso, la proposición formulada para el tema de confianza dice que:

*P6: En startups tecnológicas a mayor confianza entre inversores y emprendedores, mayor probabilidad de existencia de contribuciones no financieras.*

En esta startup empezaron a suceder algunas cosas que ponían en riesgo la relación de confianza entre los involucrados. El uso del poder y las jerarquías favorecía la toma de decisiones, por sobre la voluntad de algunos.

*“Fundador 4, no quería interactuar con nadie, decía eso es mío, el inversor de lo único que me sirve es para darme el dinero, cuando me gaste el dinero ya me encontraré a otro inversor que me lo ponga” (I1)*

El modelo de investigación sostiene que la pérdida de confianza, producto del desequilibrio de poder entre los involucrados, limita la posibilidad de que los inversores puedan agregar valor a la empresa. Se destaca una fuerte relación entre los distintos tipos de poder y su equilibrio como condiciones que favorecen la capacidad de los inversores de hacer contribuciones no financieras y que sus sugerencias sean consideradas siempre y cuando estén encaminadas al beneficio de la startup.

Es evidente que en las empresas existen jerarquías, pero éstas no deben ser usadas para anteponerse a la negociación o para obligar al otro a cumplir su voluntad, porque esto rompería el entorno de confianza.

Los mecanismos de gobernanza, son aquellos que ayudan a mediar las interacciones de los involucrados. Un ejemplo de estos mecanismos es el Consejo de Administración, que como agente formal para la toma de decisiones y la definición de estrategias que se deberán tomar, ayuda a mediar las tensiones y a formalizar los acuerdos de sus integrantes.

*“Cuando desde el Consejo le bloqueamos el equity (capital) al Director General y solo le dejamos con una fracción de lo que él quería, se dio cuenta de que no iba a tener nuestro apoyo al cien por cien, sino que íbamos a estar regulándole más o menos. A partir de ahí, la relación fue bastante más alterada más dura.” (F2)*

Lo que permite formular la siguiente proposición:

*P7: En startups tecnológicas, cuanto más eficientes sean los mecanismos de gobernanza, mejor será la relación entre emprendedores e inversores.*

Un aspecto no formal, pero muy relevante que ayuda a mediar las interacciones entre los involucrados, son los valores de trabajo compartidos. Cuando estos valores son congruentes entre todos los involucrados, existe mayor consistencia en los patrones de actuación y la posibilidad de que los inversores se involucren es mayor.

Lo que lleva a la definición de la siguiente proposición:

*P8: En las startups tecnológicas, cuanto más alineados estén los valores de trabajo entre emprendedores e inversores, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras.*

Estos siete elementos de la interacción (Figura 4.24) han sido considerados en el modelo propuesto para esta investigación. Un aspecto clave dentro del modelo de investigación (Figura 2.9) es la disposición del business angel para agregar valor a la empresa y la apertura del emprendedor para aceptar los consejos de los inversores. Son tan relevantes en la interacción que requieren ser explicados con mayor detalle.

Existen algunos elementos en la interacción, que determinan el tiempo que el inversor va a dedicar a la startup (involucramiento). En las entrevistas se encuentra evidencia de que el involucramiento, está asociado con aspectos como la experiencia previa del inversor y el tamaño de su cartera de inversión.

*“Es como si ellos I2, I3 estuviesen un poco apartados durante todos esos años y no les preocupaba tanto” (I1).*

Al comienzo de su carrera, cuando el inversor está ganando experiencia, es posible que esté dispuesto a dedicar más tiempo a la startup. Conforme el inversor va acumulando experiencia y tiene otros proyectos en su cartera es probable que su disposición a involucrarse sea menor. Se prevé una relación entre la experiencia del inversor y el tiempo que está dispuesto a dedicar a las startups de su cartera.

Es posible pensar que los inversores con más experiencia, han desarrollado más la capacidad de analizar oportunidades de negocio. Para ellos, es más fácil visualizar si las condiciones actuales de las empresas serán sostenibles en el corto y medio plazo y sabrán si resulta conveniente seguir dedicando tiempo a esa startup.

En el análisis del caso también se encontraron algunas evidencias relacionadas con la estructura accionarial y el porcentaje de participación del inversor, en su disposición a involucrarse.

*“...a partir de la re compra de acciones, I2, I3 se dieron cuenta de que su porcentaje de participación no compensaba el tiempo que iban a dedicar a ayudarnos” (F2).*

Las evidencias de las entrevistas permiten formular la siguiente proposición:

*P9: En el sector tecnológico, cuanto menor sea la participación accionarial en la startup, menor será la disposición del inversor a hacer contribuciones no financieras.*

La distancia geográfica también es un factor determinante del tiempo dedicado por el inversor a la startup. Por definición los business angels son inversores que suelen invertir en empresas que están a menos de tres horas de distancia de su lugar de residencia (MacMillan et al., 1989), son un mercado de impacto local (Harrison et al., 2010). En el caso de esta startup, tres de los business angels, vivían muy cerca de la empresa y solo uno de ellos vivía en otro país como él mismo lo describe durante su entrevista.

*“Yo vivía en otro país y ese fue mi error, como inversor tienes que estar muy insitu y formar parte del equipo y para esto tienes que estar en la oficina, tienes que ir todos los días, tienes que involucrarte para poder ayudar de verdad” (I1).*

La entrevista con uno de los business angels, permite formular la siguiente proposición:

*P10: En el sector tecnológico, a mayor distancia geográfica del inversor con la startup, menor probabilidad de realizar contribuciones no financieras.*

La Tabla 4.7, integra la información sobre la distancia geográfica a la que se encontraban los business angels, así como la frecuencia de interacción con el equipo emprendedor.

**Tabla 4.16 Distancia geográfica y frecuencia de la interacción**

|                                 | Inversor<br>1                | Inversor<br>2               | Inversor<br>3               | Inversor<br>4 |
|---------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------|
| Distancia traslado a la empresa | 2 hrs. avión.                | Misma Ciudad                | Misma ciudad                | Misma ciudad  |
| Frecuencia de la comunicación   | 1 vez cada dos o tres meses. | 1 vez cada dos o tres meses | 1 vez cada dos o tres meses | Diario        |

*Fuente: elaboración propia*

Como se ha mencionado en este apartado, el tiempo dedicado por el inversor al proyecto (involucramiento) estará determinado en algún grado por su experiencia, por el tamaño de su cartera, por el porcentaje de participación que tenga y por la distancia geográfica que lo separe del proyecto.

Hay un elemento final que también determinará la disposición del inversor a involucrarse y es la apertura del equipo emprendedor para permitirlo. En su estudio Stephanie Match (2007) plantea que las contribuciones no financieras que hacen los inversionistas al proyecto, están limitadas en todo momento por la disposición de los emprendedores a aceptar dicha contribución. La apertura del equipo emprendedor también ha sido considerada en el modelo de investigación, dando lugar a la siguiente proposición:

*P11: La disposición de los inversores para contribuir, está limitada por la apertura de los emprendedores a escuchar y aprender de sus inversores (Macht, 2007).*

A continuación se realizará el análisis de las interacciones entre otros grupos de participantes en la startup.

Entre el grupo de emprendedores, ya existía una relación previa a la fundación de esta startup. El primer fundador ya conocía a los otros cuatro integrantes del equipo emprendedor. El identificó personas dentro de su entorno que tuvieran la capacidad y la disposición de unirse al proyecto.

*“Yo era muy amigo de F4, desde los 15 años, cuando hizo un intercambio y estuvo viviendo en mi casa un año, se hizo amigo de F3 y de todos mis amigos” (F1).*

*“en Diciembre de 2005, fue cuando ya hablé con F3 y con F2 al que había conocido por un proyecto anterior de club de inversión que queríamos hacer en ICADE y les conté un poco la idea, les encantó y básicamente les dije vale pues yo dirijo el proyecto...” (F1)*

Una vez que la startup ya estaba en funcionamiento, se identifica un momento clave en la relación interna del equipo emprendedor que da lugar a una nueva forma de distribución del poder entre el grupo de fundadores.

El primer fundador (F1) gozaba de cierto liderazgo dentro del equipo emprendedor, por haber sido él quien generó la idea e integró al equipo. En octubre 2006, recibe una oferta de trabajo y decide salir del proyecto, así lo comenta durante la entrevista.

*“...parece que la empresa está hecha, el Director General parece que va a llevar el día a día y yo dije bueno, pues yo creo que tampoco hace falta que esté full time”. (F1)*

Es posible que exista una relación entre la salida prematura del fundador de la startup y el conflicto que genera entre los demás integrantes.

Al momento de su salida, F1 tenía el cargo Director del Producto. F4 toma su lugar bajo la tutela del Director General, meses más tarde F4 se queda con el puesto de Director General de la empresa por acuerdo del equipo emprendedor.

En general, las relaciones entre el equipo emprendedor eran positivas, conforme la startup se va desarrollando, aparecen algunos aspectos decisivos que hacen un tanto compleja la relación.

El siguiente grupo a analizar es el de los inversores, entre ellos prácticamente no existía una relación previa. De los cuatro inversores solo dos, I2 y I3 se conocían desde antes. Ellos habían invertido juntos en otra startup española exitosa, un par de años atrás. En esa startup los inversores obtuvieron buenos resultados, lo que les daba buena reputación como inversores.

El perfil de los inversores era muy heterogéneo, su relación no era muy cercana ni frecuente, prácticamente se limitaba a las juntas de Consejo en las que no todos participaban.

*“Entonces error mío, no haber apoyado o haber hablado más con ellos (los otros inversores), o tener más comunicación, con ellos en verdad no hay mucha comunicación” (I1)*

Además de los business angels, en junio de 2008 un Fondo de Capital Riesgo también invierte en la startup y se queda con el 17% de la empresa. Con la entrada del fondo que tenía mayor participación que los otros inversores y algunos poderes políticos, la interacción entre inversores se vuelve compleja.

*“llega una oferta informal de compra al Consejo y ni siquiera informan a al resto de los inversores, directamente el inversor mayoritario lo echa para atrás” (I1)*

Con esta tercera ronda algunos inversores ven diluida su participación y prácticamente el control de la startup que queda en manos del fondo de inversión y del equipo emprendedor. La dilución de la inversión y la pérdida de control pueden generar algunos conflictos de interés entre los inversores, que ya no ven representados sus intereses en la startup. La poca cercanía y comunicación entre los inversores no les permitía trabajar como un grupo cohesionado, sino que cada uno de ellos buscaría recuperar su inversión lo más pronto posible.

Lo que permite formular la siguiente proposición:

*P12: En las startups tecnológicas, cuanto mayor sea la confianza entre los inversores, menor será la propensión al conflicto entre ellos.*

Durante las entrevistas, la mayoría de las evidencias indican que la relación entre el equipo emprendedor y el equipo directivo de la empresa fue más bien positiva a lo largo de la trayectoria de la startup.

*“El equipo de emprendedores nos la pasábamos muy bien igual que con el resto de ingenieros que entraron, que también formaban parte de esa familia”.*

Esta era una startup caracterizada por la velocidad en la toma de decisiones. La contratación y salida de los empleados, también estaba influenciada por esta inercia. Solo unos meses más tarde de su contratación, el primer Director General de la empresa fue destituido, el equipo emprendedor consideró que no se estaba logrando la visión que ellos tenían del sitio web.

*“...todo el equipo estaba descontento con el Director General, no les gustaba, porque no entendía el producto, era una persona muy de negocios y yo creo que muy válido para negocios pero no un tipo de desarrollo de producto”*

En sustitución del Director General, uno de los chicos del equipo fundador (F4) toma la batuta como Director de la Empresa posición en la que permanece hasta la actualidad.

La contratación y despido de personal, son funciones en las que existe gran intervención del Director General. Una de las decisiones que generó mayor debate en la startup se presenta en junio de 2009, cuando el Director General (F4) cesa al Director de Monetización. En ese momento la empresa tenía 7 millones de usuarios, y una facturación de 500 mil euros al trimestre. Las acciones de monetización perdían fuerza; la necesidad de capital seguía siendo constante.

Esta decisión fue compleja porque las opiniones al interior del Consejo de Administración estaban muy divididas y era urgente que la startup lograra ser autosuficiente.

La Tabla 4.17 integra las proposiciones de interacción entre los agentes relevantes identificados en el apartado anterior.

**Tabla 4.17 Proposiciones de interacción entre los agentes relevantes**

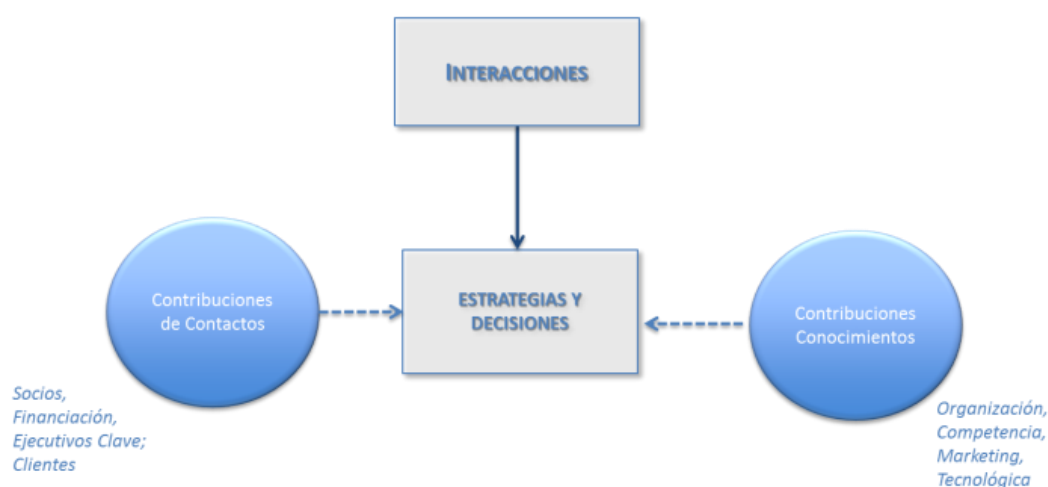
| <b>Proposición</b> | <b>Descripción</b>                                                                                                                                                                                               |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>P3:</i>         | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de integrantes (emprendedores e inversores), mayor probabilidad (propensión) de conflicto.</i>                                                    |
| <i>P4:</i>         | <i>En las startups tecnológicas, cuanto más eficiente sea la solución de conflictos, mayor será la probabilidad de que los inversores realicen contribuciones no financieras.</i>                                |
| <i>P5:</i>         | <i>En startups del sector tecnológico, cuanto más abierta y frecuente sea la comunicación, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras.</i>                           |
| <i>P6:</i>         | <i>En startups tecnológicas a mayor confianza entre inversores y emprendedores, mayor probabilidad de existencia de contribuciones no financieras.</i>                                                           |
| <i>P7:</i>         | <i>En startups tecnológicas, cuanto más eficientes sean los mecanismos de gobernanza, mejor será la relación entre emprendedores e inversores.</i>                                                               |
| <i>P8:</i>         | <i>En las startups tecnológicas, cuanto más alineados estén los valores de trabajo entre emprendedores e inversores, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras.</i> |
| <i>P9:</i>         | <i>En el sector tecnológico, cuanto menor sea la participación accionarial en la startup, menor será la disposición del inversor a hacer contribuciones no financieras</i>                                       |
| <i>P10:</i>        | <i>En el sector tecnológico, a mayor distancia geográfica del inversor con la startup, menor probabilidad de realizar contribuciones no financieras.</i>                                                         |
| <i>P11:</i>        | <i>La disposición de los inversores para contribuir, está limitada por la apertura de los emprendedores a escuchar y aprender de sus inversores (Macht, 2007).</i>                                               |
| <i>P12:</i>        | <i>En las startups tecnológicas, cuanto mayor sea la confianza entre los inversores, menor será la propensión al conflicto entre ellos.</i>                                                                      |

Fuente: elaboración propia

La interacción que se presenta entre inversores y emprendedores tiene como fin último la definición de estrategias para el crecimiento y la consolidación de la startup. En el siguiente apartado, se abordará el impacto de las interacciones en la definición y ejecución de las estrategias dentro de la startup.

Uno de los objetivos de esta tesis, es explorar sobre las contribuciones no financieras, en la parte inferior del modelo teórico propuesto para esta investigación, es en donde estas se ven integradas. El modelo también propone que las contribuciones serán las que darán lugar a la definición de estrategias y están determinadas por el tipo de interacciones que se presenten entre los grupos. Las contribuciones no financieras, son todas aquellas formas a través de las cuales el inversor agrega valor a la empresa. Estas contribuciones surgen de lo que el inversor sabe (capital humano) y de a quién conoce (capital social). En la medida en la que estos saberes sean difícilmente replicables, representarán mayor ventaja competitiva para la startup (Maula et al., 2005).

**Figura 4.25 Contribuciones no financieras**



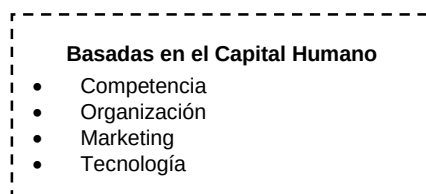
*Fuente: elaboración propia.*

El capital humano y el capital social del inversor constituyen el punto de partida de las contribuciones no financieras que pueden aportar a las empresas de su cartera. El capital humano del inversor está conformado por las experiencias acumuladas durante su trayectoria profesional, el conocimiento adquirido en la educación formal y el entrenamiento recibido (Becker, 2009). Es decir, el capital

humano del inversor se refiere a qué es lo que sabe, cuáles son sus áreas de conocimiento y en qué ha tenido experiencia previa.

En este estudio se contemplan cuatro áreas de conocimiento del inversor, expresadas en la Figura 4.26 y tomadas a partir del modelo de Maula et al. (2005).

**Figura 4.26 Contribuciones no financieras de capital humano**



*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

A continuación, se realizará una breve descripción de cada una de las contribuciones no financieras basadas en el capital humano del inversor.

**Conocimiento sobre organización de empresas:** Se refiere a la capacidad del inversor para ayudar a profesionalizar la empresa, a través de dar soporte y apoyar a una adecuada organización acorde con la etapa de crecimiento en la que se encuentre.

Los inversores pueden agregar valor a través de la evaluación y definición de estrategias, gestión de personas y equipos de trabajo, control de crisis, capacitación y entrenamiento de equipos, así como en la elaboración de organigramas.

Durante las entrevistas con los emprendedores, fueron enunciadas algunas formas a través de las cuales los inversores utilizaron sus conocimientos y experiencias previas para ayudarlos a agregar valor a la empresa. Así como algunas expectativas de los emprendedores hacia los inversores.

*“Lo que sí esperaba es que (los inversores) me fuesen a guiar y a decirme cómo se hacen las cosas, cómo se gestiona gente, cómo se levanta capital no sabía nada al final. En parte recibí el apoyo” (F1)*

**Conocimiento sobre Marketing.** Se refiere al conocimiento del mercado en el que entrará el nuevo producto o servicio. Los inversores pueden contribuir en la definición de la estrategia de comercialización, las características o mejoras del producto o servicio, las alternativas de promoción, comunicación y el precio adecuado para su comercialización.

*“Uno de nuestros business angels, nos enseñó no hables del producto, habla de lo que el producto puede hacer por el cliente, de la historia del producto” (F1)*

**Conocimiento sobre Competencia:** Se refiere a la capacidad de definir una visión estratégica en la empresa para que sea capaz de hacer frente a sus competidores dentro de su mercado e industria.

Algunas contribuciones que pueden hacer los inversores se relacionan con la definición del modelo de negocio o la comprensión del mercado. Los inversores apoyan a los emprendedores como un grupo para discutir y evaluar las ideas. A esta actividad, algunos autores la definen como caja de resonancia (en inglés, *sounding board*) para el equipo emprendedor y directivo (Sapienza y Gupta, 1994; Sapienza y Manigart, 1996).

*“I4, nos dio algunas pistas de qué era lo que se estaba llevando en Estados Unidos en aquella época” (F1)*

*“En la parte de conocimiento y de experiencia, I4 estuvo en todas las reuniones de negociación de levantamiento de capital...” (F2)*

*“Ver a I3, negociando y hablando delante de un Consejo, es algo que incluso a día de hoy, sigo utilizando” (F1)*

**Conocimiento sobre Tecnología:** Se refiere al conocimiento sobre tendencias tecnológicas. Algunas contribuciones relacionadas con este tipo de conocimiento, pueden ser la capacidad de asesorar al equipo emprendedor o directivo en la compra de nuevas tecnologías, maquinaria o equipo. Este tipo de contribuciones solamente son viables cuando el sector al que pertenece la empresa está vinculado a aspectos tecnológicos.

*“I4, nos ayudó al principio, cuando decidimos hacia dónde queríamos ir con la plataforma tecnológica” (F2)*

El modelo de negocio de este sitio web, estaba fuertemente basado en tecnología, representaba una nueva apuesta en el sector internet que se encontraba en etapas iniciales. Realmente para los cuatro inversores representaba un sector bastante nuevo para la generación de negocios.

A partir de las experiencias recogidas, se formula esta proposición:

*P13: En la creación de empresas dentro de nuevos sectores, cuanto mayor es el conocimiento de los inversores en el sector, mejor desempeño de la startup.*

A mayor capital humano del inversor, mayores serán las contribuciones no financieras que pueda hacer. En la medida en que el capital humano del inversor sea más fuerte, los inversores podrán hacer aportaciones de mayor calidad (Macht y Robinson, 2009).

Lo que permite formular la siguiente proposición:

*P14: En la creación de startups tecnológicas, cuanto mayor es la experiencia previa del business angel, mayor es la probabilidad de que haga contribuciones no financieras.*

Por otro lado, el capital social es definido por Nahapiet y Ghoshal (1998) como “la suma de los recursos actuales y potenciales; incluidos dentro, disponibles durante y derivados de, las redes de relaciones que posee un individuo o una unidad social” (Nahapiet y Ghoshal, 1998).

La escases de contactos se identifica como limitante para el crecimiento y sobrevivencia de las empresas (Macht y Robinson, 2009). Los inversores, son fuente de contribuciones no financieras a través del uso de su capital social. Ellos, usan sus redes de contactos para agregar valor a la empresa. Facilitan la relación entre el equipo emprendedor y los contactos pertenecientes a su red, con el objetivo de que ayuden a la consolidación de la startup.

Se contemplan cuatro grupos principales de contactos, clientes, ejecutivos clave, socios y por supuesto fuentes adicionales de financiación para la empresa (Maula et al., 2005). Entre los socios relevantes para la startups están las universidad y centros de investigación (Ehrlich et al., 1994; Ehrlich et al., 2003; Munck, 2009). Los cuatro grupos son presentados en la figura 4.27

**Figura 4.27 Contribuciones no financieras de capital social**



*Fuente: elaboración propia, basado en Maula et al. (2005)*

Las redes de contactos representan una fuente importante para la construcción de la ventaja competitiva de la nueva empresa y permiten la creación de conocimiento al compartirlo con otras personas (Chesbrough y Teece, 1996).

El capital social surge de las redes y relaciones de la estructura social en la que las personas se desenvuelven. Los individuos siguen normas y patrones específicos que dan lugar a los comportamientos, obligaciones y canales a través de los cuales es preciso relacionarse. Es decir existen estructuras y patrones entre los participantes de una red (Coleman, 1988). La literatura sobre redes de relación, establece que tener contacto con personas diferentes (demografía, cultura, características personales, conocimientos, etc.) enriquece nuestros conocimientos a través de la información y actitudes que intercambiamos con otros (McPherson et al., 2001).

En las entrevistas realizadas a los emprendedores se identifican algunas evidencias de las contribuciones basadas en el capital social de los inversores. Las transcripciones de las entrevistas se integran en la Tabla 4.18

**Tabla 4.18 Capital social y contribuciones no financieras**

|                                         |
|-----------------------------------------|
| <b>Contribuciones de Capital Social</b> |
|-----------------------------------------|

**Agentes Relevantes para el Negocio:**

- I4, nos conectó con la comunidad emprendedora que estaba surgiendo en el país, con varias startups e Incubadoras (F2)

**Financiación Adicional:**

- ... si I1, no hubiese aportado ese primer cheque, creo que hay muchas posibilidades de que el proyecto no hubiese salido adelante (F1)

**Atraer ejecutivos clave:**

- le pedimos a los inversores, que si podían traer a alguien con experiencia en gestión, y trajeron a un ejecutivo de Desarrollo de Producto de una empresa exitosa de comercio electrónico que conocía bien el mercado (F1)

**Clientes:**

No relevante para el caso de esta startup.

*Fuente: elaboración propia*

Las evidencias de la tabla anterior, dan lugar a la siguiente proposición relacionada con el capital social de los inversores, como fuente para agregar valor a la startup. Dando lugar a la siguiente proposición:

*P15: En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de que los emprendedores establezcan contacto con agentes relevantes para la startup.*

La atracción de futuras fuentes de financiación es una de las principales contribuciones de los business angels (Ardichvili et al., 2002; Brettel, 2003; Linde y Prasad, 2000; Macht y Robinson, 2009; Madill et al., 2005; Munck, 2009; Saetre, 2003; Sorheim, 2005). Los profesionales del tema como la EBAN, también coinciden en que los BAs contribuyen en la financiación futura de las empresas (Munck, 2009).

Lo que permite formular la siguiente proposición:

*P16: En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de conseguir financiación adicional para la startup.*

Para este caso de estudio, la atracción de clientes no podía estar en manos de los inversionistas, ya que el acceso al sitio web estaba limitado a invitación por parte de alguno de los usuarios.

La Tabla 4.19 integra las proposiciones relacionadas con las contribuciones no financieras de los inversores a las startups en las que invierten.

**Tabla 4.19 Proposiciones de contribuciones no financieras**

| <b>Proposición</b> | <b>Descripción</b>                                                                                                                                                                                        |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>P13:</i>        | <i>En la creación de empresas dentro de nuevos sectores, cuanto mayor es el conocimiento de los inversores en el sector, mejor desempeño de la startup</i>                                                |
| <i>P14:</i>        | <i>En la creación de startups tecnológicas, cuanto mayor es la experiencia previa del business angel, mayor es la probabilidad de que haga contribuciones no financieras.</i>                             |
| <i>P15:</i>        | <i>En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de que los emprendedores establezcan contacto con agentes relevantes para la startup.</i> |
| <i>P16:</i>        | <i>En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de conseguir financiación adicional para la startup.</i>                                  |

*Fuente: elaboración propia*

Del análisis de la trayectoria de esta startup, así como del material obtenido durante las entrevistas a emprendedores e inversores, han surgido 16 proposiciones relacionadas con el involucramiento del inversor, su capital humano y social, la interacción entre ellos y los emprendedores y las contribuciones no financieras que realizan. Por la naturaleza de la startup analizada, las proposiciones son aplicables al sector tecnológico. En el anexo 7 está una tabla que integra las 16 proposiciones.

La última parte del modelo propuesto (Figura 2.9) contempla el desarrollo de estrategias como medio para el incremento de valor de la startup.

La investigación realizada por Politis y Landstrom (2002), concluyen que los business angels prefieren involucrarse en actividades estratégicas y no tanto en la operación diaria de las empresas (Politis y Landstrom, 2002).

Como último paso en la revisión de los resultados y la discusión de esta investigación, se llevará a cabo el análisis de las estrategias y decisiones tomadas durante la trayectoria de la empresa.

La definición de estrategias en la startup pasa por dos filtros principales, los objetivos y la forma de alcanzar dichos objetivos. Aunque todos los grupos involucrados tenían como objetivo la consolidación de la startup, no siempre se podían poner de acuerdo en cuál debía ser la forma más eficiente de lograrlo.

Desde el momento de la fundación de la startup, el equipo emprendedor tenía una visión estratégica de lo que querían alcanzar con la startup, tal como lo expresaron en las entrevistas.

*“....sí que hablábamos mucho de qué queríamos que fuera la startup, yo era de la opinión de que nos tenía que centrar en dos cosas, una era móvil (ser una plataforma más importante móvil que en Web) y la otra era media (compartir música, películas, videos entre tu red de amigos)”.*

Una de las estrategias que causó mayor debate al interior de esta startup fue la internacionalización. Desde el momento del lanzamiento comercial del sitio web los emprendedores comenzaron a vislumbrar la posibilidad de expandirse a otros mercados. Era una estrategia que requería grandes cantidades de capital, para lo que requerían un socio con capacidad financiera, que pudiera dar soporte a la estrategia.

*“En el 2007 había varias opciones, una opción creo yo que era la de ir "deep and local" es decir pues bueno lo vamos a hacer este mercado, mejor que el líder. Y la otra era, podemos ser un servicio completamente distinto y complementario coexistir pero ser más grandes, incluso ir a otros países con características similares” (F1)*

La startup comienza negociaciones con varios posibles inversionistas para poder dar paso a la expansión, pero no logran cerrar ningún trato, el equipo

emprendedor decide que su estrategia debe ser fortalecerse en el mercado local. Esta decisión, estaba liderada por el Director General y contaba con el apoyo de algunos de los inversores, fue un momento que causó mucha tensión entre los involucrados.

*“Cuando eres una persona joven y un grupo de inversores te dice, mejor hazte fuerte en España para que no entren otros y luego te vas fuera, les haces caso” (F2)*

*“Había otra parte del equipo que pensaba que no, que pensaba que lo que teníamos que hacer era irnos más local” (F1)*

*“Como emprendedor, en momentos como este cuando tú decides arriesgarte a por tu objetivo final o quedarte y apostar por ser fuerte en tu ciudad” (F2)*

*“Ellos (los inversores) decidieron que veían un exit (salida del proyecto) mejor si nos cerrábamos solamente a nuestro mercado local” (F2)*

Además de lo que sucedía al interior de la startup, la situación del entorno y del mercado hacía complejo lograr ésta estrategia. En el mercado surgieron competidores que comprometían la sobrevivencia de la empresa. Sitios similares llegaban con fuerza a Europa, principalmente desde América.

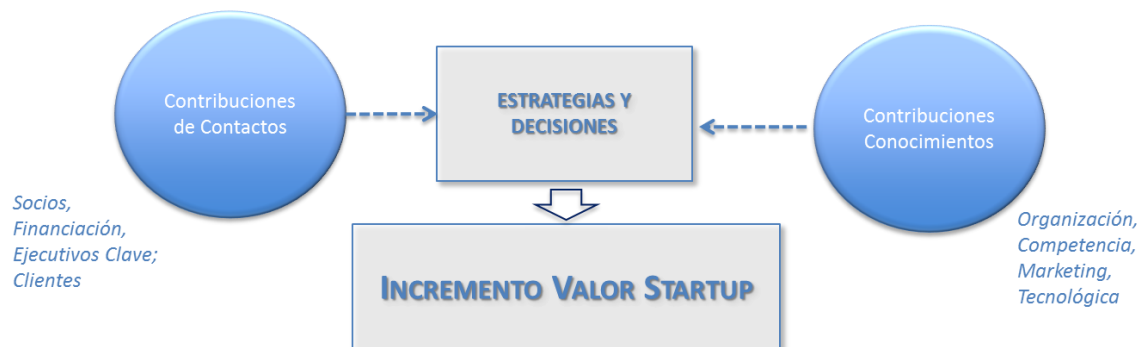
El sector internet se encontraba en etapas incipientes, de tal forma que existía mucha incertidumbre asociada a este tipo de proyectos. La alineación de objetivos empresariales era compleja y causaba algunas tensiones entre los involucrados. Su condición de pioneros en el mercado complicaba identificar el camino a seguir, algunas veces funcionaba innovar y otras resultaba mejor copiar al líder. La información obtenida en las entrevistas revela que existieron diferencias en la alineación de objetivos empresariales.

*“... efectivamente pues había una desviación quizá entre lo que quería el Director General lo que querían los inversores y eso creaba tensión dentro de la compañía”. (I1)*

El incremento de valor es un objetivo compartido entre inversores y emprendedores (Higashide y Birley, 2002). El modelo plantea que este

incremento es resultado de las estrategias que hayan sido capaces de generar las personas involucradas (emprendedores, inversores y ejecutivos). La figura 4.28 hace evidente la relación de estos elementos.

**Figura 4.28 Estrategias e incremento de valor**



*Fuente: elaboración propia*

El éxito de una startup se mide típicamente por el beneficio financiero que aporta a los emprendedores y a los inversores al momento de su salida o desinversión. El incremento de valor de esta startup fue muy significativo llegando a 70 millones de euros en tan solo 5 años.

Las condiciones en el sector internet en ese momento eran complejas y no muy favorables para la startup. Por un lado contaban con buena aceptación entre su mercado objetivo, pero los recursos financieros y tecnológicos eran insuficientes para crecer. Siendo precursores de un nuevo estilo de negocio, tuvieron que pagar el coste y la curva de aprendizaje.

*“el inversor lo que buscaba era revenues operacionales (ingresos de operación) y lo que no consiguieron entender, era lo que los fundadores tratábamos de explicar, que también hay revenues (ingresos) de valor”*  
(F2)

En todo momento se llevaron a cabo adaptaciones al sitio web con el objetivo de generar ingresos y mantener la satisfacción del usuario, algunas modificaciones se implementaron a tiempo pero otras se hicieron tarde y no tuvieron el impacto esperado.

Fue necesario esperar dos años para que una gran empresa local creyera en el éxito de la startup y el beneficio que para el modelo de negocio representaba la adquisición. Cuando esta empresa decidió comprarlos, tuvo que asumir dos consecuencias, el coste de adquisición se elevó, y perdieron momentos claves para la internacionalización de la startup.

Las evidencias del caso de estudio constituyen una importante aportación al conocimiento sobre los business angels en el mercado español. El análisis de la trayectoria de esta startup permite presentar evidencia empírica sobre un caso de estudio exitoso de financiación vía business angels en este mercado.

Los diferentes tipos de conflicto identificados a lo largo del caso, destacan una evidencia relevante que no es fácilmente identificable en estudios cuantitativos.

Las proposiciones generadas y asociadas al modelo de investigación propuesto (Fig. 2.9), permiten definir futuras líneas de investigación para estudios cualitativos y cuantitativos en el mercado español o en otros.



# **CAPITULO 5**

## **CONCLUSIONES**

## 5 Conclusiones

En este apartado final de la investigación, se pretende destacar las conclusiones generales, así como los aspectos más relevantes de los estudios cuantitativos y cualitativos llevados a cabo para responder a los objetivos de investigación planteados.

Adicionalmente se propondrán futuras líneas de investigación relacionadas con la financiación del emprendimiento vía business angels, así como algunas contribuciones para todos los implicados en el proceso de creación de nuevas empresas y su financiación.

### 5.1 Conclusiones generales

El estudio cuantitativo por su parte permitió concluir que:

1. El perfil del business angel en el contexto español según la muestra analizada es muy similar al de estos inversores en otras economías. A continuación se describen las principales características:
  - Aspectos demográficos: Hombres de 47 años en promedio.
  - Principal sector de inversión: Internet
  - Distancia o trayecto a la startup: Menos de una hora de distancia de las empresas de su cartera.
  - Rendimiento de su inversión: Entre una y cuatro veces lo que invirtieron en un inicio.
  - Motivación para su función como BAs: Satisfacción personal.
2. El capital social del inversor entendido como su red de contactos (Nahapiet y Ghoshal, 1998) supone desde la perspectiva teórica de Barney (1991), un recurso clave que el inversor pone a disposición del emprendedor para facilitar la puesta en contacto con otros grupos o agentes relevantes para la startup. En este estudio, el capital social fue medido en términos de intensidad de la relación entre el inversor y algunos miembros de su red. El grupo con el que los inversores dijeron tener una relación más intensa fue con “otros business angels” esto ayuda al

emprendedor obtener más financiación dadas las posibilidades de coinversión entre varios business angels. La coinversión es una práctica común y muy aceptada en países con mercados más experimentados como el Reino Unido (Wiltbank, 2009). Adicionalmente, una intensa relación entre business angels permite suponer su cohesión como grupo y esto puede ser útil para propiciar la profesionalización del sector y su crecimiento en el futuro.

3. Respecto al capital humano del inversor entendido como su experiencia previa relevante (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008) así como el conocimiento adquirido (Becker, 2009), constituye también un recurso importante desde la perspectiva de Barney (1991). Se destacan cuatro contribuciones principales basadas en el capital humano del inversor de acuerdo con Maula et. al (2005). Los resultados del estudio indican que las principales contribuciones que hacen los inversores están relacionadas con la definición de las alternativas para que la startup pueda ser competitiva en el mercado así como a la generación de modelos de negocio innovadores capaces de escalar y de consolidarse ya sea en España o internacionalmente. Esto es muy importante porque forma parte de la ventaja competitiva de la startup. En muchos casos los inversores colaboran con equipos de emprendedores que tienen mucho conocimiento tecnológico pero con grandes carencias relacionadas la operación, gestión y desarrollo de empresas (De Clercq y Sapienza, 2001; Macht y Robinson, 2009; Mosey y Wright, 2007).
4. Se han identificado cuatro tipos de business angels en términos de la edad, capital humano, características de la cartera e interacción con el emprendedor. Los novicios son el grupo mayoritario de business angels. Son jóvenes, tienen poca experiencia de inversión y se concentran en ciertos sectores de la economía. Los especializados son el segundo grupo en importancia. Tienen elevada experiencia vital, su cartera de inversión es altamente selectiva en términos tanto de sectores como de proyectos. Tienen la frecuencia más alta de involucramiento. Los pioneros son los business angels más experimentados, su trayectoria se observa en el

carácter serial de inversión en proyectos. Se concentran en ciertos sectores, controlan de cerca los proyectos en los que invierten aunque su involucramiento es mediano. Finalmente los exploradores constituyen un grupo de edad y experiencia intermedia. Intervienen en muchos sectores, tienen una cartera amplia de inversiones y permiten al emprendedor tomar las riendas de la operación de la empresa. En términos generales, los inversores de los cuatro grupo se involucran en las startups de su cartera, tal como se señala en su definición son inversores que tienen un rol activo (en inglés, *hands on rol*) en las empresas en las que invierten (Ardichvili et al., 2002; Harrison y Mason, 1992; Mason y Harrison, 2002; Mason y Harrison, 1995, 1996; Wetzel, 1983).

5. La tipología propuesta permite la comprensión más detallada sobre sus contribuciones no financieras (Ardichvili et al., 2002; Madill et al., 2005) y las características de los business angels, ya que como se observa no todos tienen el mismo perfil de actuación ni contribuyen de la misma forma.

El estudio cualitativo por su parte permitió concluir que:

1. El caso de estudio (Yin, 1981) es adecuada como técnica de investigación cualitativa para hacer el seguimiento a la trayectoria de una exitosa startup española del sector tecnológico. Este caso, permite destacar algunos aprendizajes valiosos con implicación tanto para emprendedores como para inversores, así como para otros agentes relacionados con el entorno del emprendimiento en España.
2. El hecho de que una startup incremente su valor está determinado por el tipo de relación que se presente entre los involucrados. Ya que el incremento de valor es un objetivo compartido entre ellos (Higashide y Birley, 2002) es importante que los emprendedores e inversores procuren trabajar con personas con las que la interacción sea positiva para no frenar el desarrollo de la empresa.

3. La visión del negocio, la generación de estrategias y los recursos financieros deben estar alineados (Murnieks et al., 2011). Tanto la visión del negocio como la definición de estrategias estarán bajo el control de las personas que posean la mayoría de los recursos financieros. Es importante que el emprendedor conserve la mayor parte de la propiedad de su empresa, porque esto lo mantendrá motivado y favorecerá el cumplimiento de los objetivos de la empresa (Shane, 2009).
4. Las interacciones entre los distintos agentes involucrados, son multidireccionales y de interdependencia (Collewaert, 2008). Cabe por ello concluir que es importante que los grupos se relacionen de manera positiva tanto con los otros involucrados como al interior de su grupo. La buena relación entre los business angels y el equipo emprendedor es fundamental para permitir la contribución del inversor. En el caso de estudio de la startup española se observa que la buena relación entre inversores y emprendedores fue importante para que los inversores estuvieran dispuestos a realizar contribuciones y agregar valor a la startup.
5. Algunas evidencias del caso demuestran que las contribuciones no financieras (Ardichvili et al., 2002; Madill et al., 2005) que hicieron los inversores, fueron fundamentales para el desarrollo de la empresa.
6. La adecuada combinación de capital humano relevante (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008) y social (Nahapiet y Ghoshal, 1998) de los emprendedores e inversores representó una buena mezcla que benefició la consolidación de la empresa y principalmente su venta que es considerada como una de las más importantes en monto del mercado español.

7. En este caso fue posible observar que la experiencia tecnológica previa (Grant, 1996; Kogut y Zander, 2008) de algunos inversores fue clave para guiar la consolidación de la startup.
8. Actualmente la inversión vía business angels en proyectos emprendedores en España no está completamente consolidada según datos del 2014 del Global Entrepreneurship Monitor (Peña et al., 2014), lo que indica que hace una década cuando se llevó a cabo esta inversión el mercado era muy incipiente, así que todos los involucrados tuvieron que aprender sobre la marcha.
9. En estudios relacionados con inversores dentro del mercado de capital riesgo, se ha destacado que una de sus contribuciones es ayudar a identificar y atraer ejecutivos clave (Ardichvili et al., 2002; Wong et al., 2009). En el período en el que se presentó este caso, los negocios del sector internet eran muy nuevos, así que resultaba complejo para los emprendedores identificar inversores conocieran profundamente el sector (Aernoudt, 1999; Mason y Harrison, 1997; Munck, 2009). En el caso de estudio, se puede notar que en los primeros años del proyecto, el capital social del inversor es muy necesario para atraer ejecutivos clave. Posteriormente, cuando el proyecto sea reconocido en el sector, será más fácil la atracción de ejecutivos sin la intervención del inversor como figura de referencia y credibilidad.
10. Cualquier estrategia de la empresa estará supeditada al capital del que se disponga. La experiencia previa de los emprendedores determinará el grado de riesgo que adopten en la definición de las estrategias del negocio. La visión del negocio será definida por las personas que controlen los recursos financieros (Shane, 2009).

Como conclusión general los resultados de los estudios cualitativos y cuantitativos permiten reforzar la idea de que los business angels en España al igual que en otras economías, representan una excelente alternativa para la

financiación del emprendimiento (Harrison, Mason y Robson, 2010; Villareal y Landeta, 2010; Wetzel, 1983) así como para contribuir de forma significativa con su experiencia, conocimiento y contactos a las startups invierten (Harrison y Mason, 1992; San José et al., 2005; Wetzel, 1983). Muchos de ellos son individuos con grandes fortalezas de capital humano y social capaces de hacer contribuciones de importancia para los emprendedores.

## **5.2 Limitaciones y líneas futuras de investigación**

Las principales limitaciones de esta investigación están relacionadas con el tamaño de la muestra del apartado cuantitativo. En la literatura se destaca la dificultad de realizar investigación sobre estos inversores tanto por aspectos de definición como de identificación para obtener muestras de mayor tamaño (Avdeitchikova et al., 2008; Farrell et al., 2008; Mason y Harrison, 2015).

El estudio cualitativo, aunque pertinente también estuvo limitado por la posibilidad de integrar en las entrevistas a todos los business angels involucrados que por cuestiones relacionadas con su falta de tiempo, así como con la escasez de recursos no pudieron llevarse a cabo. Para hacer frente a estas complicaciones se optó por hacer entrevistas por medios electrónicos e incluso en dos de los cuatro casos se cambió la entrevista por un cuestionario.

En cuanto a la propuesta de tipología, dada la escasez de propuestas de clasificación de business angels en términos de sus aportes no financieros es prematuro evaluar si estas son características de todos los mercados en los que actúan o solo de aquellos en etapas emergentes. Eventualmente esta clasificación podría dar evidencia de la situación de un mercado o bien podría ser usada para comparar a los business angels de varias economías.

La tipología propuesta para business angels españoles sienta las bases para la clasificación y caracterización de estos inversores, para que en estudios posteriores su perfil y contribución sean comprendidos. Los resultados, aunque considerados solamente como una aproximación, dan elementos interesantes de análisis sobre los distintos tipos de inversores en el mercado español. Sin embargo, tanto en la etapa cualitativa como en la cuantitativa, sería deseable lograr una mayor profundidad en el análisis de la interacción entre los

involucrados en las startups. En futuras investigaciones sería importante ahondar más en las contribuciones no financieras de los business angels como “capital inteligente” pero incluyendo la perspectiva de los beneficiarios, es decir de los emprendedores.

El instrumento de evaluación utilizado podría ser aplicado a muestras representativas dentro del mercado español o bien replicarlo en otros países para obtener información comparada sobre esta alternativa de financiación para los emprendedores.

Utilizando técnicas de investigación cualitativa, sería posible hacer un estudio comparativo basado en un grupo startups españolas en vez de analizar un solo caso. Sería interesante integrar en el análisis las tres etapas del proceso de financiación, para poder observar con mayor detalle las implicaciones tanto para inversores como para emprendedores. Además sería recomendable adoptar un estudio de tiempo real de manera de evitar sesgos de estudios retrospectivos.

La relación entre inversores y emprendedores es compleja, tal como se muestra en el modelo de investigación propuesto para esta investigación (Figura 2.9) El conflicto entre ellos puede generar tensiones insalvables que impidan el desempeño exitoso de la startup. También se ha destacado que si entre ellos se logran sinergias y una adecuada interacción, las posibilidades de incrementar el valor de la startup son altas. Otra línea de investigación que sugiere esta tesis es el conflicto como delimitante del éxito de la startup y de la permanencia de los involucrados (emprendedores e inversores).

Por último se destaca el interés de replicar este estudio en otros mercados de inversión en proyectos emprendedores que también se encuentren en etapas emergentes, como por ejemplo el mexicano.

En el apartado de Anexos (Anexo 8), se ha integrado una sección sobre las Redes de Business Angels en España. Esta información fue relevante para comprender el contexto de asociación y colaboración de estos inversores en España. Como una línea de investigación futura, se podría investigar con mayor profundidad sobre estas redes.

### **5.3 Contribuciones e implicaciones**

En cuanto a la contribución del presente estudio, el cumplimiento de los objetivos propuestos al inicio ha permitido la aproximación académica a la comprensión del rol y relevancia del business angel español en la financiación de startups.

El instrumento de evaluación utilizado en el presente estudio ha permitido obtener una aproximación a la caracterización de los business angels en España. Además este estudio puede ser replicado con otras muestras de business angels en España o en otros países.

Los datos, aunque no sean representativos parecen indicar la poca participación de las mujeres como inversionistas de nuevas iniciativas emprendedoras. Los desarrolladores de políticas podrían generar iniciativas para fomentar la participación de las mujeres en este mercado.

La exploración sobre las distintas contribuciones no financieras del business angel permite conocer su impacto como fuente de capital inteligente para las startups. En mayor o menor medida los business angels aportan experiencia, conocimiento y contactos a las startups de su cartera (Harrison y Mason, 1992; San José et al., 2005; Wetzel, 1983).

La tipología propuesta para caracterizar a los business angels, es una propuesta original que permite una mejor comprensión de sus diferencias y similitudes. La edad del business angel como principal determinante de su experiencia aporta información relevante sobre el tipo de contribuciones no financieras que podrán realizar y las características de las carteras de inversión que conformarán. Esta información es muy relevante para los emprendedores ya que si ellos hacen un análisis sobre algunas características del perfil del inversor (edad, cartera, motivación, capital humano y social), pueden identificar la capacidad del inversor para agregar valor a sus startups.

La descripción de la trayectoria de la startup realizada en el apartado cualitativo fue importante para identificar las mejores prácticas de una startup exitosa y probar el modelo de investigación propuesto. Adicionalmente, el análisis del caso proporcionó evidencias para la enunciación de un conjunto de proposiciones

relevantes en la literatura sobre business angels. Estas proposiciones constituyen un marco teórico para el análisis del tema de los business angels.

Para las redes de business angels los hallazgos del apartado cualitativo y cuantitativo proporcionan información relevante para su función de profesionalización del sector (Colomer i Espinet et al., 2009). En particular la conformación de los grupos en la tipología puede ayudarlos a prever el tipo de formación y capacitación que deben ofertar a los nuevos entrantes en el mercado, así como para identificar entre los pioneros a aquellos inversores que puedan servir como figuras de referencia para los nuevos inversores.

En otros estudios se ha confirmado que la falta de evidencias e información actualizada sobre este tipo de financiación puede complicar el desarrollo de políticas públicas (Mason y Harrison, 2015; OECD, 2011). Este estudio aporta información actual y pertinente sobre el mercado de business angels en España.

Por la contribución que hacen estos inversores al desarrollo económico (Coderch et al., 2009) y a la innovación (Munck, 2009) es imperativo buscar alternativas para su profesionalización, organización y consolidación. Es deseable además que sea un objetivo compartido entre el sector público y privado.

En definitiva este trabajo se une a los nuevos esfuerzos por ofrecer alternativas sólidas para el debate académico sobre la financiación de startups en el contexto español. Queda mucho trabajo por realizar pero paulatinamente se van aportando elementos de discusión, análisis y mejora.

## **REFERENCIAS**

## Referencias

- Aernoudt, R. (1999). Business Angels: Should They Fly on Their Own Wings? *Venture Capital*, 1(2), 187-195.
- Aldrich, H., Reese, P. R., & Dubini, P. (1989). Women on the verge of a breakthrough: Networking among entrepreneurs in the United States and Italy. *Entrepreneurship & Regional Development*, 1(4), 339-356.
- Aldrich, H. E. (1992). Methods in our madness? Trends in entrepreneurship research. *The state of the art of entrepreneurship*, 191, 213.
- Aldrich, H. E., Elam, A. B., & Reese, P. R. (1997). Strong ties, weak ties, and strangers. *Entrepreneurship in a global context*, 1-25.
- Aleman, L., & Martí Pellón, J. (2005). *Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms*. Paper presented at the EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Almack, J. C. (1922). The influence of intelligence on the selection of associates. *School and Society*, 16, 529-530.
- Amatucci, F. M., & Sohl, J. E. (2004). Women Entrepreneurs Securing Business Angel Financing: Tales from the Field. *Venture Capital*, 6(2-3), 181-196.
- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441.
- Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1990). Entrepreneurial ability, venture investments and risk sharing *Management Science*, 36(10), 1232-1245.
- Ardichvili, A., Cardozo, R. N., Tune, K., & Reinach, J. (2002). The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures: conceptual framework and empirical evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(1), 39.
- Argerich, J. (2014). *Screening Criteria for Business Angels Investments* Doctoral, Barcelona. Retrieved from <https://www.educacion.gob.es/teseo/mostrarSeleccion.do>
- Argerich, J., Hormiga, E., & Valls-Pasola, J. (2013). Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process. *The Service Industries Journal*, 33(9-10), 806-819.
- Arís Coderch, G., Clos Nogueras, J., Colomer i Espinet, A., Rodríguez Ripollès, J., Munck, C., & White, M. (2009). Análisis de tributación comparada de la figura de los Business Angels en Europa. Estudio para la propuesta de medidas fiscales de fomento. Madrid: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España.
- Avdeitchikova, S., Landstrom, H., & Mansson, N. (2008). What Do We Mean When We Talk about Business Angels? Some Reflections on Definitions and Sampling. *Venture Capital*, 10(4), 371-394. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Axelrod, R. (1980). More effective choice in the Prisoner's Dilemma. *Journal of Conflict Resolution*, 24(3), 379-403. doi: 10.1177/002200278002400301
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99.
- Barney, J. B., Busenitz, L., Fiet, J., & Moesel, D. (1996). New venture teams assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 257 - 272.
- Becker, G. S. (2009). *Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education*: University of Chicago Press.
- Benjamin, G. A., & Margulis, J. (1996). *Finding your wings: How to locate private investors to fund your venture*: John Wiley. New York.
- Benjamin, G. A., & Margulis, J. (2001). *The angel investor's handbook* (Vol. 40).
- Bergareche, J. M., & Moreno, L. (2012). Financiación del emprendimiento: Los Business Angels. *Boletín de Estudios Económicos*, 67(205), 119-131. doi:

[http://dialnet.unirioja.es/servlet/revista?tipo\\_búsqueda=CODIGO&clave\\_revista=207](http://dialnet.unirioja.es/servlet/revista?tipo_búsqueda=CODIGO&clave_revista=207)

- Berggren, B., & Fili, A. (2008). When things go wrong: Business Angel's use of cues in judging their investment relations *Journal of International Business Strategy*, 8(2), 48-58.
- Bolino, M. C., Turnley, W. H., & Bloodgood, J. M. (2002). Citizenship behavior and the creation of social capital in organizations *Academy of Management Review*, 27(4), 505-522. doi: 10.5465/amr.2002.7566023
- Bonnet, C., & Wirtz, P. (2010). *Investor type and new-venture governance: cognition vs. interest alignment*. Working Paper. Université de Bourgogne - Leg (laboratoire d'économie et de gestion)/Fargo (Research center in Finance, organizational ARchitecture and GOvernance). Lyon. Retrieved from <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/1100704.html>
- Brettel, M. (2003). Business Angels in Germany: A Research Note. *Venture Capital*, 5(3), 251-268. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Brewer, M. B., & Brown, R. J. (1998). Intergroup relations. In D. T. Gilbert, S. T. Fiske & G. Lindzey (Eds.), *The handbook of social psychology, Vols. 1 and 2 (4th ed.)*. (pp. 554-594). New York, NY US: McGraw-Hill.
- Burt, R. S. (1998). The gender of social capital. *Rationality and society*, 10(1), 5-46.
- Burt, R. S. (2004). Structural Holes and Good Ideas. *American Journal of Sociology*, 110(2), 349-399.
- Busenitz, L. W., Fiet, J. O., & Moesel, D. D. (2004). Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 787-807. doi: 10.1016/j.jbusvent.2003.06.005
- Bygrave, W. (1989). The entrepreneurship paradigm (I): a philosophical look at its research methodologies. *Entrepreneurship Theory and practice*, 14(1), 7-26.
- Bygrave, W. D. (2003). Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor. *Venture Capital*, 5(2), 101-116. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Bygrave, W. D. (2007). Global entrepreneurship monitor. 2006 Financial Report, Babson College and London Business School, London.
- Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*
- Cable, D. M., & Shane, S. (1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relation. *Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.
- Coleman, J. S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. In C. Winship & S. Rosen (Eds.), *Organizations and institutions: Sociological and economic approaches to the analysis of social structure* (pp. 95-120): American Journal of Sociology, vol. 94, supplement 1988
- Chicago:  
University of Chicago Press.
- Coleman, J. S. (1990). *Foundations of social theory*: Cambridge, Mass. and London: Harvard University Press, Belknap Press.
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2009). A capital partnership: how human and venture capital affect the growth of high-tech start-ups. *Strategic Change*, 18(7/8), 231-239. doi: 10.1002/jsc.850
- Colomer i Espinet, A., Arís, G., Clos, J., d'Espona, À., Queralt, M., & Munck-EBAN, C. (2009). Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas Marzo 2009. Retrieved Consultado en Julio 2013, from [http://www.ipyme.org/Publicaciones/BUSINESSANGELS\\_CulturaFinanciacion.pdf](http://www.ipyme.org/Publicaciones/BUSINESSANGELS_CulturaFinanciacion.pdf)
- Collewaert, V. (2008). When is conflict (not) good for business: The case of business angels and entrepreneurial teams. . In F. o. E. Research (Ed.), (Vol. 28: Iss. 2, Article 2. , pp. 46 - 60): The Arthur M. Blank Center for Entrepreneurship.
- Collewaert, V. (2009). *The Pre - and Post - Investment relationship between angel investors and entrepreneurs: The scope and impact of information problems and*

- conflicts. Doctor of Philosophy in Applied Economics Doctoral Thesis, Gent University, Ghent.
- Collewaert, V. (2012). Angel Investors' and Entrepreneurs' Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 36(4), 753-779. doi: 10.1111/j.1540-6520.2011.00456.x
- Collewaert, V., & Fassin, Y. (2013). Conflicts between entrepreneurs and investors: the impact of perceived unethical behavior. *Small Business Economics*, 40(3), 635-649. doi: 10.1007/s11187-011-9379-7
- Cumming, D., & Johan, S. (2009). Legality and venture capital fund manager compensation. *Venture Capital*, 11(1), 23-54. doi: 10.1080/13691060802351206
- Chatman, J. A. (1989). Improving Interactional Organizational Research: A Model of Person-Organization Fit. *Academy of Management Review*, 14(3), 333-349. doi: 10.5465/amr.1989.4279063
- Chesbrough, H. W., & Teece, D. J. (1996). Organizing for Innovation: When Is Virtual Virtuous? *Harvard Business Review*, 80(8), 127-135.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- De Clercq, D., & Sapienza, H. J. (2001). The Creation of Relational Rents in Venture Capitalist-Entrepreneur Dyads. *Venture Capital*, 3(2), 107-127. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- De Clercq, D., & Sapienza, H. J. (2006). Effects of relational capital and commitment on venture capitalists' perception of portfolio company performance. *Journal of Business Venturing*, 21(3), 326-347.
- De Dreu, C. K., Harinck, F., & Van Vianen, A. E. (1999). Conflict and performance in groups and organizations.
- DeTienne, D. R. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 203-215. doi: 10.1016/j.jbusvent.2008.05.004
- Díaz de Rada, V. (2002). Técnicas de análisis multivariante para investigación social y comercial. *Ejemplos prácticos utilizando SPSS versión*, 11, 362.
- EBAN, E. B. A. N. (Producer). (2013, November 13th. 2013). The 7 Things You Think You Know About Business Angels. Retrieved from <http://www.youtube.com/watch?v=1b8YLBFOy44>
- EBAN, E. B. A. N. (2014). Show Me the Numbers. <http://www.eban.org/angel-investment-grows-to-e5-5-billion/#.U6BIVpR5N1Y>: EBAN.
- Ehrlich, S. B., De Noble, A. F., Moore, T., & Weaver, R. R. (1994). After the cash arrives: a comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 9(1), 67-82.
- Ehrlich, S. B., De Noble, A. F., Moore, T., & Weaver, R. R. (2003). After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms. In M. Wright, H. J. Sapienza & L. W. Busenitz (Eds.), *Venture capital. Volume 3* (pp. 131-146): Elgar Reference Collection.
- Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar. (Reprinted from: [1994]).
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550. doi: 10.5465/amr.1989.4308385
- Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. (1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157.
- European, C. (2002). Benchmarking business angels.
- Farrell, E., Howorth, C., & Wright, M. (2008). A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10(4), 331-353.

- Feeney, L., Haines, G. H., Jr., & Riding, A. L. (1999). Private Investors' Investment Criteria: Insights from Qualitative Data. *Venture Capital*, 1(2), 121-145. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Ferrary, M., & Granovetter, M. (2009). The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. *Economy & Society*, 38(2), 326-359. doi: 10.1080/03085140902786827
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J. (2008). Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32(3), 459-483. doi: 10.1111/j.1540-6520.2008.00236.x
- Free, M. (2011). LinkedIn: Are You Missing a Golden Opportunity to Network? *Production Machining*, 11(12), 19-19.
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel Jr, W. E. (1995). Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development*, 7(1), 85-94.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1988). Venture Capital Research: Past, Present and Future. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 13(1), 15-28.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28-37. doi: <http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291755-053X/issues>
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1995). The Venture Capitalist: A relationship Investor. *California Management Review*, 37(2), 101-113.
- Gartner, W. B., & Birley, S. (2002). Introduction to the special issue on qualitative methods in entrepreneurship research. *Journal of Business Venturing*, 17(5), 387-395.
- GEM. (2012). Global Entrepreneurship Monitor España. *National Expert Survey* Retrieved Noviembre, 2013 from [www.gemconsortium.org](http://www.gemconsortium.org)
- Gomez-Mejia, L. R., Balkin, D. B., & Welbourne, T. M. (2003). Influence of Venture Capitalists on High Tech Management. In M. Wright, H. J. Sapienza & L. W. Busenitz (Eds.), *Venture capital. Volume 3* (pp. 115-130): Elgar Reference Collection.
- Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar. (Reprinted from: [1990]).
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? Authors' Response. *Brookings Papers on Economic Activity*, 203-204. doi: <http://www.brookings.edu/press/journals.aspx>
- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231.
- Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91(3), 481-510. doi: 10.1086/228311
- Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge - based theory of the firm *Strategic Management Journal*, 17, 109-122.
- Gupta, A. K., & Sapienza, H. J. (1992). Determinants of Venture Capital Firms' Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of Their Investments. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 347.
- Haar, N. E., Starr, J., & MacMillan, I. C. (1988). Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the U.S.A. *Journal of Business Venturing*, 3(1), 11.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis* (Vol. 6): Pearson Prentice Hall Upper Saddle River, NJ.
- Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 25.

- Hanna, P. (2012). Using internet technologies (such as Skype) as a research medium: A research note. *Qualitative Research*, 12(2), 239-242. doi: 10.1177/1468794111426607
- Harrison, R., & Mason, C. (1991). Informal investment networks: a case study from the United Kingdom. *Entrepreneurship & Regional Development*, 3(3), 269-279.
- Harrison, R., & Mason, C. (1992). *The role of investors in entrepreneurial companies: a comparison of informal investors and venture capitalists.*: University of Southampton, Urban Policy Research Unit.
- Harrison, R., Mason, C., & Robson, P. (2010). Determinants of Long-Distance Investing by Business Angels in the UK. *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(2), 113-137. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/08985626.asp>
- Harrison, R. T., & Mason, C. (2002). *Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels.* Paper presented at the Twenty-Second Annual Entrepreneurship Research Conference. , Massachusetts, MA, USA.
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (1992). International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 459.
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2000). Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 2(3), 223-242. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169-197. doi: <http://www.blackwellpublishing.com/journal.asp?ref=0022-1082>
- Hernández, R., Coduras, A., Vaillant, Y., Batista, R., Sosa, S., Mira, I., & Martínez, J. (2012). Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2012. *Centro Internacional Santander Emprendimiento (CISE), Santander.*
- Higashide, H., & Birley, S. (2002). The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing*, 17(1), 59.
- Hill, B., & Power, D. (2002). *Attracting capital from angels. How their Money and their Experience can Help you Build a Successful Company.* New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Hindle, K., & Lee, L. (2002). An Exploratory Investigation of Informal Venture Capitalists in Singapore. *Venture Capital*, 4(2), 169-181. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Hindle, K., & Wenban, R. (1999). Australia's Informal Venture Capitalists: An Exploratory Profile. *Venture Capital*, 1(2), 169-186. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Hoyos, J., & Saiz, M. (2013). The informal investment context: specific issues concerned with business angels. (26), 179-198.
- Ibarra, H. (1997). Paving an Alternative Route: Gender Differences in Managerial Networks. *Social Psychology Quarterly*, 60(1), 91-102.
- Jain, B. A. (2001). Predictors of performance of venture capitalist-backed organizations. *Journal of Business Research*, 52(3), 223-233.
- Jehn, K. A., & Bendersky, C. (2003). Intragroup conflict in organizations: A contingency perspective on the conflict-outcome relationship. *Research in Organizational Behavior*, 25, 187-243.
- Jensen, M. (2002). Angel Investors: Opportunity amidst Chaos. *Venture Capital*, 4(4), 295-304. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: <http://www.sciencedirect.com/science/journal/0304405X>
- Johnson, R. (2013). Assessing a New Business Opportunity. [Technical Note]. *IESE, EN-17-E*, 6.

- Kelly, P., & Hay, M. (2003). Business Angel Contracts: The Influence of Context. *Venture Capital*, 5(4), 287-312. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Kirzner, I. M. (1978). *Competition and entrepreneurship*: University of Chicago press.
- Kochan, T. A., Cummings, L. L., & Huber, G. P. (1976). Operationalizing the Concepts of Goals and Goal Incompatibilities in Organizational Behavior Research. *Human Relations*, 29(6), 527-544.
- Kogut, B., & Zander, U. (2008). Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. In B. Kogut (Ed.), *Knowledge, Options, and Institutions* (pp. 47-64): Oxford and New York: Oxford University Press.
- Kozlowski, S. W., & Ilgen, D. R. (2006). Enhancing the effectiveness of work groups and teams. *Psychological science in the public interest*, 7(3), 77-124.
- Landstrom, H. (1993). Informal Risk Capital in Sweden and Some International Comparisons. *Journal of Business Venturing*, 8(6), 525.
- Landström, H. (1992). The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4(3), 199-223.
- Lange, J., Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Angel Networks for the 21st Century: An Examination of Practices of Leading Networks in Europe and the U.S. *Journal of Private Equity*, 6(2), 18.
- Lange, J. E., Bygrave, W., Nishimoto, S., Roedel, J., & Stock, W. (2001). Smart money? The impact of having top venture capital investors and underwriters backing a venture. [Article]. *Venture Capital*, 3(4), 309-326. doi: 10.1080/13691060110037129
- Lind, E. A., & Tyler, T. R. (1988). *The social psychology of procedural justice*: Plenum Publishing Corporation.
- Linde, L., & Prasad, A. (2000). Venture Support Systems Project: Angel Investors. Boston: MIT Entrepreneurship Center.
- Lumme, A., & Mason, C. (1996). The returns from informal venture capital investments: An exploratory study. *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance*, 5(2), 139.
- Lumme, A., Mason, C., & Suomi, M. (1998). *Informal venture capital: Investors, investments and policy issues in Finland*: Boston; Dordrecht and London: Kluwer Academic.
- MacMillan, I. C., Kulow, D. M., & Khoylian, R. (1989). Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing*, 4(1), 27.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & SubbaNarasimha, P. N. (1987). Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123.
- Macht, S. A. (2007). The Post- Investment Period of Business Angels. Involvement and Impact (pp. 43). Newcastle: New Castle Business School Northumbria University.
- Macht, S. A. (2011). Inexpert business angels: how even investors with 'nothing to add' can add value. *Strategic Change*, 20(7/8), 269-278. doi: 10.1002/jsc.900
- Macht, S. A., & Robinson, J. (2009). Do business angels benefit their investee companies? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 15(2), 187 - 208. doi: 10.1108/13552550910944575
- Madill, J. J., Haines, G. H., Jr., & Riding, A. L. (2005). The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital*, 7(2), 107-129. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Mansson, N., & Landstrom, H. (2006). Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden. *Venture Capital*, 8(4), 281-301. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Martínez, P., & García, J. G. (2010). *Business Angels. Capital Inteligente para empresas innovadoras* (Primera ed.). Oleiros, La Coruña: Netbiblio.

- Mason, C. (2002). Report on Business Angel Investment Activity 2000-2001. London, NBAN és BVCA.
- Mason, C., & Harrison, R. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.
- Mason, C., & Harrison, R. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10(4), 309-330.
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248.
- Mason, C. M. (2006). Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures* (pp. 259-299): International Handbook Series on Entrepreneurship, vol. 3. New York: Springer.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1995). Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital. *Small Business Economics*, 7(2), 153-172. doi: <http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/11187>
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1996). Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. [doi: 10.1080/08985629600000007]. *Entrepreneurship & Regional Development*, 8(2), 105-126. doi: 10.1080/08985629600000007
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1997). Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector. *Small Business Economics*, 9(2), 111-123.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2000). Informal venture capital and the financing of emergent growth businesses. *Handbook of entrepreneurship*, 221-239.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17(3), 211.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2015). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. [Article]. *Environment & Planning C: Government & Policy*, 33(1), 43-60. doi: 10.1068/c12324b
- Maula, M., Autio, E., & Murray, G. (2005). Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and Should Entrepreneurs Care? *Venture Capital*, 7(1), 3-21. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225. doi: 10.1016/j.jbusvent.2009.09.002
- McPherson, M., Smith-Lovin, L., & Cook, J. M. (2001). Birds of a feather: Homophily in social networks. *Annual Review of Sociology*, 27, 415-444. doi: 10.1146/annurev.soc.27.1.415
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook* (Vol. 2d ed). Thousand Oaks, Calif: Sage Pubns.
- Miles, M. B., & Weitzman, E. A. (1996). The state of qualitative data analysis software: What do we need? *Current Sociology*, 44(3), 206.
- Mosey, S., & Wright, M. (2007). From Human Capital to Social Capital: A Longitudinal Study of Technology-Based Academic Entrepreneurs. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 31(6), 909-935. doi: 10.1111/j.1540-6520.2007.00203.x
- Munck, C. (2009). Introduction to business angels and business angels network activities in Europe Retrieved 30 Nov, 2013, from [http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/02/EBAN-ToolKit\\_EN-2009.pdf](http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/02/EBAN-ToolKit_EN-2009.pdf)
- Murnieks, C. Y., Haynie, J. M., Wiltbank, R. E., & Harting, T. (2007, 2007/08/). *I like how you think: the role of cognitive similarity as a decision bias*.

- Murnieks, C. Y., Haynie, J. M., Wiltbank, R. E., & Harting, T. (2011). 'I like how you think': Similarity as an interaction bias in the investor–entrepreneur dyad. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1533-1561. doi: 10.1111/j.1467-6486.2010.00992.x
- Murray, G. C. (2007). Venture Capital and Government Policy. In H. Landstrom (Ed.), *Handbook of Research on Venture Capital* (pp. 113-151): Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual capital, and the organizational advantage *Academy of Management Review*, 23(2), 242-266. doi: 10.5465/amr.1998.533225
- Norusis, M., & Statistics, I. S. (2005). Advanced statistical procedures companion.
- OECD. (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors. *OECD Publishing*. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>
- Paul, S., Whittam, G., & Johnston, J. B. (2003). The Operation of the Informal Venture Capital Market in Scotland. *Venture Capital*, 5(4), 313-335. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital*, 9(2), 107-125. doi: 10.1080/13691060601185425
- Peña, Guerrero, M., González-Pernía, J. L., Rubio, A., Aragón, A., Nicolás, C., . . . Sánchez, L. (2014). *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2014*: Ed. Universidad de Cantabria.
- Peña, I., Guerrero, M., González-Pernía, J. L., Navarro, J. R., Medina, C. C., Tamayo, R. M., & Hoyos, J. (2013). *Global Entrepreneurship Monitor. Informe GEM España 2013*: Ed. Universidad de Cantabria.
- Pérez López, C. (2005). *Técnicas estadísticas con SPSS 12: aplicaciones al análisis de datos*.
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: What do we know and where do we go? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10(2), 127-147.
- Politis, D., & Landstrom, H. (2002). Informal Investors as Entrepreneurs--The Development of an Entrepreneurial Career. *Venture Capital*, 4(2), 78-101. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Pratt, S. E. (1987). Overview and introduction to the venture capital industry. *Pratt's guide to venture capital sources*, 7(9).
- Prowse, S. (1998). Angel Investors and the Market for Angel Investments. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), 785-792. doi: <http://www.sciencedirect.com/science/journal/03784266>
- Ramón Pintado, T., García Perez de Lema, D., & Van Auken, H. (2007). Venture Capital in Spain by Stage of Development. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.
- Reitan, B., & Sorheim, R. (2000). The Informal Venture Capital Market in Norway--Investor Characteristics, Behaviour and Investment Preferences. *Venture Capital*, 2(2), 129-141. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Richardson, H. M. (1940). Community of values as a factor in friendships of college and adult women. *The Journal of Social Psychology*, 11(2), 303-312.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. (2003). The CEO, Venture Capitalists, and the Board. In M. Wright, H. J. Sapienza & L. W. Busenitz (Eds.), *Venture capital. Volume 3* (pp. 36-50): Elgar Reference Collection. Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar. (Reprinted from: [1993]).
- Rousseau, D. M., Sitkin, S. B., Burt, R. S., & Camerer, C. (1998). Not so different after all: A cross- Discipline view of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 393-404. doi: 10.5465/amr.1998.926617
- Rubin, H. J., & Rubin, I. S. (1995). *Qualitative Interviewing: The Art of Hearing Data*.
- Rubin, J. Z., Brown, B. R., & Deutsch, M. (1975). *The social psychology of bargaining and negotiation*: Academic press New York.

- Ruhnka, J. C., Feldman, H. D., & Dean, T. J. (1992). The 'Living Dead' Phenomenon in Venture Capital Investments. *Journal of Business Venturing*, 7(2), 137.
- Ryan, G. W., & Bernard, H. R. (2003). Techniques to Identify Themes. *Field Methods*, 15(1), 85.
- Saetre, A. S. (2003). Entrepreneurial Perspectives on Informal Venture Capital. *Venture Capital*, 5(1), 71-94. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- San José, A., Roure, J., & Aernoudt, R. (2005). Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(2), 149-165.
- Sapienza, H. (1989). *Variations in venture capitalist-entrepreneur relations: antecedents and consequences*. University of Maryland, College Park.
- Sapienza, H. J. (1992). When Do Venture Capitalists Add Value? *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9.
- Sapienza, H. J., & Gupta, A. K. (1994). Impact of Agency Risks and Task uncertainty on venture capitalist - CEO interaction. . *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632. doi: 10.2307/256802
- Sapienza, H. J., & Manigart, S. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439.
- Sapienza, H. J., & Timmons, J. A. (1989, 1989/08/). *The Roles of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance?*
- Sarstedt, M., & Mooi, E. (2014). *A Concise Guide to Market Research. The Process, Data, and Methods Using IBM SPSS Statistics*.
- Schein, E. H. (1965). *Organizational psychology*. Oxford England: Prentice-Hall.
- Shane, S. (2008). The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. [Working Paper]. *The Quarterly Journal of Finance*, 2(02).
- Shane, S. (2009). *Fool's Gold?: The Truth Behind Angel Investing in America*: Oxford University Press.
- Shane, S., & Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science*, 48(3), 364-381.
- Shaw, E. (1999). A guide to the qualitative research process: evidence from a small firm study. *Qualitative Market Research: An International Journal*, 2(2), 59-70.
- Shepherd, D. A. (1999). Venture Capitalists' Introspection: A Comparison of "In Use" and "Espoused" Decision Policies. *Journal of Small Business Management*, 37(2), 76-87.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust and Confidence in Co-operative Behavior. *Venture Capital*, 3(2), 129-149. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Shrader, R., & Siegel, D. S. (2007). Assessing the Relationship between Human Capital and Firm Performance: Evidence from Technology-Based New Ventures. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 31(6), 893-908.
- Sohl, J. E. (1999). The Early-Stage Equity Market in the USA. *Venture Capital*, 1(2), 101-120. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Sorheim, R. (2005). Business Angels as facilitators for further finance: an exploratory study. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 12(2), 178 - 191. doi: 10.1108/14626000510594593
- Sørheim, R., & Landstrom, H. (2001). Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13(4), 351-370.
- Stedler, H., & Peters, H. H. (2003). Business angels in Germany: an empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(3), 269-276.
- Steier, L., & Greenwood, R. (1995). Venture Capitalist relationship in the deal structuring and post investment stages of a new firm creation. . *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.

- Stevenson, H., & Coveney, P. (1994). Survey of business angels: fallacies corrected and six distinct types of angels identified. *Venture Capital Report*, October.
- Sturges, J. E., & Hanrahan, K. J. (2004). Comparing telephone and face-to-face qualitative interviewing: A research note. *Qualitative Research*, 4(1), 107-118. doi: 10.1177/1468794104041110
- Tashiro, Y. (1999). Business Angels in Japan. *Venture Capital*, 1(3), 259-273. doi: <http://www.tandfonline.com/loi/tvec20>
- Thibaut, J. W., & Walker, L. (1975). *Procedural justice: A psychological analysis*. L. Erlbaum Associates Hillsdale.
- Timmons, J. A. (1982). New venture creation: models and methodologies. *Encyclopedia of Entrepreneurship*.
- Tsai, W., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital and Value Creation: The role of intrafirm networks. *Academy of Management Journal*, 41(4), 464-476. doi: 10.2307/257085
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. In M. Wright, H. J. Sapienza & L. W. Busenitz (Eds.), *Venture capital. Volume 1* (pp. 3-18): Elgar Reference Collection.
- Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar. (Reprinted from: [1984]).
- Van Osnabrugge, M. (2000). A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis. *Venture Capital*, 2(2), 91-109. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies--The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*: John Wiley & Sons.
- Vanacker, T., Seghers, A., & Manigart, S. (2012). Follow-On Financing of Venture Capital-Backed Companies. In D. Cumming (Ed.), *The Oxford Handbook of Venture Capital* (pp. 373-400): Oxford Handbooks. Oxford and New York: Oxford University Press.
- Verona Martel, M. C., García Cardona, M., & Déniz Mayor, J. J. (2013). Situación de los Business Angels y de las Redes de Business Angels en España. *State of Business Angels and Networks of Business in Spain. (English)*, 38(1), 141-166.
- Vilà Baños, R., Rubio Hurtado, M. J., Berlanga Silvente, V., & Torrado Fonseca, M. (2014). Cómo aplicar un cluster jerárquico en SPSS. *REIRE. Revista d'Innovació i Recerca en Educació*, 2014, vol. 7, num. 1, p. 113-127.
- Villarreal, O., & Landeta, J. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación científica en dirección y economía de la empresa. Una aplicación a la internacionalización. (Case Study as a Methodology of Scientific Research in Business Economics and Management: An Application of the Internationalisation. With English summary.). *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(3), 31-52. doi: <http://www.aedem-virtual.com/archivos/iedee/iedee%20index.htm>
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Wetzel, W. E. (1983). Angels and Informal Risk Capital. *Sloan Management Review*, 24(4), 23-34.
- Wetzel, W. E., & Seymour, C. R. (1981). Informal risk capital in New England. *Frontiers of entrepreneurship research*, 1981, 217.
- Wilmot, W. W., & Hocker, J. L. (1998). *Interpersonal conflict* (Vol. 5th ed). Boston; New York: McGraw-Hill.
- Wiltbank, R. (2005). Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. *Venture Capital*, 7(4), 343-357. doi: <http://www.tandf.co.uk/journals/titles/13691066.asp>
- Wiltbank, R., & Boeker, W. (2007). Returns to angel investors in groups.: Ewing Marion Kauffman Foundation and Angel Capital Education Foundation.

- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., & Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 116-133. doi: 10.1016/j.jbusvent.2007.11.004
- Wiltbank, R. E. (2009). *Siding with the Angels: Business Angel investing-promising outcomes and effective strategies*: NESTA.
- Williams, K. Y., & O'Reilly Iii, C. A. (1998). Demography and Diversity in Organizations: A Review of 40 years of research *Research in Organizational Behavior*, 20, 77.
- Wong, A. (2002). Angel Finance: The Other Venture Capital. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=941228> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.941228>
- Wong, A., Bhatia, M., & Freeman, Z. (2009). Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change*, 18(7/8), 221-230. doi: 10.1002/jsc.849
- Wright, M., Pruthi, S., & Lockett, A. (2005). International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders. [Article]. *International Journal of Management Reviews*, 7(3), 135-165. doi: 10.1111/j.1468-2370.2005.00113.x
- Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5/6), 521-570.
- Yin, R. K. (2009). *Case Study research: design and methods* (4th. ed. Vol. 5).
- Yitshaki, R. (2008). Venture capitalist-entrepreneur conflicts: An exploratory study of determinants and possible resolutions. *International Journal of Conflict Management*, 19(3), 262-292. doi: 10.1108/10444060810875813
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57.
- Zopounidis, C. (1994). Venture capital modeling: Evaluation criteria for the appraisal of investments. *The Financier ACMT*, 1(2), 54-64.

# **ANEXOS**

## Anexo 1. Resumen de variables

| Variable                                                                  | Pregunta | Origen desde la Literatura                                               |
|---------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------|
| Motivaciones del BA                                                       | 1        | Adaptada de (Mason y Harrison, 2002)                                     |
| Capital Humano - Experiencia previa del BA en la Industria                | 2        | Desarrollada a partir de (Barney et al., 1996)                           |
| Capital Humano - Experiencia como inversor                                | 2        | ( Wiltbank, 2005; Wiltbank, 2009)                                        |
| Capital Humano - Experiencia como emprendedor                             | 2        | (Wiltbank, 2005; Wiltbank, 2009)                                         |
| Capital Humano - Experiencia gerencial                                    | 2        | Adaptada de (MacMillan et al., 1989)                                     |
| Capital Humano - Experiencia en la elaboración de estrategias financieras | 2        | Desarrollada a partir de (Linde y Prasad, 2000)                          |
| Relación con Instituciones Financieras                                    | 3        | Desarrollada a partir de (Macht y Robinson, 2009)                        |
| Relación con Firms de Capital Riesgo                                      | 3        | Desarrollada a partir de (Macht y Robinson, 2009)                        |
| Relación con Profesionales afines                                         | 3        | Desarrollada a partir de (Macht y Robinson, 2009)                        |
| Relación con Universidades, Centros de Investigación, Tecnológicos, etc.  | 3        | Desarrollada a partir de (Macht y Robinson, 2009)                        |
| Relación con otros business angels                                        | 3        | Desarrollada a partir de (Macht y Robinson, 2009)                        |
| Ubicación de las inversiones                                              | 4        | Desarrollada a partir de (MacMillan et al., 1989)                        |
| Total de inversiones realizadas (superiores a 10 mil euros)               | 5        | Desarrollada a partir de (Wiltbank, 2005)                                |
| Tamaño de la cartera de inversión actual                                  | 6        | Adaptada de (Mason y Harrison, 2002)                                     |
| Sectores de inversión                                                     | 7        | Adaptada de (Shane y Cable, 2002)                                        |
| Etapas de inversión                                                       | 8        | Adaptada de (Gupta y Sapienza, 1992; Jain, 2001; Mason & Harrison, 2002) |
| Inversor activo en el proyecto                                            | 9 (No)   | <i>Pregunta empleada como criba.</i>                                     |
| Tiempo de desplazamiento (trayecto)                                       | 10       | Adaptada de (MacMillan et al., 1989; Sapienza y Gupta, 1994)             |
| Desempeño de la empresa (performance)                                     | 11       | Adaptada de (MacMillan et al., 1989) y (Sapienza y Gupta, 1994)          |

|                                                              |    |                                                           |
|--------------------------------------------------------------|----|-----------------------------------------------------------|
| Financiación del proyecto                                    | 12 | Elaboración propia basada en la revisión de literatura    |
| Cantidad en euros invertida en el proyecto                   | 13 | Adaptada de (MacMillan et al., 1989)                      |
| Decisión de inversión en el proyecto                         | 14 | GEM 2011                                                  |
| Incremento de valor del proyecto                             | 23 | Desarrollada para este estudio                            |
| Atraer agentes relevantes para el negocio.                   | 15 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Atraer miembros clave del equipo directivo                   | 16 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Atraer otras fuentes de financiación                         | 17 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Atraer nuevos clientes                                       | 18 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Contribución de organización al proyecto                     | 19 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Contribución al Marketing del proyecto                       | 20 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Contribución relacionada con la competencia del proyecto     | 21 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Contribución con la tecnología del proyecto                  | 22 | Adaptada de (Maula et al., 2005)                          |
| Frecuencia de la interacción                                 | 24 | Adaptada de (Sapienza y Gupta, 1994)                      |
| Horas de interacción en promedio                             | 25 | Adaptada de (Wiltbank, 2005)                              |
| Disposición del BA a involucrarse                            | 26 | Desarrollada a partir de (Shepherd y Zacharakis, 2001)    |
| Disposición del emprendedor a aceptar la contribución del BA | 27 | Adaptada de (Landström, 1992)                             |
| Relación entre BA y ET – Confianza                           | 28 | Desarrollada a través de (Shepherd y Zacharakis, 2001)    |
| Relación entre BA y ET - Buena comunicación                  | 29 | Desarrollada a partir de (Cable y Shane, 1997)            |
| Relación entre BA y ET – Valores de trabajo compartidos      | 30 | Desarrollada a partir de (Cable y Shane, 1997)            |
| Relación entre BA y ET – Equilibrio de poder                 | 31 | Desarrollada a partir de (Cable y Shane, 1997)            |
| Desinversión del proyecto                                    | 32 | Desarrollada a partir de (Colomer i Espinet et al., 2009) |
| Rendimiento sobre la inversión                               | 33 | Adaptada de (MacMillan et al., 1989)                      |

|                                                 |        |                                   |
|-------------------------------------------------|--------|-----------------------------------|
| Información Demográfica. Sexo; Edad             | 34, 35 | Adaptada de (Cable y Shane, 1997) |
| Red de Business Angels a la que pertenece el BA | 36     | Desarrollada para este estudio.   |

*Fuente: elaboración propia.*

## Anexo 2. Cuestionario

Pregunta 1: ¿Qué tan relevantes resultan para usted, los siguientes motivos para invertir capital en proyectos emprendedores?

Pregunta 2: ¿Cuántos años de experiencia ha acumulado en cada uno de los siguientes aspectos, durante su vida profesional?

Pregunta 3: ¿Cómo evaluaría su RELACIÓN con cada uno de los siguientes GRUPOS de la tabla?

Pregunta 4: ¿Ha realizado inversiones en startups fuera de España, durante su trayectoria como inversor?

Pregunta 5: ¿Número total de inversiones superiores a 10 mil euros, realizadas en proyectos emprendedores?

Pregunta 6: ¿Cuántas empresas conforman actualmente su cartera de inversión?

Pregunta 7: ¿A qué sector o sectores pertenecen las empresas que conforman ACTUALMENTE su CARTERA? Marque, la opción que corresponda. Es posible elegir más de uno.

Pregunta 8: ¿En qué etapa del ciclo de vida del proyecto, están las empresas de su cartera actual?

*A partir de esta sección, le pedimos que para responder, se enfoque en un PROYECTO RECIENTE, en el que habiendo invertido su propio capital y no teniendo ninguna relación familiar con el emprendedor, considere como una inversión representativa de su cartera.*

*Es preferible que se trate de un proyecto para el que haya cumplido el ciclo completo de inversión (inversión – desinversión).*

Pregunta 9: ¿A día de hoy continúa invirtiendo en ese proyecto?

Pregunta 10: ¿Cuánto tiempo destina o destinaba para desplazarse hasta las oficinas del proyecto durante su gestión como inversor?

Pregunta 11: Durante su gestión como inversor ¿cuál ha sido la tendencia que han tenido las ventas, los clientes y el número de empleados en este proyecto?

Pregunta 12: En el momento en que usted se integró como inversor en este proyecto lo hizo cómo? Marque la opción que corresponda.

Pregunta 13: ¿Cantidad (en euros) que usted ha invertido en este proyecto?

Pregunta 14: Asumiendo que la estructura financiera y el marco legal del proyecto fueron los adecuados ¿Cuáles fueron los aspectos más importantes para que usted decidiera invertir en este proyecto? Distribuya 100 puntos entre las siguientes alternativas.

Pregunta 15: ¿Cómo evaluaría la contribución que usted ha hecho a este proyecto? Facilitar y poner en contacto con agentes relevantes para el negocio (proveedores, competidores, asesores).

Pregunta 16: ¿Atraer a miembros clave del equipo directivo?

Pregunta 17: Obtener otras fuentes de financiación.

Pregunta 18: Ayudar a través de sus contactos a la captación de nuevos clientes?

Pregunta 19: Contribuciones relacionadas a la organización del proyecto (evaluación y definición de estrategias, personal, gestión de crisis, entrenamiento del equipo, organigrama, estructura, etc.)

Pregunta 20: Contribuciones relacionadas al marketing del proyecto (plan de Marketing, desarrollo de producto, etc.)

Pregunta 21: Contribuciones relacionadas con la competencia del proyecto (Modelo de negocio, comprensión del mercado, etc.)

Pregunta 22: Contribuciones relacionadas con la tecnología del proyecto (solución de problemas tecnológicos, compra de maquinaria o equipo, etc.)

Pregunta 23: ¿A quién le atribuiría el incremento de valor de este proyecto? Distribuya 100 puntos entre las siguientes categorías.

Preguntas 24 y 25: ¿Cuál fue o ha sido la frecuencia de su interacción con el emprendedor o el equipo emprendedor, y las horas dedicadas a este proyecto, durante su gestión como inversor?

Pregunta 26: ¿Cómo describiría su disposición a involucrarse en este proyecto?

Pregunta 27: ¿El equipo emprendedor de este proyecto, siempre se ha mostrado abierto a recibir sus recomendaciones durante su gestión como inversor?

¿Cómo evaluaría la relación entre usted y el equipo emprendedor de este proyecto durante su gestión como inversor? A partir de esta pregunta, los encuestados debían responder a una serie de cuatro afirmaciones.

Pregunta 28. Nuestra relación es de confianza

Pregunta 29. Existe buena comunicación entre nosotros

Pregunta 30. Ambos valoramos más la justicia y la honestidad por encima de beneficios individuales o meramente empresariales

Pregunta 31. Alguno tiene mayoritariamente el poder para obligar al otro a cumplir sus demandas

Pregunta 32. ¿Cuál fue la forma de desinversión o salida de este proyecto? Es posible elegir más de una opción.

- Venta a los promotores:
- Venta a un socio industrial
- Venta a otro business angel o inversor informal
- Venta a una firma de capital riesgo
- Incorporación del business angel como socio permanente en la empresa
- Liquidación de la sociedad
- Salida a Bolsa

Pregunta 33: ¿En el momento de su salida de este proyecto, la tasa de retorno que obtuvo por su inversión fue?

Pregunta 34. Sexo

Pregunta 35 Edad.

Pregunta 36. Red de Business Angels a las que pertenecen

## Anexo 3. Base de datos

|                                | 1      | 2      | 3      | 4     | 5      | 6     | 7    | 8    | 9      | 10     | 11     | 12     | 13     | 14     | 15     | 16     | 17     | 18    | 19    | 20     | 21     | 22      | 23   | 24  | 25   | 26  | 27  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|------|-----|------|-----|-----|
| 1 PerflBA_Mot_BenFisc          | 1,0    |        |        |       |        |       |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 2 PerflBA_Mot_IncrCap          | 0,2    | 1,0    |        |       |        |       |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 3 PerflBA_Mot_AltaRevalCap     | -,504* | 0,0    | 1,0    |       |        |       |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 4 PerflBA_Mot_SatPers          | -0,1   | 0,2    | 0,1    | 1,0   |        |       |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 5 PerflBA_Mot_EntretInv        | 0,0    | 0,0    | -0,2   | ,270* | 1,0    |       |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 6 PerflBA_Mot_BenNoFin         | -0,2   | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,2    | 1,0   |      |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 7 PerflBA_Mot_AyudaCerc        | 0,0    | -0,1   | -0,2   | 0,2   | 0,1    | 0,0   | 1,0  |      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 8 PerflBA_Mot_ReconCom         | 0,0    | ,363** | 0,1    | ,327* | ,334** | ,273* | -0,1 | 1,0  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 9 PerflBA_Mot_ApoyoEmprend     | -0,1   | -0,2   | 0,1    | ,266* | 0,2    | 0,2   | 0,2  | 0,2  | 0,1    | 1,0    |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 10 PerflBA_Mot_BenSoc          | -0,1   | -0,2   | 0,1    | ,266* | 0,2    | 0,1   | 0,1  | -0,1 | ,573** | 1,0    |        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 11 PerflBA_Exp_Sector          | 0,0    | -0,1   | 0,2    | 0,1   | -0,1   | 0,1   | -0,1 | 0,1  | 0,1    | 0,1    | 1,0    |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 12 PerflBA_Exp_Inversor        | -0,1   | -0,1   | 0,4    | 0,1   | -0,2   | 0,0   | 0,0  | -0,1 | 0,1    | 0,2    | ,475** | 1,0    |        |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 13 PerflBA_Exp_Emprend         | -0,1   | -0,1   | 0,2    | 0,0   | -0,1   | 0,2   | 0,0  | -0,1 | 0,2    | 0,1    | ,347** | ,569** | 1,0    |        |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 14 PerflBA_Exp_DirCoord        | -0,1   | -0,1   | ,443*  | 0,0   | -0,1   | 0,1   | 0,0  | -0,1 | 0,1    | 0,2    | 0,2    | ,524** | ,547** | 1,0    |        |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 15 PerflBA_Exp_Estrat          | -0,1   | -0,2   | 0,0    | 0,1   | 0,1    | 0,0   | 0,0  | -0,2 | 0,1    | ,351** | 0,2    | ,353** | ,261*  | ,595** | 1,0    |        |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 16 PerflBA_Rel_InstFin         | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,1   | 0,2  | 0,0  | 0,2    | 0,1    | -0,1   | 0,1    | 0,1    | ,288*  | 0,2    | 1,0    |        |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 17 PerflBA_Rel_InstCR          | 0,0    | -0,2   | 0,1    | -0,1  | -0,1   | -0,1  | -0,3 | 0,0  | 0,2    | 0,0    | 0,2    | 0,1    | -0,1   | 0,1    | 0,1    | ,294*  | 1,0    |       |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 18 PerflBA_Rel_Profes          | -0,2   | -0,1   | ,417*  | 0,2   | 0,0    | 0,1   | 0,1  | 0,0  | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,0    | 0,2    | 0,1    | ,363** | ,383** | 1,0   |       |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 19 PerflBA_Rel_UniBATech       | 0,2    | 0,1    | 0,2    | 0,0   | -0,1   | 0,2   | 0,2  | 0,2  | 0,1    | 0,2    | 0,1    | 0,2    | 0,0    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | ,326*  | 0,2   | 1,0   |        |        |         |      |     |      |     |     |
| 20 PerflBA_Rel_OtrosBA         | -0,1   | 0,2    | ,525** | 0,1   | -0,1   | 0,0   | -0,2 | -0,1 | 0,2    | 0,0    | 0,2    | 0,2    | 0,0    | 0,1    | 0,1    | -0,1   | ,457** | 0,2   | ,291* | 1,0    |        |         |      |     |      |     |     |
| 21 PerflBA_Inv10_Cant          | -0,2   | -0,1   | 0,2    | 0,0   | -0,2   | 0,1   | -0,1 | 0,0  | 0,0    | 0,0    | ,377** | ,423** | 0,2    | 0,1    | 0,1    | -0,2   | 0,1    | 0,0   | 0,0   | ,267*  | 1,0    |         |      |     |      |     |     |
| 22 PerflBA_InvActual_Cant      | -0,2   | -0,1   | 0,3    | 0,0   | -0,2   | 0,2   | -0,1 | 0,0  | 0,1    | -0,1   | ,409** | ,415** | 0,2    | 0,1    | 0,0    | -0,1   | ,268*  | ,278* | ,285* | ,335** | ,859** | 1,0     |      |     |      |     |     |
| 23 PerflVC_InvActual_qsectores | -0,2   | 0,0    | 0,1    | -0,1  | -0,1   | 0,0   | 0,0  | -0,2 | 0,0    | -0,1   | -0,2   | -0,1   | -0,1   | -0,1   | 0,0    | -0,1   | ,268*  | ,278* | ,285* | ,335** | 0,1    | ,263*   | 1,0  |     |      |     |     |
| 24 P_Desplaz                   | 0,0    | 0,1    | -0,2   | -0,1  | 0,0    | 0,0   | 0,0  | -0,1 | 0,0    | -0,1   | -0,1   | -0,1   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,1    | 0,0    | -0,1  | 0,2   | 0,0    | -0,3   | -0,3    | 0,1  | 1,0 |      |     |     |
| 25 P_Frednt_Cant               | -0,1   | ,323*  | -0,1   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | -0,1 | 0,0  | -0,1   | 0,0    | -0,1   | 0,0    | 0,1    | 0,1    | -0,1   | 0,0    | -0,1   | 0,0   | 0,2   | 0,1    | ,266*  | 0,2     | 0,0  | 0,0 | 1,0  |     |     |
| 26 P_Frednt_Hs                 | 0,1    | 0,0    | -0,2   | -0,2  | -0,2   | 0,0   | 0,1  | -0,2 | -0,1   | 0,1    | -,287* | 0,0    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | -0,1   | -0,2   | -0,1  | -0,1  | -0,2   | -,336* | -,353** | 0,2  | 0,1 | -0,2 | 1,0 |     |
| 27 Edad                        | -0,1   | -0,1   | -0,2   | 0,1   | 0,0    | -0,1  | 0,0  | -0,2 | 0,1    | 0,2    | ,264*  | ,465** | ,326*  | ,558** | ,492** | 0,1    | -0,1   | 0,1   | 0,1   | -0,1   | -,263* | 0,1     | -0,1 | 0,2 | 0,2  | 0,0 | 1,0 |

## Anexo 4. Matriz de Correlaciones

| Variable dependiente          |   |   | Diferencia de medias (i-j) | Error estándar | Sig.  | confianza       |                 |
|-------------------------------|---|---|----------------------------|----------------|-------|-----------------|-----------------|
|                               |   |   |                            |                |       | Límite inferior | Límite superior |
| PerfIBA_Mot_BenFisc           | 1 | 2 | -,900                      | ,460           | ,219  | -,212           | ,32             |
|                               |   | 3 | -,988                      | ,465           | ,159  | -,223           | ,25             |
|                               |   | 4 | -,567                      | ,602           | ,783  | -,217           | 1,04            |
|                               | 2 | 1 | ,900                       | ,460           | ,219  | -,32            | 2,12            |
|                               |   | 3 | -,088                      | ,394           | ,996  | -,114           | ,96             |
|                               |   | 4 | ,333                       | ,549           | ,929  | -,113           | 1,80            |
|                               | 3 | 1 | ,988                       | ,465           | ,159  | -,25            | 2,23            |
|                               |   | 2 | ,088                       | ,394           | ,996  | -,96            | 1,14            |
|                               |   | 4 | ,422                       | ,553           | ,871  | -,105           | 1,90            |
|                               | 4 | 1 | ,567                       | ,602           | ,783  | -,104           | 2,17            |
|                               |   | 2 | -,333                      | ,549           | ,929  | -,180           | 1,13            |
|                               |   | 3 | -,422                      | ,553           | ,871  | -,190           | 1,05            |
| PerfIBA_Mot_AyudaCerc         | 1 | 2 | ,678                       | ,434           | ,410  | -,48            | 1,83            |
|                               |   | 3 | 1,694                      | ,438           | ,002  | ,53             | 2,86            |
|                               |   | 4 | 2,067                      | ,568           | ,004  | ,55             | 3,58            |
|                               | 2 | 1 | -,678                      | ,434           | ,410  | -,183           | ,49             |
|                               |   | 3 | 1,016                      | ,372           | ,042  | ,03             | 2,01            |
|                               |   | 4 | 1,389                      | ,519           | ,048  | ,01             | 2,77            |
|                               | 3 | 1 | -,694                      | ,438           | ,002  | -,286           | -,53            |
|                               |   | 2 | -,016                      | ,372           | ,042  | -,201           | -,03            |
|                               |   | 4 | ,373                       | ,522           | ,891  | -,102           | 1,76            |
|                               | 4 | 1 | -,2067                     | ,568           | ,004  | -,358           | -,55            |
|                               |   | 2 | -,1389                     | ,519           | ,048  | -,277           | -,01            |
|                               |   | 3 | -,373                      | ,522           | ,891  | -,176           | 1,02            |
| PerfIBA_Mot_ReconCom          | 1 | 2 | ,556                       | ,379           | ,466  | -,45            | 1,56            |
|                               |   | 3 | -,059                      | ,383           | ,999  | -,108           | ,96             |
|                               |   | 4 | 0,000                      | ,496           | 1,000 | -,132           | 1,32            |
|                               | 2 | 1 | -,556                      | ,379           | ,466  | -,156           | ,45             |
|                               |   | 3 | -,614                      | ,325           | ,246  | -,148           | ,25             |
|                               |   | 4 | -,556                      | ,453           | ,613  | -,176           | ,65             |
|                               | 3 | 1 | ,059                       | ,383           | ,999  | -,96            | 1,08            |
|                               |   | 2 | ,614                       | ,325           | ,246  | -,25            | 1,48            |
|                               |   | 4 | ,059                       | ,456           | ,999  | -,116           | 1,27            |
|                               | 4 | 1 | 0,000                      | ,496           | 1,000 | -,132           | 1,32            |
|                               |   | 2 | ,556                       | ,453           | ,613  | -,65            | 1,76            |
|                               |   | 3 | -,059                      | ,456           | ,999  | -,127           | 1,16            |
| PerfIBA_Exp_Estrat            | 1 | 2 | -,1311                     | ,410           | ,013  | -,240           | -,22            |
|                               |   | 3 | -,553                      | ,414           | ,546  | -,166           | ,55             |
|                               |   | 4 | -,1700                     | ,537           | ,014  | -,313           | -,27            |
|                               | 2 | 1 | 1,311                      | ,410           | ,013  | ,22             | 2,40            |
|                               |   | 3 | ,758                       | ,351           | ,150  | -,18            | 1,69            |
|                               |   | 4 | -,389                      | ,490           | ,857  | -,189           | ,92             |
|                               | 3 | 1 | ,553                       | ,414           | ,546  | -,55            | 1,66            |
|                               |   | 2 | -,758                      | ,351           | ,150  | -,169           | ,18             |
|                               |   | 4 | -,1147                     | ,493           | ,107  | -,246           | ,17             |
|                               | 4 | 1 | 1,700                      | ,537           | ,014  | ,27             | 3,13            |
|                               |   | 2 | ,389                       | ,490           | ,857  | -,82            | 1,69            |
|                               |   | 3 | 1,147                      | ,493           | ,107  | -,17            | 2,46            |
| PerfIBA_Rel_Profes            | 1 | 2 | ,200                       | ,352           | ,941  | -,74            | 1,14            |
|                               |   | 3 | ,435                       | ,356           | ,616  | -,51            | 1,38            |
|                               |   | 4 | -,633                      | ,461           | ,522  | -,186           | ,60             |
|                               | 2 | 1 | -,200                      | ,352           | ,941  | -,114           | ,74             |
|                               |   | 3 | ,235                       | ,302           | ,864  | -,57            | 1,04            |
|                               |   | 4 | -,833                      | ,421           | ,210  | -,195           | ,29             |
|                               | 3 | 1 | -,435                      | ,356           | ,616  | -,138           | ,51             |
|                               |   | 2 | -,235                      | ,302           | ,864  | -,104           | ,57             |
|                               |   | 4 | -,1069                     | ,424           | ,070  | -,220           | ,06             |
|                               | 4 | 1 | ,633                       | ,461           | ,522  | -,60            | 1,86            |
|                               |   | 2 | ,833                       | ,421           | ,210  | -,29            | 1,96            |
|                               |   | 3 | 1,069                      | ,424           | ,070  | -,06            | 2,20            |
| PerfIVC_InwA ctual_qsector es | 1 | 2 | -,106667                   | ,47859         | ,130  | -,23413         | ,2080           |
|                               |   | 3 | -,72353                    | ,48359         | ,448  | -,20115         | ,5644           |
|                               |   | 4 | -,56667                    | ,62662         | ,803  | -,22356         | 1,1023          |
|                               | 2 | 1 | 1,06667                    | ,47859         | ,130  | -,2080          | 2,3413          |
|                               |   | 3 | -,34314                    | ,41038         | ,837  | -,7499          | 1,4361          |
|                               |   | 4 | ,50000                     | ,57202         | ,816  | -,10235         | 2,0235          |
|                               | 3 | 1 | -,72353                    | ,48359         | ,448  | -,5644          | 2,0115          |
|                               |   | 2 | -,34314                    | ,41038         | ,837  | -,14361         | ,7499           |
|                               |   | 4 | -,15686                    | ,57621         | ,993  | -,13778         | 1,6915          |
|                               | 4 | 1 | ,56667                     | ,62662         | ,803  | -,11023         | 2,2356          |
|                               |   | 2 | -,50000                    | ,57202         | ,818  | -,20235         | 1,0235          |
|                               |   | 3 | -,15686                    | ,57621         | ,993  | -,16915         | 1,3778          |
| P_FrecInt_Hs                  | 1 | 2 | -,2244                     | ,352           | ,000  | -,318           | -,131           |
|                               |   | 3 | 1,024                      | ,355           | ,029  | ,08             | 1,97            |
|                               |   | 4 | 1,033                      | ,460           | ,126  | -,19            | 2,26            |
|                               | 2 | 1 | 2,244                      | ,352           | ,000  | 1,31            | 3,18            |
|                               |   | 3 | 3,268                      | ,301           | ,000  | 2,47            | 4,07            |
|                               |   | 4 | 3,278                      | ,420           | ,000  | 2,16            | 4,40            |
|                               | 3 | 1 | -,1024                     | ,355           | ,029  | -,197           | -,08            |
|                               |   | 2 | -,3268                     | ,301           | ,000  | -,407           | -,247           |
|                               |   | 4 | ,010                       | ,423           | 1,000 | -,112           | 1,14            |
|                               | 4 | 1 | -,1033                     | ,460           | ,126  | -,226           | ,19             |
|                               |   | 2 | -,3278                     | ,420           | ,000  | -,440           | -,216           |
|                               |   | 3 | -,010                      | ,423           | 1,000 | -,114           | 1,12            |
| Edad                          | 1 | 2 | -,4889                     | 2,802          | ,313  | -,1235          | 2,57            |
|                               |   | 3 | 4,147                      | 2,831          | ,466  | -,328           | 11,69           |
|                               |   | 4 | -,16333                    | 3,668          | ,000  | -,2610          | -,656           |
|                               | 2 | 1 | 4,889                      | 2,802          | ,313  | -,257           | 12,35           |
|                               |   | 3 | 9,036                      | 2,402          | ,003  | 2,64            | 15,43           |
|                               |   | 4 | -,11444                    | 3,349          | ,007  | -,2036          | -,253           |
|                               | 3 | 1 | -,4147                     | 2,831          | ,466  | -,1169          | 3,39            |
|                               |   | 2 | -,9036                     | 2,402          | ,003  | -,1543          | -,264           |
|                               |   | 4 | -,20480                    | 3,373          | ,000  | -,2946          | -,1150          |
|                               | 4 | 1 | 16,333                     | 3,668          | ,000  | 6,56            | 26,10           |
|                               |   | 2 | 11,444                     | 3,349          | ,007  | 2,53            | 20,36           |
|                               |   | 3 | 20,480                     | 3,373          | ,000  | 11,50           | 29,46           |

\* La diferencia de medias es significativa en el nivel 0.05.

## Anexo 5. Comparativo de asignación de casos entre métodos

|                | Exploradores |        | Especializados |        | Novicios   |        | Pioneros   |        |
|----------------|--------------|--------|----------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|                | Jerárquico   | Kmeans | Jerárquico     | Kmeans | Jerárquico | Kmeans | Jerárquico | Kmeans |
| Motiv. Fin.    | 1,6          | 1,8    | 2,5            | 2,1    | 2,6        | 3,6    | 2,2        | 2,2    |
| Motiv. Pers.   | 3,4          | 4,2    | 2,7            | 2,2    | 1,7        | 1,5    | 1,3        | 1,3    |
| Mot. Soc.      | 3,0          | 3,2    | 2,4            | 2,6    | 3,1        | 2,9    | 3,0        | 3,0    |
| Capital Humano | 2,8          | 2,5    | 4,1            | 4,3    | 3,4        | 2,8    | 4,5        | 4,5    |
| Capital Social | 4,2          | 4,5    | 4,0            | 3,9    | 3,8        | 3,1    | 4,8        | 4,8    |
| Cartera Actual | 8,4          | 8,2    | 6,2            | 5,5    | 10,2       | 6,5    | 11,2       | 11,2   |
| Interacción    | 3,2          | 3,0    | 5,4            | 5,8    | 2,2        | 2,6    | 2,2        | 2,2    |
| Edad           | 44,5         | 42,7   | 49,4           | 49,8   | 40,4       | 37,4   | 60,8       | 60,8   |

| Método Jerárquico |   |    |    |    |   |    |
|-------------------|---|----|----|----|---|----|
|                   |   | 1  | 2  | 3  | 4 |    |
| K.means           | 1 | 6  | 5  | 1  | 0 | 12 |
|                   | 2 | 1  | 12 | 1  | 0 | 14 |
|                   | 3 | 0  | 0  | 8  | 0 | 8  |
|                   | 4 | 3  | 1  | 7  | 6 | 17 |
|                   |   | 10 | 18 | 17 | 6 | 51 |

## Anexo 6. ANOVA

| ANOVA                         |                  |                      |    |                     |       |      |
|-------------------------------|------------------|----------------------|----|---------------------|-------|------|
|                               |                  | Suma de<br>cuadrados | gl | Media<br>cuadrática | F     | Sig. |
| Facilitar Agentes             | Entre grupos     | 3,451                | 3  | 1,150               | 1,178 | ,328 |
|                               | Dentro de grupos | 45,882               | 47 | ,976                |       |      |
|                               | Total            | 49,333               | 50 |                     |       |      |
| Atraer Ejecutivos Clave       | Entre grupos     | 1,561                | 3  | ,520                | ,396  | ,756 |
|                               | Dentro de grupos | 61,733               | 47 | 1,313               |       |      |
|                               | Total            | 63,294               | 50 |                     |       |      |
| Atraer Financiacion Adicional | Entre grupos     | 1,558                | 3  | ,519                | ,387  | ,763 |
|                               | Dentro de grupos | 63,070               | 47 | 1,342               |       |      |
|                               | Total            | 64,627               | 50 |                     |       |      |
| Atraer Clientes               | Entre grupos     | 6,634                | 3  | 2,211               | 1,526 | ,220 |
|                               | Dentro de grupos | 68,111               | 47 | 1,449               |       |      |
|                               | Total            | 74,745               | 50 |                     |       |      |
| Organización                  | Entre grupos     | 2,528                | 3  | ,843                | ,742  | ,533 |
|                               | Dentro de grupos | 53,393               | 47 | 1,136               |       |      |
|                               | Total            | 55,922               | 50 |                     |       |      |
| Marketing                     | Entre grupos     | 7,843                | 3  | 2,614               | 1,967 | ,132 |
|                               | Dentro de grupos | 61,137               | 46 | 1,329               |       |      |
|                               | Total            | 68,980               | 49 |                     |       |      |
| Competencia                   | Entre grupos     | 4,946                | 3  | 1,649               | 1,698 | ,180 |
|                               | Dentro de grupos | 45,642               | 47 | ,971                |       |      |
|                               | Total            | 50,588               | 50 |                     |       |      |
| Tecnología                    | Entre grupos     | 7,281                | 3  | 2,427               | 1,758 | ,168 |
|                               | Dentro de grupos | 64,876               | 47 | 1,380               |       |      |
|                               | Total            | 72,157               | 50 |                     |       |      |

## Anexo 7. Propositiones del estudio cualitativo

| Proposiciones de Agentes Relevantes |                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Proposición                         | Descripción                                                                                                                                                                                                      |
| P1                                  | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor debilidad de conocimientos y contactos en el equipo emprendedor, mayor necesidad de integrar business angels al proyecto.</i>                                |
| P2                                  | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de capital humano y capital social de los inversores, mayor capacidad para realizar contribuciones no financieras.</i>                            |
| Proposiciones de Interacción        |                                                                                                                                                                                                                  |
| Proposición                         | Descripción                                                                                                                                                                                                      |
| P3                                  | <i>En la creación de startups tecnológicas, a mayor diversidad de integrantes (emprendedores e inversores), mayor probabilidad (propensión) de conflicto.</i>                                                    |
| P4                                  | <i>En las startups tecnológicas, cuanto más eficiente sea la solución de conflictos, mayor será la probabilidad de que los inversores realicen contribuciones no financieras.</i>                                |
| P5                                  | <i>En startups del sector tecnológico, cuanto más abierta y frecuente sea la comunicación, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras..</i>                          |
| P6                                  | <i>En startups tecnológicas a mayor confianza entre inversores y emprendedores, mayor probabilidad de existencia de contribuciones no financieras.</i>                                                           |
| P7                                  | <i>En startups tecnológicas, cuanto más eficientes sean los mecanismos de gobernanza, mejor será la relación entre emprendedores e inversores.</i>                                                               |
| P8                                  | <i>En las startups tecnológicas, cuanto más alineados estén los valores de trabajo entre emprendedores e inversores, mayor será la probabilidad de los inversores de realizar contribuciones no financieras.</i> |

|                                                       |                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| P9                                                    | <i>En el sector tecnológico, cuanto menor sea la participación accionarial en la startup, menor será la disposición del inversor a hacer contribuciones no financieras</i>                                |
| P10                                                   | <i>En el sector tecnológico, a mayor distancia geográfica del inversor con la startup, menor probabilidad de realizar contribuciones no financieras.</i>                                                  |
| P11                                                   | <i>La disposición de los inversores para contribuir, está limitada por la apertura de los emprendedores a escuchar y aprender de sus inversores (Macht, 2007).</i>                                        |
| P12                                                   | <i>En las startups tecnológicas, cuanto mayor sea la confianza entre los inversores, menor será la propensión al conflicto entre ellos.</i>                                                               |
| <b>Proposiciones de Contribuciones no financieras</b> |                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Proposición</b>                                    | <b>Descripción</b>                                                                                                                                                                                        |
| P13                                                   | <i>En la creación de empresas dentro de nuevos sectores, cuanto mayor es el conocimiento de los inversores en el sector, mejor desempeño de la startup.</i>                                               |
| P14                                                   | <i>En la creación de startups tecnológicas, cuanto mayor es la experiencia previa del business angel, mayor es la probabilidad de que haga contribuciones no financieras.</i>                             |
| P15                                                   | <i>En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de que los emprendedores establezcan contacto con agentes relevantes para la startup.</i> |
| P16                                                   | <i>En el sector tecnológico, cuanto más amplia sea la red de contactos del inversor, mayor será la probabilidad de conseguir financiación adicional para la startup.</i>                                  |

## Anexo 8. Agrupaciones de Business Angels en España

Como consecuencia del incremento en la actividad de los business angels en varios países, ha sido necesario buscar distintas formas de organización con el objetivo de profesionalizar el sector (OECD, 2011). Las redes de Business Angels, mejor conocidas como BAN por sus siglas en inglés *Business Angel Networks*, se han vuelto esenciales para el desarrollo del mercado de business angels.

Las Redes de Business Angels (BAN), son grupos de inversores que se crean para facilitar la actividad de los business angels. De acuerdo a la definición de EBAN estas Redes son *“Organizaciones cuyo objetivo es facilitar el encuentro de los emprendedores (en busca de capital de riesgo) con business angels. La BAN tiende a permanecer neutral y, en general abstenerse de evaluar formalmente los planes de negocio o a los inversores”* (Munck, 2009).

La función de las BANs es de intermediación entre emprendedores e inversores, su objetivo es obtener un considerable flujo de propuestas de inversión o *deal flow*<sup>33</sup> para proporcionar alternativas de inversión a sus business angels. Posteriormente la BAN facilitará el encuentro entre el emprendedor y el inversor. Un mecanismo común para poner en contacto a emprendedores e inversores son los foros de inversión<sup>34</sup>. Previo a los foros, se seleccionan los proyectos que pueden ser atractivos para el grupo de inversores que serán convocados para el foro. Por último las BANs se involucran en la negociación de las condiciones finales de entrada del inversor al proyecto (Colomer i Espinet et al., 2009). Shane (2008) destacó que el 20.8% de los business angels solamente realizan una inversión durante su trayectoria (Shane, 2008), por lo tanto se deben buscar formas de incentivar la participación de estos inversores y las redes pueden ser un medio para lograrlo. Dentro de estas redes los inversores pueden entrar en contacto con otros inversores, lo que servirá para profesionalizar su función al compartir experiencias, conocimientos y facilitar la coinversión en los proyectos.

---

<sup>33</sup> Deal Flow: Propuestas de negocio y nuevos lanzamientos para la inversión que son recibidos por los financieros como los bancos de inversión y los capitalistas de riesgo. <http://www.investopedia.com/terms/d/dealflow.asp>

<sup>34</sup> Foro de Inversión: Un encuentro en el que los emprendedores tienen cada uno de 15 a 20 minutos para presentar su proyecto empresarial a una serie de inversores privados que han sido pre-seleccionados o han expresado un interés en uno o varios de los proyectos (Munck, 2009).

Las BANs contribuyen a favorecer el diálogo entre organismos públicos y privados del sector que ayuden a mejorar las condiciones para la inversión y fortalecer esta figura. Estas, realizan una gran labor para sensibilizar y resaltar la necesidad para la obtención de incentivos fiscales que permitan el desarrollo y eficiencia del mercado.

En Europa, existen dos grupos que engloban a los inversores que proveen capital a las empresas en etapas tempranas. El primero es EBAN<sup>35</sup>, que es la European Business Angel Network que es el representante paneuropeo de la comunidad de inversores en etapas tempranas. Tienen presencia en 30 países con más de 111 organizaciones miembros. Está conformado por federaciones de business angels networks; business angels Networks; Etapa Inicial de Capital de Riesgo y Fondos semillas; Plataformas de financiación electrónica y business angels; y participantes dentro del mercado.

El segundo grupo BAE<sup>36</sup> (Business Angels Europa) funciona como representante de las federaciones de business angels europeas y de las asociaciones comerciales en Europa. BAE está conformada por redes de 11 países que son considerados como los de mayor actividad y desarrollo en el continente.

Según datos de EBAN en el 2013 en Europa actualmente operan 468 redes que aglutinan a un total de 271.000 inversores. Se considera que España es el país europeo en el que existen las mejores leyes de apoyo a las BAN (European Business Angels Network. EBAN, 2013). Mientras que las redes más activas y con mayor grado de desarrollo son las de Finlandia. (European Business Angels Network. EBAN, 2013). El promedio de inversión por BAN es de 1.184.378 euros (European Business Angels Network EBAN, 2014).

### **Agrupaciones españolas de Business Angels**

En España podemos clasificar a las redes de acuerdo con tres niveles, nacional, regional y por sector. A nivel nacional identificamos a la *Red Española de Busines Angels*<sup>37</sup> (ESBAN) y la *Asociación Española de Business Angels*

---

<sup>35</sup> EBAN. European Business Angel Network. <http://www.eban.org/>

<sup>36</sup> BAE. Business Angels Europe. <http://www.businessangelseurope.com/SitePages/default.aspx>

<sup>37</sup> ESBAN. "Fundación Privada para el Fomento de las redes BA en España, constituida en el año 2004 como fundación privada, actúa como red de redes en España, se integra como primera red nacional en la EBAN, European Business Angels Network y es entidad fundadora de la WBAA, World Business Angels Association. Agrupa a las Redes de

*Networks*<sup>38</sup> (AEBAN). Esta última pertenece tanto a EBAN como a BAE. La función de estas redes nacionales es fungir como representantes de las redes españolas y ayudar en la promoción de esta figura de inversión. Éstas buscan la competitividad de las PYMES a través de la inversión y colaboran con la Administración Pública en la definición de políticas y de un marco jurídico pertinente para fortalecer a los business angels.

En el segundo nivel identificamos a las redes regionales y locales que actúan primordialmente sobre su área de influencia, por ejemplo en cada Comunidad Autónoma. Tal es el caso de Comunidad Valenciana Business Angels Network (CVBAN) o InnoBAN en Galicia, entre otras.

En el tercer nivel están las redes sectoriales que buscan fortalecer la inversión en un sector específico, tal es el caso de Madri+d enfocada en empresas de base tecnológica. Con la relevancia actual de internet también existen algunas redes que no tienen una ubicación geográfica determinada y que llevan a cabo su función a través de internet. Entre estas redes podemos identificar a The Crowd Angel.

Por el origen del capital, las redes pueden ser públicas o privadas. Las privadas son apoyadas por escuelas de negocios por ejemplo IESE, ESADE o DBS (Deusto Business School); por asociaciones empresariales como la del Col·legi d' Economistes de Catalunya o por business angels individuales como Cabiedes & Partners; ITNET o DAD.

Algunas redes tienen origen en otros países pero con presencia internacional como es el caso de Wayra o Keiretsu.

La tabla que está a continuación contempla a las 38 redes que están asociadas a AEBAN. Existe una alta concentración en Madrid y Cataluña aunque

---

Business Angels y foros de inversores privados establecidos en España, está promovida por varias redes nacionales y cuenta con el apoyo de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. Favorece el fomento al desarrollo de las redes de Business Angels, y el contacto entre los inversores y emprendedores, contribuyendo a la creación y consolidación de las pequeñas y medianas empresas". <http://esban.cecot.org/>

<sup>38</sup> AEBAN. constituida en Noviembre de 2008. Esta red asocia 25 BAN españolas, tiene sede en 10 comunidades autónomas, están conformadas por 400 inversores que en el 2012 movilizaron recursos por valor de 20 millones de €. <http://www.aeban.es/>

prácticamente hay presencia de redes en todas las Comunidades Autónomas del territorio Español.

### Redes pertenecientes a AEBAN

| Nombre de la Red                                     | Ubicación          | Gestor/Responsable            |
|------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------|
| Alantis Seed Capital.                                | Gijón              | Javier García                 |
| Asociación de antiguos alumnos de ESADE, ESADE BAN.  | Barcelona          | Fernando Zallo                |
| Asociación Extremadura Business Angels.              | Badajoz            | Daniel Sales                  |
| Asociación Red Asturiana de Business Angels, ASBAN.  | Asturias           | María Montes                  |
| Asociación SeedRocket Angels.                        | Barcelona          | Pamela de la Muñoza           |
| BCN Business Angels.                                 | Barcelona          | Antonio Sala Martí            |
| Business Angels Crecer+.                             | San Sebastián      | Lourdes Moreno                |
| Business Angels Network Catalunya, BANC.             | Barcelona          | Alex d'Espona                 |
| Business Angels Network madri+d (BAN madri+d).       | Madrid             | Pedro Trucharte               |
| Cabiedes & Partners SCR.                             | Madrid y Barcelona | Luis Martín Cabiedes          |
| Col·legi d' Economistes de Catalunya.                | Barcelona          | Xavier Ollé                   |
| Comunidad Valenciana Business Angels Network, CVBAN. | Valencia           | Tomás Guillén / Neus Pelegrí  |
| Cube Jelly Investment.                               | Madrid             | Juan Teijeiro                 |
| Digital Assets Deployment.                           | Madrid             | Rodolfo Carpintier            |
| El Club del Emprendimiento.                          | Madrid             | Ángel Cavada                  |
| Faraday Venture Partners.                            | Madrid             | Gonzalo Tradacete             |
| Fundación Zaragoza Ciudad del Conocimiento.          | Zaragoza           | Ricardo Pedrol                |
| IESE Business School.                                | Barcelona/Madrid   | Juan Roure/Amparo de San José |

|                                                                         |                           |                       |
|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------|
| Innovación y Conocimiento para el Desarrollo Sostenible, S.L., InnoBAN. | Vigo                      | Luis Fernández        |
| ITNET Consulting Business (Grupo First Tuesday).                        | L'Hospitalet de Llobregat | Carlos Blanco         |
| Keiretsu Forum España.                                                  | Madrid                    | Miguel Costa          |
| Málaga Business Angels.                                                 | Málaga                    | Ángel Castilla        |
| M2M Marketplace.                                                        | Sevilla                   | Ismael Santiago       |
| Red de Business Angels de Castilla-La Mancha, GOBAN.                    | Albacete                  | Isabel López          |
| Red CEEI CV Comunidad Valenciana.                                       | Alicante                  | Roberto Payá Doménech |
| Seed & Click Angel Network.                                             | España                    | Juan Álvarez de Lara  |
| Sociedad Canaria de Fomento Económico S.A.– PROEXCA.                    | Tenerife                  | Carmen Sosa           |
| The Crowd Angel.                                                        | Barcelona                 | Ramón Saltor          |
| Top Seeds Lab.                                                          | Madrid                    | Isabel Córdova        |
| Wayra Investigación y Desarrollo.                                       | Madrid                    | José de Hoyos         |

Fuente: elaboración propia. Consultado en Junio 2014. <http://www.aeban.es/socios>

Identificar los grupos dentro de los cuales operan los business angels, permite tener mayor claridad en cuanto a la cantidad de inversores existentes en un mercado y el alcance e impacto de la importante labor que realizan en la generación de startups.