

PROGRAMA DE DOCTORADO

Diseño y valoración de productos financieros

Tesis Doctoral

Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores: el caso de Cataluña

Autor:

Jesús Vinyes i Vila

Director:

Dr. David Urbano

Tutora:

Dra. Alejandra Aramayo

Junio de 2013

Resumen

Los ángeles inversores son personas físicas que invierten una parte de su dinero en empresas no cotizadas, por lo general se trata de empresas de reciente creación, a las que en algunos casos incluso han ayudado a crear. La denominación ángel fue acuñada en Estados Unidos a principios de los años 80 y tiene su origen en los ricos filántropos americanos que financiaban las obras que se estrenaban en Broadway. Estos filántropos, invertían su dinero en obras de teatro, básicamente por el placer de contribuir a la cultura, ya que en muchos casos nunca llegaban a recuperar la inversión. En cambio, los ángeles inversores invierten esperando ganar dinero; no obstante, les mueve algo más que el dinero, ya que está ampliamente documentado que detrás de estas inversiones existen también razones no financieras, como, por ejemplo, fomentar el espíritu emprendedor o incluso la búsqueda de diversión.

En los últimos años la figura del ángel inversor ha suscitado un creciente interés, tanto en el campo académico como por parte de los responsables políticos de los países más desarrollados como, por ejemplo, Estados Unidos, Canadá, Reino Unido y Suecia, por citar algunos de los más significativos. Este interés es debido al creciente reconocimiento del impacto que genera la actividad de estos ángeles inversores en el desarrollo económico de estos países. Los ángeles inversores contribuyen mucho más que el capital riesgo convencional en la financiación –y, por tanto, en la creación– de nuevas empresas, especialmente, en el ámbito tecnológico.

Esta tesis doctoral, utilizando la metodología del estudio de casos, realiza un análisis exploratorio sobre los factores que condicionan positivamente a que un individuo se convierta en un ángel inversor activo y decida invertir recursos financieros y no financieros en empresas de reciente creación no cotizadas propiedad de terceras personas. Concretamente, se ha focalizado este estudio en el contexto de Cataluña, analizando la variedad de factores que condicionan la existencia y el posterior desarrollo de estos ángeles inversores. Este trabajo concluye que estos factores pueden englobarse en tres dimensiones: el individuo, la existencia de redes de ángeles inversores y el entorno.

Los resultados de este estudio exploratorio indican que las razones que llevan a un individuo a invertir y, por tanto, a arriesgar parte de su patrimonio y tiempo en el capital de una empresa perteneciente a terceras personas con las que no tiene ningún vínculo ni familiar ni de amistad, que, por lo general, se encuentra en sus primeras etapas de vida y cuenta con un futuro prometedor –pero altamente incierto– son básicamente función de una serie de atributos individuales (factores sociodemográficos, contexto personal y motivaciones). Sin embargo, esta decisión de inversión, y, especialmente, su continuidad y posterior desarrollo, también dependerá del entorno (económico, gubernamental,...) en que se desenvuelva el ángel inversor y de que en su ámbito de actuación (área geográfica) existan redes de ángeles inversores que puedan prestarle una amplia variedad de servicios.

Palabras clave: ángel inversor, capital riesgo informal, Cataluña, análisis cualitativo, factores condicionantes de la inversión ángel, financiación al emprendimiento.

Abstract

Business angels are individuals who invest a portion of their money in unlisted companies, usually startups, which in some cases they have helped to create. The name “business angel” was first coined in the United States in the early 80s and came from the wealthy American philanthropists who financed works to be premiered on Broadway. These philanthropists invested their money in plays, primarily for the pleasure of contributing to culture, and in many cases these investments never achieved payback. Business angels, in contrast, invest money expecting to earn profits. However, something more than money motivates them, because it is well documented that behind these investments there are also non financial reasons, such as encouraging entrepreneurship or even searching for fun.

In recent years, the figure of the business angel has attracted growing interest, both in the academic world and among policy makers in developed countries like in the United States, Canada, the United Kingdom and Sweden among others. This interest is due to the increasing recognition of the impact that business angels activity has had in the economic development of such countries. Business angels contribute to much more than conventional venture capital funding, and therefore do much to help the creation of new businesses, especially in the technological field.

This doctoral thesis, by following the case study methodology, perform an exploratory analysis of the factors that positively influence individuals to become active business angels and examines why they decide to invest financial and nonfinancial resources into startups of unlisted property of third parties. Specially, this study focuses on the context of Catalonia, analyzing the variety of factors that affect the existence and further development of these angels. This research concludes that these factors can be considered in terms of three dimensions: the individual, the existence of networks of business angels and the environment.

The results of this exploratory study indicate that the reasons that lead one individual to invest and therefore to risk part of their wealth and time in particular companies (belonging to third parties, with no family or friendship ties, generally in their early stages and having a promising future) are dependent on a number of individual attributes (sociodemographic factors, personal context and motivations). However, such investment decisions, and their continuity and further development, also depend on the environment (economic, governmental, business and cultural) in which the business angel operates and on the existence of business angels networks (BAN) which provide a wide range of services.

Key words: business angel, informal venture capital, Catalonia, qualitative analysis, factors driving angel investments, entrepreneurial financing

Agradecimientos

Esta tesis doctoral verá por fin la luz gracias a las aportaciones de muchas personas y entidades, sin embargo es justo agradecer públicamente el apoyo recibido en todo momento por aquellas personas que más han contribuido a finalizar con éxito este proyecto.

En primer lugar, a mi director de tesis, el Dr. David Urbano quisiera agradecerle su generosa e incansable dedicación y guía, sin ella esta tesis doctoral jamás habría llegado a buen puerto.

En segundo lugar a la Dra. Alejandra Aramayo, coordinadora del grupo de recerca Empren de la UVic, debo agradecerle que en sus ansias por convertirme algún día en doctor me transmitiera su interés por la figura del ángel inversor. A ella le debo sin duda el tema tratado en esta tesis y también un inagotable suministro de ánimos.

Quisiera agradecer también la colaboración de todas aquellas personas que me dedicaron una parte importante de su tiempo permitiendo que les entrevistase, entre ellas especialmente a los 10 ángeles inversores en los que se sustenta esta investigación, sus atentas opiniones y explicaciones constituyen el alma de esta tesis. A todas ellas y a todas las instituciones: redes de ángeles inversores, organismos públicos y organizaciones empresariales que colaboraron en el desarrollo de este estudio muchísimas gracias.

A todos los compañeros y compañeras de departamento, del grupo de investigación y de la Universidad de Vic en general, a los cuales he solicitado algún tipo de información ayuda o consejo, que siempre he recibido, quisiera agradecerles una vez más su colaboración.

Por último a Judith agradecerle su comprensión por los muchos momentos en que no he podido acompañarla y estar a su lado.

Dedicatoria

Quisiera dedicarle esta tesis doctoral a mi madre Cecília, que me enseñó mucho más de lo que he sido capaz de aprender, y a mi hijo Arnau, esperando que él si sea capaz de aprender mucho más de lo que yo pueda enseñarle.

Índice

Capítulo 1.	Introducción	11
1.1	Planteamiento del problema y objetivos de la investigación	11
1.2	Justificación y principales contribuciones del estudio.....	13
Capítulo 2.	Marco conceptual	17
2.1	Los ángeles inversores	17
2.1.1	Una perspectiva histórica	18
2.1.2	Definición del ángel inversor.....	21
2.1.3	Otros aspectos relacionados con los ángeles inversores	29
2.2	Factores condicionantes de la inversión ángel.....	37
2.2.1	Factores relacionados con el individuo	39
2.2.1.1	Factores sociodemográficos	42
2.2.1.2	Contexto personal.....	56
2.2.1.3	Factores motivacionales	70
2.2.1.4	Proposiciones sobre los factores relacionados con el individuo	76
2.2.2	Factores relacionados con la existencia de Redes de Ángeles Inversores (RAIs).....	77
2.2.2.1	Las Redes de Ángeles Inversores (RAIs).....	77
2.2.2.2	Como influyen las RAIs en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores	82
2.2.2.3	Proposiciones sobre la existencia de RAIs.....	95
2.2.3	Factores del Entorno	96
2.2.3.1	Entorno Económico.....	99
2.2.3.2	Entorno Gubernamental.....	104
2.2.3.3	Entorno Cultural y Empresarial	108
2.2.3.4	Proposiciones sobre el entorno	111
2.3	Propuesta de modelo de investigación	112
Capítulo 3.	Metodología.....	116
3.1	Recogida y análisis de datos	117
3.2	Perfil de los ángeles inversores analizados.....	122
Capítulo 4.	Resultados y discusión.....	126
4.1	Los ángeles inversores en Cataluña.....	126
4.1.1	Presentación de los ángeles inversores	126
4.1.2	Inversiones de los ángeles inversores	136
4.2	Presentación de los individuos encuestados	141
4.2.1	Descripción de los ángeles encuestados	141
4.2.2	Descripción de los/as empresarios/as y directivos/as encuestados/as.....	143
4.3	Los factores condicionantes relacionados con el individuo	146
4.3.1	Factores sociodemográficos.....	146
4.3.2	Contexto personal.....	157
4.3.3	Factores motivacionales	166

4.4	Los factores condicionantes relacionados con la existencia de Redes de Ángeles Inversores (RAIs).....	178
4.4.1	Las redes de ángeles inversores (RAIs) en Cataluña.....	178
4.4.1.1	Presentación de las RAIs que operan en Cataluña.....	180
4.4.1.2	Mecanismos de contacto entre ángeles y emprendedores en las distintas RAIs que operan en Cataluña.....	184
4.4.1.3	Datos globales de las RAI que operan en Cataluña en 2011.....	187
4.4.1.4	Datos e informaciones agregadas de las 7 RAIs del programa XIP.....	188
4.4.1.5	El mercado ángel en Cataluña según los responsables de las RAIs.....	193
4.4.2	Factores condicionantes relacionados con la existencia de (RAIs).....	196
4.4.2.1	Mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad.....	204
4.4.2.2	Posibilidades de sindicación o coinversión.....	206
4.4.2.3	Formación y contacto con otros ángeles.....	208
4.4.2.4	Mejores rendimientos.....	212
4.4.2.5	Complementariedad con el capital riesgo formal.....	214
4.4.2.6	La existencia de RAIs: valoración global.....	216
4.5	Los factores condicionantes relacionados con el entorno.....	221
4.5.1	Entorno Económico.....	226
4.5.1.1	Percepción de oportunidades de negocio en la región.....	227
4.5.1.2	Desarrollo económico.....	230
4.5.1.3	Disponibilidad de financiación en forma de deuda.....	231
4.5.1.4	Comportamiento del mercado bursátil y el mercado inmobiliario.....	233
4.5.2	Entorno Gubernamental.....	239
4.5.2.1	Política impositiva o fiscal sobre los ingresos.....	239
4.5.3	Entorno Cultural y Empresarial.....	240
4.5.3.1	La percepción de la figura del ángel inversor.....	241
4.6	Los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.....	250
Capítulo 5.	Conclusiones.....	256
5.1	Síntesis.....	256
5.2	Implicaciones.....	263
5.3	Limitaciones y líneas futuras de investigación.....	267
Referencias	270
Anexos.....	291
Anexo 1	Tabla de revisión de literatura.....	291
Anexo 2	Encuesta dirigida a Ángeles Inversores.....	326
Anexo 3	Encuesta dirigida a empresarios/as y directivos/as NO Ángeles.....	337
Anexo 4	Protocolo de las entrevistas realizadas a los responsables de las RAIs operativas en Cataluña.....	348
Anexo 5	Protocolo de las entrevistas realizadas a los 10 ángeles inversores.....	355

Índice de tablas

Tabla 1. Porcentajes de ángeles hombres en diferentes países	50
Tabla 2. Comparación internacional de la edad de los ángeles inversores.....	54
Tabla 3. Comparación internacional del porcentaje de ángeles inversores que tienen experiencia en la gestión de empresas, ya sea como propietarios o directivos	57
Tabla 4. Porcentaje de ángeles que han fundado empresas y número medio de empresas fundadas.....	64
Tabla 5. Características distintivas de los diferentes grupos de inversores	72
Tabla 6. Motivos para invertir en el Reino Unido. Mason y Harrison (2002b)	73
Tabla 7. Razón principal y otras razones para convertirse en un ángel inversor en Escocia. Paul, Whittam y Johnston (2003)	74
Tabla 8. La motivación de los ángeles inversores alemanes. Brettel (2003).....	75
Tabla 9. Principales razones para invertir en Nueva Zelanda. Infometrics Ltd (2004).....	75
Tabla 10. Presentación de los 9 perfiles de ángeles inversores que operan en Cataluña.....	125
Tabla 11. Presentación de los 10 ángeles inversores analizados en el estudio.....	127
Tabla 12. Número de inversiones realizadas por los 10 ángeles analizados	136
Tabla 13. Importes de las inversiones realizadas por los 10 ángeles analizados	137
Tabla 14. Grado de participación e involucración en las empresas en las cuales ha invertido como ángel inversor	140
Tabla 15. Ocupación de los 23 ángeles inversores que respondieron la encuesta.....	142
Tabla 16. Grado de involucración en sus inversiones ángel por parte de los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta	143
Tabla 17. Distribución de la muestra por género y origen geográfico (provincia).....	144
Tabla 18. Estudios (formación) de los miembros de la muestra diferenciando por género.....	144
Tabla 19. Ocupación diferenciando por género	145
Tabla 20. Formación de los 10 ángeles inversores entrevistados.	146
Tabla 21. Valor del patrimonio personal, incluyendo la vivienda habitual de los 10 ángeles inversores entrevistados. Datos en millones de euros	147
Tabla 22. Porcentaje del patrimonio personal actual que los 10 ángeles entrevistados han obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen.....	148
Tabla 23. Ingresos brutos anuales de los 10 ángeles inversores entrevistados	149
Tabla 24. Porcentaje de su patrimonio que tienen invertido actualmente en inversiones ángel.....	151
Tabla 25. Probabilidad de convertirse en ángel (por género) en los 46 HyMEyD	152
Tabla 26. Edades de los 10 ángeles entrevistados	154
Tabla 27. Frecuencias de las edades de los 23 ángeles que respondieron la encuesta	155
Tabla 28. Datos sobre la edad en los 46 HyMEyD clasificados por género y probabilidad de convertirse en ángel.....	156
Tabla 29. Número de empresas de las que ha ejercido de propietario o bien de gerente o directivo antes de convertirse en ángel por parte de los 23 ángeles inversores que respondieron la encuesta.....	159

Tabla 30. Ángeles que conocen y con los que se relacionan los 10 ángeles entrevistados	162
Tabla 31. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 10 ángeles entrevistados.....	163
Tabla 32. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 23 ángeles que respondieron la encuesta	163
Tabla 33. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 46 HyMEyD clasificados por género y probabilidad de convertirse en ángel.....	164
Tabla 34. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les habían empujado a convertirse en ángeles. Los 10 ángeles entrevistados.....	167
Tabla 35. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les habían empujado a convertirse en ángeles en los 23 ángeles que respondieron la encuesta.....	168
Tabla 36. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les empujarían a convertirse en ángeles en los 46 HyMEyD.....	168
Tabla 37. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les empujarían a convertirse en ángeles en los 46 HyMEyD clasificados por género y por probabilidad de convertirse en ángel.....	169
Tabla 38. Valoración del efecto de diferentes motivaciones en su proceso de conversión en ángel.	173
Tabla 39. Valoración del efecto de cada motivación en el proceso de conversión en ángel	174
Tabla 40. Motivos por los cuales los 46 HyMEyD no se han convertido en ángel	176
Tabla 41. Entrevistas realizadas con los responsables de las RAIs catalanas que forman parte del programa XIP	179
Tabla 42. Entrevistas realizadas con los responsables de las RAIs catalanas que no forman parte del programa XIP	179
Tabla 43. Datos sobre las 7 RAIs catalanas que forman parte del programa XIP	188
Tabla 44. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 10 ángeles entrevistados.....	197
Tabla 45. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 23 ángeles que respondieron la encuesta	198
Tabla 46. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 46 HyMEyD no ángeles.....	198
Tabla 47. Valoración de factores asociados a la existencia de RAIs	200
Tabla 48. Valoración media de los factores asociados a la existencia de RAIs por parte tanto de ángeles como de no ángeles	201
Tabla 49 Valoración de la existencia de RAIs en la conversión y posterior desarrollo como ángel inversor.....	218
Tabla 50 Valoración de la existencia de RAIs en la conversión y posterior desarrollo como ángel inversor por parte de los ángeles y no ángeles tratados en el estudio.....	219
Tabla 51. Valoración de factores asociados al entorno catalán por parte de los 10 ángeles entrevistados	222

Tabla 52. Valoración media de los factores asociados al entorno catalán por parte tanto de los ángeles como de los no ángeles.....	223
Tabla 53. Valoración de seis factores asociados al entorno catalán por orden de importancia tanto por parte de los 10 ángeles entrevistados como por los 23 ángeles que respondieron la encuesta	224
Tabla 54. Valoración del efecto de los 3 factores citados por parte de los 10 ángeles entrevistados y los 23 ángeles que contestaron la encuesta.....	225
Tabla 55. Valoración del efecto de los 3 factores citados por parte de los de los 46 HyMEyD.....	225
Tabla 56. Valoración sobre si en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores según los 10 ángeles entrevistados	227
Tabla 57. Valoración sobre si en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores	228
Tabla 58. Valoración del comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario por parte de los 33 ángeles y de los 46 HyMEyD no ángeles	236
Tabla 59. Valoración sobre el reconocimiento que existe en Cataluña a la figura del ángel inversor por parte de distintos estamentos según los 10 ángeles entrevistados	241
Tabla 60. Valoración media del reconocimiento que existe en Cataluña a la figura del ángel inversor por parte de distintos estamentos	242
Tabla 61. Porcentaje de la población catalana que conoce que es un ángel inversor o " <i>business ange</i> " en opinión de los 10 ángeles entrevistados.....	245
Tabla 62. Valoración media del factor reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte de los 10 ángeles entrevistados	247
Tabla 63. Valoración media del factor reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte tanto de los ángeles como de los no ángeles	248

Índice de figuras

Figura 1. Áreas grises en las definiciones de los actores en el mercado de capital riesgo.....	26
Figura 2. Comparativa sobre dos modelos referidos al proceso de inversión del capital riesgo.....	30
Figura 3. Modelo del proceso de inversión del ángel inversor propuesto por Paul, Whittam, y Wyper.	31
Figura 4. Propuesta de modelo sobre los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.....	113
Figura 5. Histogramas de la edad de los 24 hombres y 22 mujeres de la muestra.....	145
Figura 6. Histograma de la edad de los 23 ángeles que respondieron la encuesta.....	155
Figura 7. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con el individuo.....	177
Figura 8. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con la existencia de redes de ángeles inversores (RAIs).....	220
Figura 9. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con el entorno.....	249
Figura 10. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.....	253

Capítulo 1. Introducción

1.1 Planteamiento del problema y objetivos de la investigación

Uno de los principales retos de cualquier territorio es el de conseguir un crecimiento económico sostenible y suficiente para poder mantener y mejorar el nivel de vida de sus habitantes. Desde mediados de los años 80 en Estados Unidos y finales de los años 90 en la mayoría de países europeos, se viene tomando la creación de empresas como una variable clave y esencial para este desarrollo económico (Carree y Thurik, 1998, 2010; Wennekers y Thurik, 1999; Reynolds, Hay y Camp, 1999; Reynolds, et al., 2000; Acs y Storey, 2004; van Stel, Carree y Thurik, 2005; Wennekers, et al., 2005; Friis, Karlsson y Paulsson, 2006; Audretsch, 2006, 2007; Braunerhjelm, 2008; Thurik, 2009; Naudé, 2010).

De esta manera uno de los principales retos de los territorios que quieran conseguir un correcto desarrollo económico será fomentar y potenciar la creación de empresas en esa demarcación. La creación de empresas requiere de uno o varios emprendedores que apuesten por una idea de negocio, a poder ser innovadora y para fomentar la aparición de emprendedores, sería muy conveniente difundir la cultura emprendedora, ya sea en la educación primaria y secundaria y, muy especialmente, en la formación universitaria (Ronstadt, 1990; Schulte, 2004), en este campo, podemos tomar como ejemplo a los Estados Unidos (Dana, 1992; Volkmann, 2004).

Como señalan Shane y Venkataraman (2000, p. 222): *“aunque el descubrimiento de una oportunidad es una condición necesaria para el emprendimiento no es suficiente. Por tanto tras el descubrimiento de una oportunidad, un emprendedor potencial debe decidir aprovechar la oportunidad”*. La figura del emprendedor –la persona o equipo que detecta una oportunidad empresarial y decide explotarla– es esencial para la creación de empresas. No obstante, para crear y, especialmente, para desarrollar una empresa se requieren innumerables recursos, entre ellos, los financieros. Dicho en otras palabras, para desarrollar una empresa, una idea innovadora o un progreso científico el factor financiero resulta clave. Así pues, cualquier territorio que apueste por el desarrollo económico debe fomentar, no sólo una cultura emprendedora (Gibb, 1999), sino que deberá también impulsar y fomentar todas aquellas figuras que puedan proporcionar financiación a las nuevas empresas, especialmente, a las tecnológicas, que son las que más van a contribuir al crecimiento de la economía en un futuro. Es en esta área donde emerge con fuerza la figura del ángel inversor¹.

La financiación que proporcionan los ángeles inversores es la fuente de capital más adecuada para las empresas que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo (Pettit y Singer, 1985; Walker,

¹ A lo largo del presente trabajo se utilizará la terminología **ángel inversor** y **ángeles inversores** para referirse a los términos ingleses **“business angel”** y **“business angels”**.

1989). En los Estados Unidos el país más desarrollado, y líder mundial en el campo tecnológico, se ha comprobado que son los ángeles inversores quienes más apuestan por las empresas de reciente creación y, por tanto, quienes contribuyen más decisivamente en la creación de nuevas empresas, especialmente en el ámbito de las nuevas tecnologías (Freear y Wetzel, 1990). Resultados similares se han obtenido en países de nuestro entorno (Bowden, 1994; Hogan y Hutson, 2005; Månsson y Landström, 2006; Festel, 2011), lo cual sin duda traslada a los responsables políticos encargados de promover el desarrollo económico la conveniencia de estudiar y potenciar la figura del ángel inversor (Mason y Harrison, 1992; Aernoudt, 2005b; Mason, 2009).

Por consiguiente, el objetivo general de este estudio exploratorio es identificar y analizar cuáles son los factores que condicionan a que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor en el contexto de Cataluña. Estos condicionantes se dividen en tres dimensiones: individuo, redes de ángeles inversores y entorno.

En cuanto a los factores relacionados con el individuo se analizarán los sociodemográficos (edad, género, educación, ingresos...), los relacionados con el contexto personal del individuo; desglosados por un lado con su experiencia en la creación, gestión y/o propiedad de empresas y, por el otro, en su aversión al riesgo y por último los factores motivacionales. En relación a las redes de ángeles inversores (RAIs)² se analiza el papel que las actuales redes realizan para incentivar la aparición de nuevos ángeles. La actuación de estas puede ser muy significativa, tanto por su propia función facilitadora del proceso de inversión a los ángeles inversores miembros de la red, como por su papel de difusión de esta figura entre la sociedad. Finalmente, la categoría entorno se refiere al entorno en el que operan los ángeles inversores y por lo tanto, estará formado por diferentes factores. Aunque entre ellos, destaca el económico, son también de gran importancia el gubernamental, el cultural y el empresarial. Así, en primer lugar, dentro del entorno económico se analizará la oferta de proyectos de inversión, la coyuntura económica, la disponibilidad de deuda y, finalmente, el comportamiento de aquellos mercados que pudieran representar algún tipo de competencia de las inversiones ángel como serían el bursátil y el inmobiliario. En cuanto al entorno gubernamental se trabajará el efecto que pueda tener una política fiscal que promueva incentivos a la inversión ángel. Ya por último, en relación al entorno cultural y empresarial, la atención se centrará en la percepción que en Cataluña, tanto el empresariado como la sociedad en general, tiene de la figura del ángel inversor y de cómo este factor puede influir en la aparición y desarrollo de nuevos ángeles.

Los objetivos específicos de este trabajo se tratarán de acuerdo a las tres dimensiones descritas anteriormente. En relación al individuo, se identificarán los diferentes perfiles o categorías de ángeles inversores que operan en Cataluña. El perfil se referirá a sus orígenes, formación u ocupación anterior; también, a su experiencia como ángeles y, en menor medida, a su perfil inversor y características sociodemográficas.

² Las redes de ángeles inversores (RAIs) se conocen en términos anglosajones como BANs (business angels networks). En este trabajo se utilizará por tanto la sigla RAI como traducción de "BAN"

En cuanto a las redes de ángeles inversores (RAIs) se analizarán las funciones que realizan las distintas RAIs que operan en Cataluña. De esta manera, se evaluará su papel en relación a la aparición o formación de nuevos ángeles inversores en Cataluña, así como su actuación para posibilitar acuerdos de inversión entre ángeles inversores y emprendedores. Por último, se propondrán vías para mejorar el funcionamiento de las distintas RAIs catalanas en aras a mejorar la eficiencia del mercado de capital riesgo informal en Cataluña.

En lo que atañe al entorno, se procederá a detectar aquellos factores que incentivan la aparición de nuevos ángeles y que posibilitan su posterior desarrollo profesional como tales, así como aquellos otros factores que puedan actuar como barreras al desarrollo de un mercado eficiente de capital riesgo informal en Cataluña. Se trabajará en tres direcciones: en relación al entorno económico, se analizará si actualmente en Cataluña existe una suficiente demanda de capital ángel o, por el contrario, es necesario aplicar políticas que estimulen la oferta de proyectos empresariales, asimismo, se examinará si la actual crisis económica y financiera tiene alguna influencia en la inversión ángel y, por último, se procederá a detallar si los mercados bursátil e inmobiliario actúan como mercados sustitutivos o bien como mercados complementarios al mercado ángel. En cuanto al entorno gubernamental, básicamente, se averiguará la conveniencia o no de implementar ayudas de carácter fiscal a la inversión ángel. Para finalizar, en cuanto al entorno cultural y empresarial, se analizará la percepción que en Cataluña se tiene actualmente de la figura del ángel inversor y se evaluará el efecto que esta percepción puede tener en la aparición y desarrollo de nuevos ángeles.

1.2 Justificación y principales contribuciones del estudio

Como se mencionó anteriormente, en los últimos años los estudios sobre emprendimiento y desarrollo han cobrado una gran importancia en todo el mundo, especialmente en países de nuestro entorno (Fritsch y Mueller, 2008; van Stel y Suddle, 2008; Baptista, Escária y Madruga, 2008; Mueller, van Stel y Storey, 2008; Arauzo Carod, Liviano Solís y Martín Bofarull, 2008), ya que existe una clara relación entre la creación de empresas y la generación de riqueza (Wennekers y Thurik, 1999; Acs y Storey, 2004; van Stel, Carree y Thurik, 2005; Wennekers, et al., 2005; Friis, Karlsson y Paulsson, 2006; Audretsch, 2006, 2007; Thurik, 2009; Naudé, 2010; Carree y Thurik, 2010; Dejardin y Fritsch, 2011)

Según Bygrave, et al. (2003, p.105) *“los emprendedores son los motores que conducen las nuevas empresas, y la financiación es el combustible que las impulsa”*. Por tanto el apoyo financiero al emprendimiento es de vital importancia e interés y es en este contexto donde los ángeles inversores aparecen como grandes protagonistas. Numerosos estudios como los de (Freear y Wetzel, 1990; Harrison y Mason, 1999; Freear, Sohl y Wetzel, 1995; Mason y Harrison, 2000b) han demostrado que la financiación aportada por estos ángeles a las empresas que se encuentran en sus primeras fases

de desarrollo (semilla, puesta en marcha y primeras etapas de crecimiento) es muy superior a la aportada por los fondos de capital riesgo, el llamado capital riesgo formal o institucional. Además trabajos como los de Pettit y Singer (1985) y Walker (1989) muestran que la financiación ángel es la más adecuada para aquellas empresas que se encuentran en su fase de desarrollo inicial. Por último, indicar que algunos estudios (como los de Bannock, 1991; Harrison y Mason, 1993) reconocen al capital riesgo informal como una de las principales –si no la principal– fuente de financiación de capital para las PYMEs.

Por otra parte, numerosos estudios han indicado que el número de ángeles que operan en los distintos países es pequeño en relación a la oferta potencial (Mason y Harrison, 1993a). Así, el estudio de Freear, Sohl y Wetzel (1994) mostraba que en los Estados Unidos los inversores potenciales eran tres veces más numerosos que los inversores activos. Algunos trabajos como, por ejemplo, el de San José, Roure y Aernoudt (2005) proporcionan cifras más concretas sobre estos mercados potenciales. En dicho estudio, se indica que en Europa los ángeles potenciales podrían rondar los 850.000 individuos y alrededor de 1.750.000 en los Estados Unidos. En este aspecto, en la conversión de nuevos individuos catalanes en ángeles, es donde esta tesis doctoral más puede aportar. Para el desarrollo de Cataluña es muy importante contar con el mayor número posible de ángeles, especialmente si se apuesta porque Cataluña se convierta en uno de los principales motores económicos del sur de Europa.

Inciendo en el punto anterior, Lipper y Sommer (2002) muestran como en los Estados Unidos, cada estado individualmente fomenta la actividad ángel, ya que se ha observado que aquellos estados con menores niveles de inversión en capital riesgo (tanto la proporcionada por los ángeles, como el capital riesgo formal) están viendo como su capacidad emprendedora se está trasladando hacia otros estados con altos niveles de inversión en capital riesgo. También el trabajo de Mason (2010) constata que aquellas regiones con mayor disposición de capital (bancos, ángeles y capital riesgo formal) tienden a ser más activas y prosperas. Además, certifica que invertir en regiones alejadas supone costes tanto financieros como de tiempo, motivo por el cual los ángeles suelen invertir cerca de casa.

Sin duda alguna la presencia de ángeles inversores es muy importante para el desarrollo económico, así lo constata uno de los primeros estudiosos del fenómeno ángel en los Estados Unidos, el profesor Gordon Baty. En su trabajo junto con Bruce Sommer, Baty y Sommer (2002, p. 293) indican que para que los Estados Unidos mantengan su estado actual de liderazgo económico, *“es más importante que nunca elevar los esfuerzos de investigación en la comprensión de las variables y la dinámica de este complicado mercado de inversión.”* También el trabajo de Freear, Sohl y Wetzel (2002) propone una línea de investigación para descubrir cómo los ángeles latentes se convierten en ángeles activos. Asimismo, en este mismo trabajo Freear, Sohl, y Wetzel definen a los inversores ángeles como una raza aparte a la que comparan con las flores silvestres. Por su parte Lipper y Sommer (2002, p. 361) señalan que *“La inversión ángel inicial (tanto en capital financiero como intelectual) conduce a un*

crecimiento empresarial innovador, a una inversión futura del capital riesgo formal, a la creación de riqueza y al creciente desarrollo económico regional.” Además como apuntan Lipper y Sommer (2002) cuanto más aprendamos sobre los ángeles inversores más contribuiremos al desarrollo regional. Así pues, en la medida en que este estudio aporte información sobre los ángeles que operan en Cataluña y sobre los factores que influyen en su aparición y desarrollo estará contribuyendo al desarrollo de Cataluña, más teniendo en cuenta que como apunta Sohl (1999) el mercado de capital ángel tiende a desarrollarse en un contexto más regional que local o nacional.

En cuanto a las aportaciones o contribuciones de este estudio se realizan en tres ámbitos distintos: académico, empresarial y de política gubernamental. Primeramente, y en cuanto a las implicaciones académicas, esta investigación tiene la voluntad de llenar un vacío en el campo de los ángeles inversores en Cataluña, aportando datos y conocimientos sobre el fenómeno ángel, un aspecto muy ligado a la creación de empresas que ha sido ampliamente olvidado en nuestro país. Asimismo, este trabajo permitirá establecer comparaciones entre los ángeles inversores de Cataluña y los del resto del mundo, realizando aportaciones muy valiosas para el entorno catalán, pero también interesantes a nivel internacional. Esta investigación supone un importante avance en la identificación y el posterior análisis de los factores que permiten e incentivan que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor. Estos factores se han estudiado en el contexto de Cataluña y se han agrupado en tres dimensiones: individuo, redes y entorno. A nivel metodológico, al tratarse de una investigación basada en el estudio del caso de Cataluña aporta una amplia y valiosa información cualitativa que debe permitir el enriquecimiento de las futuras investigaciones en el campo.

En lo que se refiere a las implicaciones empresariales, este estudio permitirá a aquellos empresarios y emprendedores catalanes que deseen desarrollar nuevas ideas y proyectos, encontrar no sólo financiación, sino también un valioso capital intelectual en la figura de los ángeles inversores. Un estudio de Sánchez, et al. (2011) sobre empresas del sector de la electrónica en Cataluña demuestra que las empresas que desarrollan malas prácticas de gestión de la innovación, y no cuentan con los debidos conocimientos de gestión de proyectos de innovación proporcionan peores resultados que el resto de empresas del sector, en especial en lo que se refiere al crecimiento de ventas. La financiación y el capital humano que aporta un ángel inversor sin duda puede mejorar los procesos de innovación y por tanto los resultados de muchas empresas. Con este trabajo los empresarios y emprendedores conocerán quienes son y como actúan los ángeles inversores de Cataluña. En definitiva, obtendrán una información muy valiosa para hacer atractivas sus propuestas de inversión y, por lo tanto, conseguir la financiación que persiguen. Por otra parte, como apunta Sohl (1999), existe un número creciente de empresarios que han desarrollado y vendido con éxito sus negocios; por consiguiente, ahora son ricos y pueden suponer una importante fuente de nuevos ángeles, más teniendo en cuenta que algunos de estos empresarios han sido a su vez financiados por otros ángeles. Para estos individuos este trabajo puede abrirles la puerta a convertirse próximamente en ángeles. Por último, en relación a las implicaciones de carácter político gubernamental, el análisis contenido en este trabajo proporcionará una amplia lista de factores sobre los cuales las distintas

administraciones y gobiernos (estatal, autonómico, local) pueden actuar proponiendo medidas que promuevan la inversión informal en Cataluña.

En cuanto a la estructura de este trabajo, con posterioridad a este capítulo introductorio, se detallará el marco conceptual en el que se desarrollará esta investigación. En este segundo capítulo, en primer lugar, se realizará una aproximación a la figura del ángel inversor, donde se aportará una perspectiva histórica de esta figura y también un apartado dedicado a las distintas definiciones que existen alrededor de esta figura. Finalizada esta aproximación, se procederá a revisar la literatura existente sobre los factores que condicionan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores, clasificando esta revisión en tres apartados, el primero dedicado al factor individuo, el segundo a las redes de ángeles inversores (RAIs) y el tercero al entorno. Este segundo capítulo finalizará con la propuesta del modelo de investigación.

El tercer capítulo tiene por objetivo especificar la metodología utilizada en esta tesis doctoral. Así pues, se procederá a detallar el sistema de recogida de datos y la metodología de análisis manejada. En este capítulo también se mostrarán y detallarán los 9 perfiles de ángeles inversores estudiados en este trabajo. En el cuarto capítulo, dedicado a mostrar y discutir los resultados obtenidos, en primer lugar, se presentarán los 10 ángeles inversores objeto de estudio. Seguidamente, se describirán los resultados de dos encuestas anónimas: la primera dirigida a ángeles inversores y la segunda al colectivo de empresarios/as y directivos/as catalanes/as. Contar con los datos de estas dos encuestas posibilitará una triangulación de datos que redundará en una mayor fiabilidad de los resultados que se expondrán a continuación. Los siguientes tres apartados de este cuarto capítulo se dedicarán a mostrar los resultados obtenidos clasificándolos por factores: el tercero, al factor individuo, el cuarto al factor RAIs y el quinto apartado al entorno. Cerrará este capítulo un sexto apartado cuya función principal será presentar el efecto conjunto de todos los factores analizados anteriormente. Finalmente, en el quinto capítulo se recogerán las conclusiones de este estudio, estructuradas en tres apartados: uno de interpretación y síntesis, otro de implicaciones; y, finalmente, un tercero de limitaciones y líneas futuras de investigación. Concluirán esta tesis doctoral las referencias bibliográficas y los anexos.

Capítulo 2. Marco conceptual

Este capítulo se organizará en tres apartados: en el primero se aportará una aproximación a la figura del ángel inversor; en el segundo, se realizará una profunda revisión de la literatura existente sobre los factores que condicionan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores, la cual dará pie a un tercer apartado donde se presentará la propuesta del modelo de investigación. Debe señalarse que la mayor parte de la información tratada en este capítulo proviene de la revisión de los más de 200 artículos que se presentan y analizan en el anexo 1.

2.1 Los ángeles inversores

Como ya se ha indicado, en este primer apartado se proporcionará una resumida aproximación a la figura del ángel inversor. De entrada, se describirá brevemente quiénes son y cómo operan los ángeles inversores, seguidamente, se aportará una perspectiva histórica de esta figura y, a la vez, una revisión de las diferentes definiciones que se utilizan para describir a los ángeles inversores y otras figuras parecidas, indicando en este punto claramente cual es el objeto de estudio de esta investigación. Finalmente, se detallarán algunos de los aspectos más definitorios y característicos de los ángeles inversores como pueden ser: el proceso de inversión que siguen, las distintas formas o posibilidades de añadir valor en las empresas invertidas, los criterios de aceptación y rechazo de proyectos más utilizados y, por último, algunos datos sobre el tamaño del mercado ángel y las distintas tipologías de ángeles detectadas en aquellos países que cuentan con una mayor experiencia en la investigación del mercado ángel.

El perfil típico del ángel se ha ido desarrollando durante las últimas décadas, así Freear, Sohl y Wetzel (2002, p. 279) lo describen de la siguiente forma:

“Los ángeles son los principales distribuidores de capital riesgo en las primeras etapas de la vida de un negocio empresarial. Los ángeles son en su mayoría ricos, hombres hechos a sí mismos situados en los cuarenta o más años, con estudios de grado, que tienden a invertir en la industria en la que se hicieron ricos. Invierten por más razones que las financieras, a pesar de que estas son un factor importante. Ejemplos de otras motivaciones son: la diversión y la emoción de estar involucrado en las primeras etapas de crecimiento de un nuevo negocio, la creación de empleo, la renovación urbana, y ayudar a las mujeres empresarias y a otros empresarios de grupos minoritarios. Los ángeles esperan participar activamente en las empresas en las que invierten, como asesores informales o miembros del consejo de administración. En consecuencia, han tendido a invertir cerca de casa, por lo general a menos de un día. Tienden a mostrar una clara preferencia por las empresas de base tecnológica.”

Siguiendo a Freear, Sohl y Wetzel (2002, p. 279) podemos añadir que:

“los ángeles buscan las oportunidades de inversión a través de amigos y socios de negocios. Los ángeles son inversores pacientes, invierten por lo menos durante un periodo comprendido entre cinco y siete años, a menudo mayor, aunque las disposiciones de la salida se suelen incluir en el acuerdo de inversión inicial. Cada año, consideran seriamente y rechazan dos o tres oportunidades de inversión, y aceptan, a lo sumo, una o dos oportunidades cada año. Los ángeles perciben diferencias significativas entre el riesgo de las inversiones en empresas que se encuentran en las primeras etapa de desarrollo y las inversiones en las etapas posteriores, y estas diferencias se reflejan en las expectativas de su rendimiento. Con frecuencia, expresan su insatisfacción por los pobres canales de comunicación entre inversores y empresarios. A menudo prefieren no invertir solos, sino más bien con otras personas, y/o un inversor líder respetado. En los últimos años ha cobrado impulso la tendencia hacia una forma de inversión sindicada.”

Por su parte Mason y Harrison (1997a) señalan que los ángeles inversores tienden a hacer pequeñas inversiones en empresas que se encuentran en las primeras fases de vida (“*start-up*” y “*early stage*”), participando activamente en el negocio y proporcionando un elevado valor añadido a las empresas en las que invierten. Asimismo, Mason y Harrison (1994) señalan que los ángeles se encuentran dispersos geográficamente, y tienden a invertir a nivel local.

2.1.1 Una perspectiva histórica

Desde principios de la década de los 90, han proliferado los estudios para conocer el perfil y el “modus operandi” de los ángeles inversores en distintas latitudes. Consecuentemente, hoy contamos con un amplio número de artículos que tratan sobre esta temática. Desde una perspectiva histórica, podríamos clasificar los diferentes estudios en cuatro etapas históricas: los primeros estudios (anteriores a 1980), los realizados en la década de los 80, los realizados en la década de los 90 y finalmente los realizados a partir de 2000.

Los primeros estudios (anteriores a 1980)

Los primeros estudios tienen lugar a finales del decenio de 1950 cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos realiza un par de investigaciones sobre la financiación inicial de nuevas empresas de base tecnológica, los estudios que precedieron a la Small Business Investment Act de 1958. El interés en la financiación inicial de empresas de base tecnológica mostró a los ángeles inversores como una importante fuente externa de financiación para las iniciativas empresariales basadas en las nuevas tecnologías, y las primeras contribuciones de la investigación (como los trabajos de Rubenstein, 1958; Baty, 1964; Hoffman, 1972; Brophy, 1974; Charles River Associates Inc., 1976) datan de los años sesenta y setenta.

Sin embargo, fue el trabajo pionero del profesor William E. Wetzel de la Universidad de New Hampshire en Estados Unidos el que puso los ángeles inversores en el mapa de investigación. Desde su publicación, la mayor parte de la investigación se ha centrado en lo que se conoce como el análisis ABC por sus siglas en inglés, (*attitudes, behaviour and characteristics*). El estudio de Wetzel titulado "Ángeles y capital riesgo informal", publicado en la Sloan Management Review en 1983, se basó en la percepción generalizada que las nuevas empresas de base tecnológica tenían problemas a la hora de recaudar pequeñas cantidades de fondos en las primeras etapas de financiación. De esta manera, su trabajo evidenció el papel que tenían los ángeles inversores a la hora de solucionar o al menos paliar este problema.

Asimismo, Wetzel (1983) mostró que los ángeles inversores compartían algunas características comunes, que aún se mantienen hoy en día, como, por ejemplo: que en general eran ricos, personas hechas a sí mismas, predominantemente hombres, inversores muy activos que invertían en zonas geográficas cercanas a sus lugares de origen, y que se basaban en gran medida en su red de amigos y socios de negocios para obtener las oportunidades de inversión. Además, los ángeles inversores eran una importante fuente externa de capital semilla, el capital necesario para poner en funcionamiento nuevas empresas, y, que también mostraban un gran interés en la financiación de empresas de base tecnológica. En definitiva, el trabajo de Wetzel puede considerarse como el primer intento serio de poner sobre la mesa la figura de los ángeles inversores y, de esta forma iniciar una nueva vía de investigación para aportar conocimiento sobre un fenómeno que hasta ese momento había pasado totalmente desapercibido.

Los estudios realizados en la década de los 80

El estudio seminal de Wetzel (1983) dio lugar a un aumento del interés por el mercado de ángeles inversores entre los investigadores, no sólo en Estados Unidos sino en todo el mundo. Sin embargo, los pocos estudios que se publicaron en la década de los 80 se realizaron todos en Estados Unidos y Canadá. El primer estudio relevante realizado en Europa, concretamente en el Reino Unido, no llega hasta 1991 (Mason, Harrison y Chaloner, 1991).

Como ya se ha indicado, el autor más prolífico de esta etapa fue el profesor de la Universidad de New Hampshire William Wetzel, quien a lo largo de la década de los 80 publicó diferentes estudios; además del ya citado (Wetzel, 1983), los más destacados son (Wetzel, 1981, 1986a, 1986b, 1987). Además del profesor Wetzel, también cabe mencionar a otros académicos pioneros en la investigación sobre los ángeles inversores; entre ellos cabría citar por orden de importancia: el profesor Robert Gaston, presidente de AEG Applied Economics Group, Inc., que a lo largo de esta década también realizó importantes contribuciones en el campo entre las que destacarían (Gaston y Bell, 1986, 1988; Gaston, 1989a, 1989b). Como puede observarse dos de estos trabajos de Gaston fueron realizados conjuntamente con el profesor S. E. Bell. También se destacaría al profesor John D.

Aram, de la Case Western Reserve University, por sus trabajos publicados a finales de la década (Aram, 1987, 1989).

Todavía en los Estados Unidos, conviene distinguir a los profesores E. R. Tyme y J. R. Krasner por su trabajo sobre el capital riesgo informal en California (Tymes y Krasner, 1983), a las profesoras Nancy Haar y Jennifer Starr y al profesor Ian MacMillan de la Universidad de Pensilvania por su trabajo sobre el capital riesgo informal en la Costa Este de los Estados Unidos (Haar, Starr y MacMillan, 1988) y a los profesores Neiswander y M. G. Boylan por sus respectivos trabajos (Neiswander, 1985) y (Boylan, 1981). Fuera de los Estados Unidos, en el país vecino de Canadá destacan sobre todo dos autores, Allan Riding y Dominique Short, profesores de la Universidad de Carleton, gracias a sus trabajos sobre los inversores informales en la región de Ottawa-Carleton (Riding y Short, 1987; Short y Riding, 1989).

Todos los estudios citados anteriormente formarían parte de lo que Mason y Harrison (2000c) llaman estudios de primera generación y que giraban en torno a la determinación de las características de los inversores, de su actividad de inversión, los canales de información, la implicación que tienen en los proyectos donde invierten y la disponibilidad de iniciativas públicas y privadas destinadas a estimular el mercado de capital riesgo. Estos estudios tal y como indicaba Wetzel (1986b) tienen por objetivo poner límites a nuestra ignorancia. De forma resumida siguiendo a Kelly (2007) podemos decir que todos estos estudios tratan básicamente dos cuestiones: el tamaño del mercado ángel y las características de los ángeles inversores.

Los estudios realizados en la década de los 90

A partir de 1990 es cuando realmente los estudios sobre los ángeles inversores empiezan a realizarse en todo el mundo, en Europa especialmente en el Reino Unido con Colin Mason y Richard Harrison, y en los países nórdicos con Hans Landström como autores más destacados. También se realizan estudios en Japón y Australia entre otros lugares. La mayoría de estos estudios aún intentan describir a los ángeles inversores, pero como indican Mason y Harrison (2000c), Kelly (2007) y Mason (1999, 2006) también empiezan a dirigir su atención a las siguientes cuestiones: ¿cómo funciona el mercado de inversores informales, cómo operan en la práctica, cuál es el proceso de inversión que siguen y cuáles son sus criterios de decisión, cuál es el papel que juegan y deben jugar las administraciones públicas para fomentar y apoyar este mercado informal, y cómo la teoría puede ayudarnos a entender este fenómeno de la inversión informal?

Los estudios realizados a partir de 2000

Se podría decir que a finales de los 90 o principios del 2000 es cuando este ámbito de investigación llega ya a su mayoría de edad. Con la entrada del nuevo siglo los estudios sobre ángeles inversores han proliferado en todo el mundo, apareciendo incluso los primeros estudios sobre ángeles

inversores en Cataluña (San José y Segurado, 2004; Clos, 2005), sin embargo, lamentablemente, la investigación en este campo en Cataluña sigue siendo demasiado escasa. En cuanto a la temática, en esta última década se ha continuado trabajando tanto la caracterización de los ángeles inversores, como todos los aspectos señalados en la etapa anterior. En este sentido, tal y como indican Mason y Harrison (2000c) el objetivo de los estudios que podríamos llamar de segunda generación, ya debe ser la elaboración de un cuerpo teórico y sobre todo trabajar las implicaciones a nivel político que pueda tener la figura del ángel inversor.

A finales del siglo veinte, Van Osnabrugge (1998) afirmaba que todos los estudiosos parecían coincidir en algo, y es que a pesar de la importancia de los ángeles inversores, estos todavía eran bastante desconocidos. Hoy, casi una década y media después, a pesar de los esfuerzos realizados, los ángeles inversores siguen siendo muy poco conocidos en gran parte del mundo y, especialmente en Cataluña. Se necesitan, por lo tanto, más trabajos de investigación encaminados a conseguir una mayor comprensión de las actitudes, conductas y características de estos ángeles inversores para proporcionarles una mayor visibilidad, así como nuevas percepciones sobre la manera de aprovechar al máximo las posibilidades que estos individuos ofrecen al desarrollo empresarial.

2.1.2 Definición del ángel inversor

Después de casi 30 años de estudios dedicados a la inversión informal y a los ángeles inversores, no se ha conseguido eliminar un grave problema que tiene que ver con el uso de definiciones inconsistentes sobre el objeto de estudio, los ángeles inversores. Es por ello que no todo el mundo entiende lo mismo cuando se habla de inversores informales, o de ángeles inversores más conocidos por su nombre en inglés (*business angels*). Así, si para algunos estos términos son sinónimos, para otros estas figuras son muy diferentes.

Obviamente, se cree que cualquier trabajo que trate de aportar conocimiento en el campo debe dejar muy claro cual es su objeto de estudio. Por consiguiente, se aportará una breve revisión en torno a la definición del ángel inversor y las posibles confusiones que este término puede generar. Recientemente han aparecido algunos trabajos que han intentado aclarar esta confusión (como los de Landström, 2007; Farrell, Howorth y Wright, 2008; Harrison y Mason, 2008; Mason y Harrison, 2008). Sin embargo, se considera que uno de los más interesantes es el realizado por tres investigadores suecos Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) al cual este trabajo se referirá ampliamente.

Según Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) no se trata de limitar el objeto de estudio a una sola definición, ya que si esto fuese posible –probablemente no– sin duda clarificaría muchos aspectos, pero también limitaría mucho el progreso teórico y empírico. Por tanto, Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) defienden que lo que realmente se necesita es ser mucho más estricto

en la forma en que se utilizan las definiciones en el contexto de cada investigación. En este sentido, atendiendo a las recomendaciones de Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008), esta tesis doctoral definirá de forma muy precisa que entiende por ángel inversor. Por otra parte, Farrell, Howorth y Wright (2008) sostienen que una definición más amplia de la población ángel y la mejora de los procesos metodológicos de toma de muestras aumentarán la representatividad y mejorará la robustez y la generalización de los resultados de la investigación. Cabe añadir el trabajo de Mason y Harrison (2008), el cual apuesta por dar mayor claridad a la definición de ángel inversor y, a su vez, propone el desarrollo de un conjunto de datos de series temporales para medir la actividad de los ángeles inversores.

Antes de establecer la definición propia se hará un breve repaso a la literatura que trata sobre la definición del ángel inversor.

Como indican Benjamin y Margulis (2001) y Mason (2006) los primeros estudios normalmente utilizaban el término “ángel” para definir al ángel inversor o "*business angel*". Este término se había utilizado para describir a aquellos individuos que ayudaron a financiar obras de teatro en Broadway, y fue precisamente el trabajo seminal de Wetzel (1983) el que utilizó el término “ángel” para definir a aquellas personas que proporcionaban el mismo tipo de inversión que los ángeles de Broadway pero en este caso a proyectos empresariales que se encontraban en sus primeras fases de desarrollo. Años más tarde, Lerner (2000, p. 515) describe al ángel inversor como: *“Un individuo rico que invierte en empresas emprendedoras. Aunque los ángeles realizan muchas de las mismas funciones que el capital riesgo, ellos invierten su propio capital más allá del institucional o de otros inversores individuales”*.

De manera similar, Mason y Harrison (2008, p. 309) describen un ángel inversor como: *“un individuo con un elevado patrimonio neto, que actúa solo o en un sindicato formal o informal, que invierte su propio dinero directamente en una empresa no cotizada en la que no mantiene ninguna relación familiar y que, después de hacer la inversión, por lo general tiene una participación activa en el negocio, por ejemplo, como asesor o miembro del consejo de administración”*. En cambio, esta definición no se corresponde en absoluto con la definición un tanto amplia que Landström (2007, p. 8) realiza del capital riesgo informal que incluye la actividad de inversión en empresas propiedad de familiares y amigos.

Mason y Harrison, –unos de los principales estudiosos de esta área– sostienen que algunas de las características clave que distinguen a los ángeles_inversores³ de otros tipos de inversores informales son que los ángeles inversores: invierten su propio dinero, toman sus propias decisiones de inversión,

³ Se señala el término **ángeles_inversores** uniendo las dos palabras con un guión porque en este caso este término no se corresponde con el de ángel inversor o *business angel* utilizado a lo largo del todo el trabajo. El término ángel_inversor o si se quiere *business_angel* así señalado corresponde al definido per Mason y Harrison y como se justificará adecuadamente no es el que se utilizará en este trabajo.

principalmente tienen en cuenta los aspectos comerciales, no invierten en negocios familiares y se involucran y desarrollan una participación activa en las empresas donde invierten.

La última característica (la de involucrarse y participar activamente en la gestión de la empresa) es la más controvertida, ya que la literatura previa reconoce que muchos inversores adoptan una actitud pasiva en muchas de sus inversiones. Según Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) el incumplimiento de este último aspecto ha hecho que se produzca una ampliación del objeto de estudio, y así, en lugar de trabajar con el concepto “ángel_inversor”, se trabaje con una gama más amplia de inversores privados que invierten en el capital de proyectos empresariales. En línea con la sugerencia de los tres investigadores suecos Mason y Harrison (2000c, p. 137) definen este grupo más amplio de inversores informales como: *“particulares que realizan inversiones en capital riesgo directamente en empresas no cotizadas en las que no tienen lazos familiares”*. Así pues, este grupo de inversores informales estaría formado por los “ángeles_inversores”, y por otros inversores privados que son menos activos en las empresas donde invierten, o bien que invierten cantidades más pequeñas de capital en sociedades no cotizadas, pero esta definición excluye claramente la familia y los amigos.

En este punto conviene indicar que la definición que se realiza en esta tesis doctoral del ángel inversor coincide plenamente con la de este último grupo más amplio de inversores privados y no con la definición de “ángel_inversor” desarrollada anteriormente. En opinión del autor de esta tesis doctoral, esta distinción es innecesaria, puesto que añade todavía más confusión. Según los requisitos establecidos por Mason y Harrison, para que un individuo sea un ángel_inversor se necesita una participación activa en las empresas donde invierte. Sin embargo, tanto la literatura previa como los resultados aportados por este trabajo muestran claramente que el grado de involucración es muy diferente en cada una de las distintas inversiones realizadas por un mismo individuo. Todo ello conduciría a llamar a este individuo “ángel_inversor” en algunas inversiones y inversor privado en otras, lo cual, parecería una ridiculez.

Por tanto, después de la revisión de literatura realizada, en la presente tesis doctoral el ángel inversor se define como:

Un individuo que invierte una parte de sus activos personales o familiares en empresas que no cotizan en bolsa y con las que no tiene ninguna relación familiar ni de amistad. Aunque no es relevante si la inversión se realiza a título individual o bien a través de una sociedad propiedad del ángel o de su familia, si es realmente importante que sea el propio ángel inversor (y no un gestor profesional) quien decida donde, cuando y como invierte en estas empresas no cotizadas. Asimismo, tampoco es significativo si una vez realizada la inversión, el ángel toma una participación activa en la empresa invertida involucrándose de alguna u otra forma en la buena marcha de la empresa o simplemente toma una posición pasiva.

En cambio, si conviene distinguir las inversiones en empresas (que no cotizan en bolsa y con las que no tiene ninguna relación familiar ni de amistad) en dos grupos. De un lado, se considerarían ángeles inversores aquellos individuos que realicen inversiones que no guardan ninguna relación (o muy poca) con ninguno de sus negocios actuales y que, por lo tanto, su finalidad no es potenciar sus antiguos negocios, sino participar minoritariamente en otro negocio nuevo con una voluntad de permanencia más bien temporal. Por otro lado, si un individuo realiza inversiones relacionadas con alguno de sus negocios actuales, cuya finalidad sea potenciar el negocio y con una voluntad de permanencia indefinida en el capital de la empresa, no será considerado un ángel inversor.

Por tanto esta definición expresa que los ángeles inversores no forman parte de las “3Fs”⁴. Indudablemente, éste sería el tratamiento más convencional de los ángeles inversores y así puede observarse en numerosos trabajos como los de (Harrison y Mason, 1999; Sohl, 1999; Mason y Harrison, 2000c). Sin embargo, debe advertirse al lector que esto no siempre es así y precisamente en algunos trabajos publicados en España (como los de Coduras Martínez, 2004; San José y Segurado, 2004) los ángeles inversores o *business angels* se han definido como parte de las “3Fs”.

Se finalizará este apartado mostrando las definiciones recogidas por Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) en relación a cuatro figuras clave como son: el capital riesgo institucional, los ángeles_inversores, los inversores informales y todos los inversores de capital riesgo no institucionales incluidos la familia y los amigos.

Capital riesgo institucional. Para explicar el capital riesgo institucional Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) toman una definición de Wright y Robbie (1998). Estos autores definen el capital riesgo institucional como:

Inversores profesionales que proporcionan financiación en forma de capital riesgo a largo plazo, a nuevas empresas no cotizadas donde la principal recompensa es la ganancia de capital complementado por eventuales dividendos.

Ángeles_inversores. Para definir los ángeles_inversores Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) combinan dos definiciones, la proporcionada por Freear, Sohl y Wetzel (1994) y la de Mason y Harrison (1995a). La definición resultante es la siguiente:

Individuos con un alto patrimonio neto que invierten una proporción de sus activos en negocios empresariales de alto riesgo y alto rendimiento (Freear, Sohl y Wetzel, 1994). Además de invertir dinero los ángeles_inversores contribuyen con sus habilidades comerciales, experiencia, *know-how* de negocios y contactos involucrándose activamente en la empresa (Mason y Harrison, 1995a).

⁴ Las 3Fs engloban a familiares, amigos y “chiflados” y proviene de los términos ingleses (*friends, family and fools*).

Como ya se ha indicado, esta definición de ángeles_inversores no coincide con la que se ha establecido en esta tesis doctoral que, en cambio, concuerda mucho más con la de inversor informal que viene a continuación.

Inversores informales. Para definir a los inversores informales Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) toman la definición de Mason y Harrison (2000c) mostrada anteriormente. Así los inversores informales son:

Particulares que realizan inversiones en capital riesgo directamente en empresas no cotizadas en las que no tienen lazos familiares. Estos inversores informales incluyen los ángeles_inversores y también los inversores privados que contribuyen con importes relativamente pequeños de dinero y no toman un papel activo en el objeto de inversión.

Todos los inversores de capital riesgo no institucionales incluidos la familia y los amigos. Para definir esta última categoría Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) toman una definición de Reynolds, Bygrave y Autio (2004) que indica que este grupo son:

Inversores que realizan inversiones en *start-ups* no fundadas por él o ella misma, incluyendo las inversiones familiares, las inversiones de amigos y colegas, etc., pero excluyendo las inversiones en bolsa y fondos de inversión.

A pesar que a primera vista estas cuatro definiciones puedan parecer bastante claras, los propios investigadores suecos las consideran ambiguas, y creen que no se ajustan suficientemente a la complejidad del concepto y a la heterogeneidad del mercado de capital riesgo informal. Así entre una y otra definición existe lo que estos autores califican como sombras o áreas grises. En consecuencia, si se tienen 4 definiciones se tendrán 3 zonas de sombra o zonas grises.

Como puede observarse en la Figura 1, existe una primera zona gris en relación a la canalización de las inversiones. De alguna forma, se puede establecer un problema en relación a si el capital debe ser invertido directamente por un inversor privado o si es posible que este mismo inversor lo invierta a través de una sociedad de su propiedad o incluso a través de una sociedad o fondo que comparta con otros propietarios. Como indican Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008), este problema puede afectar a todos los tipos de inversores informales, pero, probablemente, sea mucho más significativo para la categoría definida como ángeles_inversores. Por lo tanto podría decirse que esta zona gris se encuentra entre el capital riesgo institucional y los ángeles_inversores.

Una segunda zona gris tiene que ver con el nivel de actividad inversora y el grado de implicación o participación en la empresa en que se invierte. Esta área, por lo tanto se sitúa entre los ángeles_inversores y los inversores informales.

La tercera y última zona gris tiene relación con la existencia o no de determinadas relaciones o vínculos entre los inversores informales y el emprendedor.

Figura 1. Áreas grises en las definiciones de los actores en el mercado de capital riesgo

Capital riesgo institucional
Área gris 1 Requerimientos en la canalización de las inversiones.
Ángeles_inversores
Área gris 2 Requerimientos en el nivel de actividad inversora y el grado de implicación o participación en la empresa en que se invierte
Inversores informales
Área gris 3 Tipo de relación o vínculos entre los inversores informales y el emprendedor
Todos los inversores de capital riesgo no institucionales (Incluidos la familia y los amigos)

Fuente: Avdeitchikova, S.; Landström, H. and Månsson, N. 2008, p. 377

Aunque los objetivos de esta tesis doctoral están relativamente alejados de estos aspectos definitorios, a lo largo de las numerosas entrevistas mantenidas tanto con ángeles como con responsables de RAIs y organismos públicos encargados de prestar apoyo al mercado ángel catalán se ha observado una gran confusión en relación a la connotación del término ángel inversor. Teniendo en cuenta que este es uno de los primeros trabajos serios en el campo a nivel de Cataluña, se considera conveniente dedicar unos pocos párrafos a comentar las tres áreas grises descritas anteriormente y, especialmente, a relacionar cada una de ellas con la definición de ángel inversor que se ha establecido.

Área gris 1: Requerimientos sobre la canalización de las inversiones

En relación a este aspecto indicar que como puede observarse en la definición de ángel inversor aportada, se ha considerado tratar de la misma forma a aquellos individuos que invierten sus recursos a título personal que aquellos otros que lo hacen a través de sociedades de su propiedad. Esta forma de proceder coincide con la defendida por Avdeitchikova, Landström y Månsson (2008) en cuanto a que esta cuestión no interfiere en absoluto en la cuestión clave que es saber si un individuo tiene o no la posibilidad de decidir si invertir. Si la tiene, es un ángel inversor y si no, se entiende que formará parte del capital riesgo formal. Como en casi todos los aspectos relacionados con la compleja figura del ángel inversor, no todos los autores están de acuerdo en esta apreciación, así, por ejemplo Fiet (1995) decidió llamar "casi ángeles" a aquellos individuos que habían realizado sus inversiones a

través de una sociedad y no los incorporó en su estudio. En cambio, Coveney y Moore (1998) etiquetaron a estos inversores como "ángeles corporativos" y si los incluyeron en la muestra como una tipología más de ángeles inversores.

Una de las figuras que más controversia acarrea en relación a esta cuestión es la de las "family offices". Para Leleux, Schwass y Diversé (2007), las family offices pertenecen a personas adineradas que llevan a cabo sus inversiones a través de un fondo de capital riesgo gestionado por un administrador de inversiones que es quien toma la decisión de inversión final. Aunque, como apuntan Fernández Moya y Castro Balaguer (2011), las family offices no son un concepto nuevo: actualmente, se han transformado en organizaciones profesionales y, por lo tanto, muy a menudo, son gestionadas por profesionales externos a la familia. Sin duda, la decisión de considerar o no a una family office como un ángel inversor depende de quien la gestione. En la medida que la gestione uno de sus propietarios, se entiende que puede considerarse como un ángel inversor, ya que se cumplen todos los requisitos descritos y, en definitiva, se trata de un individuo que arriesga su propio dinero, además del de otros familiares. Por el contrario, si la family office es gestionada por un profesional externo entonces no puede considerarse como un ángel inversor.

Área gris 2: Requerimientos en el nivel de actividad inversora y el grado de implicación o participación en la empresa en que se invierte

Ya el pionero trabajo de Wetzel (1983) indicaba que un ángel inversor no sólo invierte dinero, sino que también adopta una participación activa en la empresa invertida, gracias a su experiencia laboral anterior. Por lo tanto la participación de los ángeles inversores en las empresas donde invierten está ampliamente documentada, tanto es así que la literatura a menudo se refiere a los ángeles inversores como "dinero inteligente" o en el caso de Saetre (2003) como "capital relevante". Por tanto, aunque habitualmente se presente a los ángeles inversores como individuos que en general se involucran activamente en las empresas donde participan, esto no significa que aquellos individuos que invierten en empresas no cotizadas que no pertenecen a familiares ni amigos, pero que por cualquier cuestión deciden no participar activamente en estas inversiones, no deban ser considerados igualmente ángeles inversores.

Como ya se ha indicado previamente, en este trabajo se considera ángel inversor a cualquier individuo que invierta en empresas no cotizadas que no pertenezcan a familiares ni amigos con independencia del grado de participación que tome en la empresa. Existen varios motivos para este razonamiento; el primero lo apunta Riding (2005), señalando que los individuos pueden presentar diferentes comportamientos de inversión al mismo tiempo. También porque los inversores se comportan de una determinada forma cuando inician su carrera inversora y de otra muy diferente cuando ya disponen de una amplia experiencia. En este sentido Politis y Landström (2002) señalan que los inversores informales tienden a adquirir experiencia y pericia financiera en el curso de su carrera de inversión. En la misma línea se pronuncia Avdeitchikova (2008), demostrando que un gran

número de inversores actúan de manera diferente en las diferentes fases de su carrera de inversión. Otro importante aspecto que interfiere en la posibilidad que un ángel inversor tenga que asumir siempre un papel activo en sus inversiones tiene que ver con la constatación que los ángeles cada vez más realizan sus inversiones de forma sindicada (Månsson y Landström, 2006). La sindicación supone que uno de los inversores toma una posición de liderazgo en la inversión y los demás adoptan una posición mucho más pasiva.

Área gris 3: Requerimientos sobre los vínculos entre los inversores y el emprendedor

Como ya se ha indicado, en la literatura sobre el campo se pueden encontrar estudios que consideran que la familia y los amigos del emprendedor –los llamados "dinero amor" o "*love money*"– son también inversores informales y otros que consideran que no. Entre los primeros, los que consideran que la familia y los amigos si deben considerarse actores del mercado de capital riesgo informal (por ejemplo los de Haar, Starr y MacMillan, 1988; Reynolds, Bygrave y Autio, 2004; Riding, 2005; Maula, Autio y Murray, 2005), una gran parte están vinculados al GEM (Global Entrepreneurship Monitor). Por el contrario, son mayoría los estudios que entienden que la familia y los amigos deben excluirse del mercado informal de capital riesgo (entre ellos por ejemplo los de Mason y Harrison, 2000c; Landström, 1993; Sørheim y Landström, 2001).

Volviendo a lo expresado anteriormente, es remarcable exponer que un proyecto de tanta envergadura como el GEM si contempla las inversiones realizadas por familiares y amigos. De hecho, en sus informes anuales continuamente muestra que la mayoría de inversores informales tienen una relación familiar con el emprendedor. Este es el caso del trabajo de Reynolds, Bygrave y Autio (2004) que exhibe que el mercado de capital riesgo informal está dominado por las inversiones llamadas "micro", es decir, inversiones de importes muy bajos, casi marginales, y que la gran mayoría de las inversiones (88%) provienen precisamente de miembros de la familia, amigos y vecinos. Cabe indicar que trabajos más recientes (como los de Bosma y Levie, 2010; GEM, 2009a; GEM, 2009b) proporcionan resultados similares. Así, el último informe del GEM sobre España GEM (2012) sitúa esta cifra en un 91,6% y, por lo tanto, los ángeles inversores representan tan sólo un 8,4% de la inversión privada española en negocios ajenos, en cambio la inversión informal familiar (familiares directos) representa el 55,2%. En definitiva, si algo dejan claro los sucesivos informes del GEM es que los familiares de los emprendedores constituyen una importante fuente de capital para muchas empresas jóvenes. En cuanto a los amigos, como señalan Farrell, Howorth y Wright (2008), también presentan ciertos inconvenientes, debido a que es difícil distinguir entre amigos, conocidos y colegas, más aún si se tiene en cuenta que cualquier relación –y por supuesto la amistad– puede evolucionar de muy diferentes formas a lo largo de un proceso de inversión.

Por otro lado, también sería conveniente distinguir entre los ángeles inversores vírgenes o potenciales, es decir, aquellos que todavía no han realizado ninguna inversión pero que pueden hacerla en el futuro y los ángeles ya activos. Si se revisa la literatura, se encontrará algunos trabajos, no muchos, (como los Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Coveney y Moore, 1998) que han considerado

que este tipo de inversores ya formaban parte del mercado de capital riesgo informal y los han incluido en sus muestras. Sin embargo la gran mayoría de estudios sólo centran su interés en los inversores realmente activos. No obstante, tampoco en este punto se ponen de acuerdo los estudiosos del campo: mientras que para algunos estudios (como por ejemplo Mason y Harrison, 2002b; Riding, et al., 1993) son activos todos los inversores que han hecho al menos una inversión (dicho sea de paso, esta es también la posición adoptada para definir a un ángel inversor en esta tesis doctoral), otros investigadores sólo consideran activos a aquellos inversores que han hecho alguna inversión en los últimos años, (como por ejemplo Fiet, 1995; Coveney y Moore, 1998; Månsson y Landström, 2006). Ya puestos a complicarlo un poco más, se podría discutir de cuántos años se está hablando al referirse a los últimos años, la mayoría de autores se decantan por los últimos tres, pero como cabría suponer tampoco en esto existe unanimidad.

2.1.3 Otros aspectos relacionados con los ángeles inversores

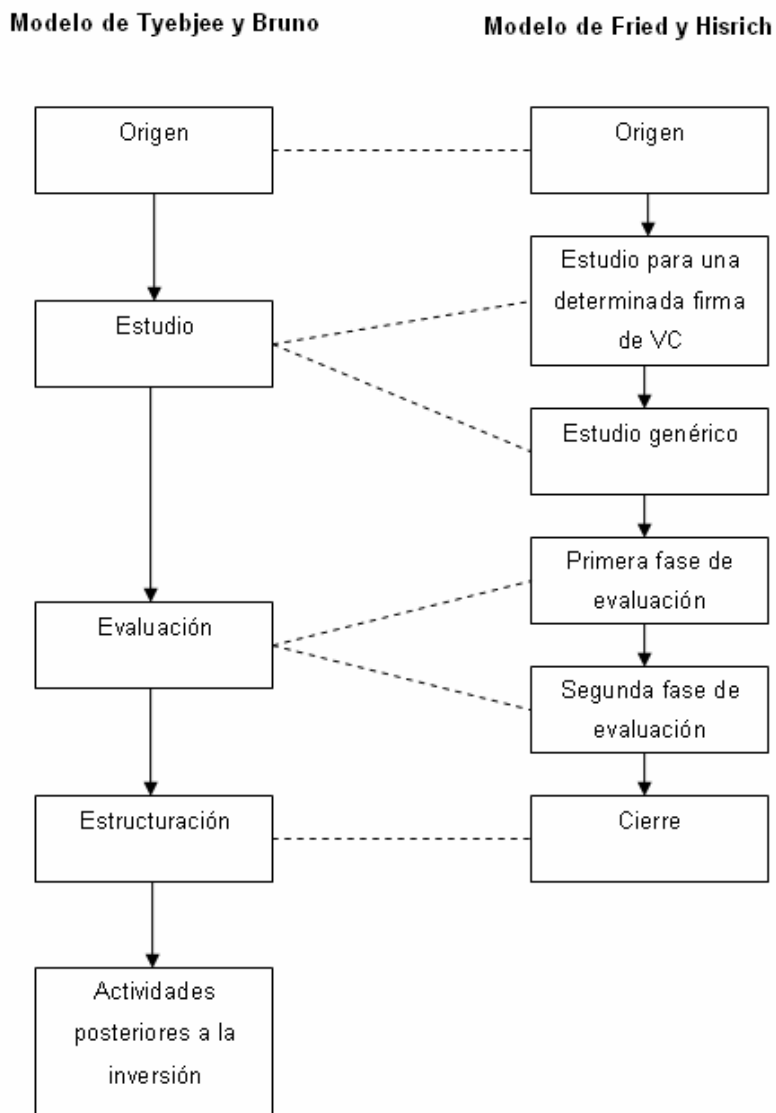
El proceso de inversión que siguen los ángeles inversores

Uno de los trabajos que más énfasis ha puesto en el análisis del proceso de inversión que siguen los ángeles inversores es el de Paul, Whittam y Wyper (2007). Con anterioridad, otros trabajos habían descompuesto este proceso en diferentes etapas. Así, por ejemplo Amatucci y Sohl (2004) dividieron este proceso en tres grandes etapas y, tanto Haines, Madill y Riding (2003) como Van Osnabrugge y Robinson (2000), contemplaron procesos de ocho etapas diferentes. Sin embargo, algunos de los modelos más robustos en cuanto al proceso de inversión provienen del mercado de capital riesgo formal, donde sobresalen trabajos como el de Tyebjee y Bruno (1984) y el de Fried y Hisrich (1994) representados en la Figura 2.

Sin embargo, como se puede observar en la Figura 3, a partir de 30 entrevistas mantenidas con ángeles inversores Paul, Whittam y Wyper (2007), proponen un modelo del proceso de inversión basado en cinco etapas: familiarización, estudio, negociación, gestión y recogida. La característica esencial de este proceso es la iteración. Este modelo reconoce explícitamente la influencia que ejercen las redes, tanto las formales como las informales. Entre las formales se encontrarían las RAIs, los sindicatos de inversores y las agencias de desarrollo económico, y se describen en el modelo como “comunidades de práctica” que proporcionan apoyo a la actividad inversora del ángel. Por otro lado, cabe indicar que el modelo está sujeto a un entorno general, donde interactúan muchos factores: económicos, socioculturales, políticos, tecnológicos, etc., que influyen en las actividades de inversión de los ángeles, ya sea incentivándolas o limitándolas.

En definitiva el modelo propuesto por Paul, Whittam y Wyper (2007) considera que tanto las RAIs como el entorno ejercen una notable influencia en la actividad de los ángeles inversores, consideración en la que este estudio exploratorio coincide plenamente, ya que se entiende que estos dos factores son clave en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.

Figura 2. Comparativa sobre dos modelos referidos al proceso de inversión del capital riesgo

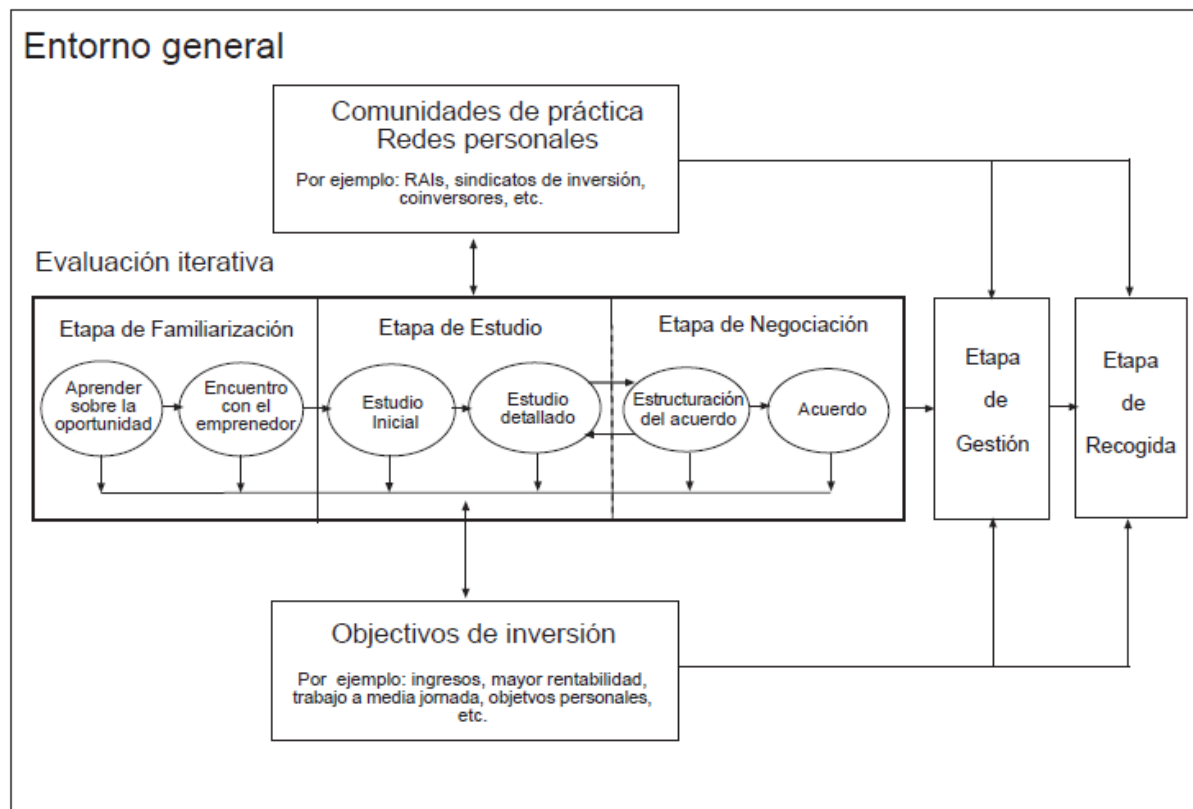


Fuente: Adaptado de Paul, S.; Whittam, G. and Wyper, J. 2007, p. 110

Siguiendo con el modelo del proceso de inversión del ángel inversor propuesto por Paul, Whittam, y Wyper (2007) se comentarán brevemente las cinco etapas que en él se describen. La primera, la de **familiarización**, en la cual tienen una gran influencia las RAIs, se compone de dos actividades principales: el aprendizaje sobre la oportunidad y la reunión con el empresario o emprendedor. La segunda, la de **estudio**, comienza con una fase inicial de análisis, durante la cual el ángel llevará a cabo nuevas reuniones con el emprendedor para ampliar el conocimiento que tiene sobre la oportunidad de negocio. Probablemente, en esta etapa, los ángeles también se plantearán su contribución a la empresa más allá de la aportación de recursos financieros. Al final de esta etapa, el ángel inversor ya habrá llegado a una conclusión sobre si le gustaría o no invertir en esta empresa; si la respuesta es no, evidentemente, abandonará el proceso. En la siguiente etapa, la de **negociación**, se completa la debida diligencia, se establece el porcentaje de capital de la empresa que el ángel

recibirá a cambio de su aportación económica y se redacta el contrato que según Kelly y Hay (2003) será más o menos estricto –incluira más o menos cláusulas de salvaguarda– en función de determinados aspectos como la experiencia del ángel en relación al emprendedor o equipo directivo, el número de inversiones realizadas, etc. En la etapa de **gestión** el ángel inversor ya es un accionista de la empresa y en la mayoría de casos participa en su gestión de alguna u otra forma. En relación a la participación, el ángel, como muestran Madill, Haines y Riding (2005), además de tomar un rol estratégico, sobre todo toma un rol operativo trabajando en el día a día de la empresa conjuntamente con el emprendedor; en cambio, el capital riesgo formal realiza funciones de carácter más estratégico, actuando como caja de resonancia y proporcionando asesoramiento financiero (Manigart y Sapienza, 2000). Estas diferencias probablemente se deban a que, como apunta Van Osnabrugge (2000), a pesar de que los inversores reducen el riesgo de agencia en todas las etapas del proceso de inversión, los ángeles inversores ponen más énfasis ex post de la inversión, mientras que el capital riesgo formal pone más atención ex ante de la inversión. En cualquier caso, esta etapa puede no estar exenta de conflictos entre los ángeles inversores y el equipo directivo, si estos existen generarán un impacto negativo en la capacidad de innovación de la compañía (Collewaert, 2008). Finalmente, si ha habido suerte se llegará a la etapa de **cosecha o desinversión** que es la que pondrá punto y final a este proceso. En algunos casos, esto no será posible, porque como indican Ruhnka, Feldman y Dean (1992) la empresa se ha convertido en un “muerto viviente” de la cual será muy difícil salir.

Figura 3. Modelo del proceso de inversión del ángel inversor propuesto por Paul, Whittam, y Wyper.



Fuente: Adaptado de Paul, S.; Whittam, G. and Wyper, J. 2007, p 114.

Aunque el modelo propuesto por Paul, Whittam y Wyper (2007) muestra un proceso de inversión basado en cinco etapas, en la práctica, estas etapas a menudo se superponen. En cualquier caso, lo que si muestra el modelo es que el proceso de inversión que siguen los ángeles inversores tiene dos mecanismos de generación, uno es el carácter personal que tiene todo el proceso (un carácter ya mostrado anteriormente por trabajos como los de Harrison y Mason, 1992a; Paul, Whittam y Johnston, 2003; Mason y Stark, 2004) y el otro es la actividad evaluadora.

Adición de valor en las empresas donde invierten

Los ángeles contribuyen a crear valor añadido en las empresas donde invierten gracias a sus habilidades comerciales, experiencia empresarial, *know-how* o conocimientos del negocio y, sobre todo, gracias a una amplia gama de contactos en todo tipo de ámbitos. Es más, buena parte de los ángeles son antiguos emprendedores, lo que les permite ofrecer asesoramiento experimentado, a la vez que mantienen una gran empatía con los nuevos emprendedores sobre todo en el momento de enfrentarse a las dificultades propias de poner en marcha una nueva empresa. De hecho, como indican Sohl y Rosenberg (2003), muchos emprendedores consideran que el consejo de los ángeles es tan importante como su aportación financiera. En definitiva, los ángeles proporcionan una amplia gama de servicios de valor añadido a los emprendedores, pero, como indica Ibrahim (2008), se trata de servicios no financieros distintos de los que proporciona el capital formal: los ángeles proporcionan consejo informal y asesoramiento y es la necesidad de ofrecer este asesoramiento lo que hace que en la mayoría de casos los ángeles inviertan cerca de casa, ya que así les es fácil mantener una interacción regular con el emprendedor y desarrollar una participación activa en el crecimiento (Landström, 1992a; Harrison, Mason y Robson, 2010). Según Macht y Robinson (2009), los ángeles inversores realizan básicamente 4 funciones: ayudan a superar el déficit de financiación, completan el déficit de conocimiento/experiencia mediante el suministro de su propia experiencia y su participación, ofrecen una amplia gama de contactos y obtienen financiación adicional. Resultados similares presenta el estudio de Politis (2008).

A partir de la revisión de 14 estudios publicados entre 1992 y 2005 que trataban sobre el valor añadido que los ángeles inversores proporcionan a las empresas donde invierten, Politis (2008) muestra 4 formas de adición de valor relacionándolas con las perspectivas teóricas que explican por qué tienen el potencial de contribuir a crear valor añadido, se trata de 4 funciones o roles: el estratégico (caja de resonancia), el de supervisión y control, el de proveedor de recursos y el de mentor o consejero. El rol estratégico (caja de resonancia o "*sounding board*") y el rol de proveedor de recursos son las contribuciones más citadas, ambas aparecen en 10 de los 14 estudios analizados.

En relación al primero, debe tenerse en cuenta que las empresas donde invierten los ángeles son empresas pequeñas que, como señalan Brush, Greene y Hart (2001), generalmente se caracterizan

por una falta de recursos internos y, a menudo también, por una falta de conocimiento en áreas críticas de gestión como las finanzas y el marketing. Es por ello que el *know-how* y las habilidades directivas proporcionadas por ángeles experimentados pueden ser consideradas recursos estratégicos claves para las empresas invertidas. Según Harrison y Mason (1992b), esta es la contribución de los ángeles inversores más valorada por los emprendedores. Por lo que respecta al rol de proveedor de recursos, cabe indicar que está muy relacionado con el levantamiento de fondos adicionales. En este sentido, según Sørheim (2005), para que un ángel pueda conseguir financiación adicional de su red de contactos, es muy importante que tenga una buena trayectoria y reputación. En relación a esta última, Granovetter (1985) indica que vale más tener un conocimiento detallado de alguno de los tratos que haya realizado una persona en el pasado, que no la afirmación de que se sabe que esta persona es fiable. Finalmente, los otros dos roles no parecen tan importantes. El rol de supervisión y control consiste en proteger las inversiones de los principales proveedores de recursos de la empresa, o sea, los accionistas, los acreedores y los empleados, de la potencial mala conducta directiva. Esta contribución tan sólo ha sido tratada en 3 de los 14 artículos estudiados por Politis y tiene mucho que ver con el problema de agencia y la asimetría de información. Por último, el rol de mentor o consejero ha sido tratado en 5 de los 14 estudios. Según Politis (2008), las actividades que se pueden relacionar con este papel de mentor incluyen la proporción de apoyo moral y de ánimos, la posibilidad de compartir las cargas propias de poner en marcha un negocio y la provisión de una visión más amplia, entre otros, siempre buscando una relación de solidaridad y confianza. En relación a la tarea de proporcionar ánimos y apoyo, un estudio de Hormiga, Batista-Canino y Sánchez-Medina (2011b) cuyo objetivo era mostrar el papel fundamental que juega el capital relacional en las empresas de nueva creación, muestra entre otros aspectos que el apoyo que el empresario recibe de su pareja, familia y amigos es un importante valor para la firma. Por tanto si el apoyo emocional de estas personas cercanas al emprendedor es importante para la empresa, más debería serlo el que le puede proporcionar un ángel inversor. Ya por último señalar que el rol de mentor que realizan los ángeles parece tener mayor relación con su experiencia emprendedora que no con su actividad inversora.

Criterios de aceptación y rechazo por parte de los ángeles inversores

Existen numerosos trabajos (como por ejemplo los de Prowse, 1998; Landström, 1995, 1998) que analizan los criterios que los ángeles utilizan para determinar en que proyectos invierten y cuales descartan. De forma muy resumida se presentarán las conclusiones de algunos de los estudios más interesantes, entre los cuales se encuentra el de Mason y Harrison, (1996a) donde se analizan cuales son los motivos por los cuales los ángeles inversores deciden no invertir en un determinado proyecto. Mason y Harrison (1996a) muestran que el sindicato de ángeles inversores Metrogroup utiliza un total de 29 factores agrupados en 5 conceptos (emprendedor o equipo, finanzas, marketing, producto y varios) para rechazar los distintos proyectos que recibe. Estos mismos autores en otro trabajo Harrison y Mason (2002) consideran que los ángeles centran más su interés en el emprendedor o

equipo que no en el proyecto, lo que expresaron de forma metafórica dando lugar a la célebre frase que *“los ángeles se interesan más por el jockey que por el caballo”*.

Por su parte, Sudek (2006) señala que los principales criterios de inversión para los ángeles son: la confianza en el empresario, la calidad del equipo directivo, el entusiasmo del empresario principal, y las oportunidades de salida para el ángel. Por otro lado, el trabajo de Feeney, Haines y Riding (1999) considera que los criterios clave en el proceso de toma de decisión son la oportunidad de negocio en general y el equipo directivo. Además, apuntan que las razones que impulsan a los ángeles a rechazar determinadas oportunidades no son simplemente la inversa de las razones que les impulsan a invertir. Un estudio reciente de Maxwell, Jeffrey y Lévesque (2011) sostiene que los ángeles inversores no utilizan un modelo de decisión totalmente compensatorio dando un determinado peso y puntuación a un gran número de atributos. Más bien, utilizan un atajo de proceso de decisión heurístico conocido como la eliminación por aspectos para reducir las oportunidades de inversión disponibles a un tamaño más manejable. Si a una oportunidad se le diagnostica un defecto grave, es rechazada en la primera etapa del proceso de toma de decisiones, pero todas las oportunidades sin defectos graves progresan más allá de esa etapa. Un trabajo de Argerich, Hormiga y Valls-Pasola (2012) realizado en Cataluña muestra a partir de un análisis de más de 200 proyectos presentados en la RAI de ESADE que cuantos más ángeles se interesan en un proyecto de inversión –contactan con el equipo emprendedor e inician un proceso de evaluación del proyecto con posterioridad a la presentación del mismo en el foro– mayor será la probabilidad de que este proyecto reciba financiación por parte de algún ángel inversor. Ya por último, destacar que trabajos como el de Clark (2008) muestran que las habilidades de comunicación de los emprendedores y sus atributos personales influyen poderosamente en la toma de decisiones de los inversores. Asimismo, Cardon, Sudek y Mitteness (2009) señalan que la pasión que muestran los emprendedores es un factor que influye poderosamente en las decisiones de inversión de los ángeles. En línea con estos últimos trabajos, el citado estudio de Argerich, Hormiga y Valls-Pasola (2012) muestra que la evaluación de la oportunidad, y especialmente la presentación del proyecto por parte del emprendedor influyen significativamente en la decisión de los ángeles inversores asistentes a los foros de inversión sobre la conveniencia de descartar un proyecto. En cambio este estudio no encontró ninguna relación entre la evaluación que el ángel inversor realiza del equipo emprendedor y su decisión de continuar evaluando el proyecto.

El tamaño de la población ángel y tipologías de ángeles

Uno de los primeros estudios sobre el tamaño del mercado informal fue realizado por Wetzel (1987). En él, el autor calculaba que en Estados Unidos había al menos 250.000 ángeles inversores, de los cuales alrededor de 100.000 estaban activos en un año determinado. Wetzel estimó que estos inversores gestionaban una cartera agregada de negocios cercana a los 50 mil millones de dólares, aproximadamente el doble del capital que gestionaba en aquellos momentos el capital riesgo formal. Wetzel consideró que el hecho de que los ángeles participaran en operaciones de menor volumen

implicaba que los emprendedores recibían cinco veces más capital por parte de los ángeles que del capital riesgo formal, además esto se traducía en que los ángeles financiaban más de 20.000 empresas al año, cifra considerablemente superior a las dos o tres mil empresas que podía financiar el capital riesgo formal. Evidentemente se trataba de estimaciones poco fiables, aunque eso sí, se basaban en indicadores obtenidos tanto del lado de la oferta (personas ricas) como de la demanda (empresas). Posteriormente, Wetzel publicaría nuevos estudios Wetzel (1987, 1994) donde modificaría estos datos teniendo en cuenta el crecimiento que experimentó el mercado de capital riesgo informal en Estados Unidos.

Probablemente, el primer trabajo que intentó cuantificar la importancia de la inversión informal a nivel global de una gran nación –los Estados Unidos– fue el de Gaston (1989a) que se basó en los datos obtenidos en un trabajo previo (Gaston y Bell, 1988). Sus resultados indican que una de cada 241 personas adultas de los Estados Unidos era un ángel inversor o que en una de cada 115 familias se encontraría un ángel. Más concretamente, el estudio de Gaston determinó que en Estados Unidos había unos 720.000 ángeles inversores que financiaban unas 87.000 empresas cada año, lo que representaba un volumen anual de inversión de 32,7 mil millones de dólares, ocho veces mayor que el que proporcionaba el capital riesgo institucional. Además el estudio también determinó que los ángeles inversores aportaban otros 22,9 mil millones de dólares a las empresas estadounidenses en forma de préstamos. Por si estas cifras no fueran lo bastante elocuentes, en el estudio se indicaba que los ángeles estarían dispuestos a invertir 19,3 mil millones de dólares más anualmente si dispusieran de más oportunidades de inversión.

Según se explica en Acs y Tarpley (1998), en septiembre de 1995 The Office of Advocacy of the US Small Business Administration contrató con el Center For Venture Economics (CVR) la preparación de un análisis actualizado del mercado de capital informal de los Estados Unidos también llamado "mercado angel". Este informe, finalmente publicado en junio de 1996 (Freear, Sohl y Wetzel, 1996), estimó que en los Estados Unidos había una cifra cercana a los 250.000 ángeles inversores activos que invertían en unas 30.000 pequeñas empresas cada año, 15 veces más que las empresas financiadas por el capital riesgo institucional. La inversión total anual se cuantificó en unos 20 mil millones de dólares que en aquellos momentos representaba aproximadamente el doble del total de la inversión que realizaban los fondos de capital de riesgo institucionales.

Utilizando los datos proporcionados por la British Venture Capital Association, BVCA (1999, 2000), que indicaban que a mediados de 1999 en el Reino Unido existían un total de 48 RAIs que englobaban a 5.651 individuos Mason y Harrison (2000b) concluyeron que el número de ángeles inversores del Reino Unido en 1999 era de 20.182. Utilizando un conjunto de sencillas fórmulas, determinaron que en el periodo 1998-99 en el Reino Unido se realizaron un total de 3.052 inversiones ángel, lo cual suponía un importe total cercano a los 500 millones de libras. En cualquier caso, como señalan los propios autores, estas cifras son simples aproximaciones, aunque, probablemente más precisas que las realizadas en los estudios precedentes. Mason y Harrison, que unos años antes

habían mantenido una pequeña discusión sobre el tamaño del mercado ángel del Reino Unido (véase el trabajo de Stevenson y Coveney, 1996 y la respuesta de Mason y Harrison, 1997c) consideran que cualquier estudio que se realice topará con la dificultad que representa encontrar a ángeles inversores (Coveney y Moore, 1998; Mason y Harrison, 1997b).

El estudio más reciente y con toda probabilidad el más fiable es el realizado en Suecia por Avdeitchikova (2008). Este estudio estima que el número de inversiones ángel que se realizan anualmente en Suecia se sitúa entre las 27.800 y las 32.600. En cuanto al importe global del mercado de capital riesgo informal se situaría entre los 385 y los 450 millones de euros. Además, según Avdeitchikova (2008), a partir de las aportaciones de Wetzel (1986a) que considera que una inversión típica aglutina a cuatro ángeles inversores, el número de empresas financiadas anualmente por los ángeles inversores suecos se situaría en torno a las 7.500.

Respecto a las tipologías de ángeles, a lo largo de los casi 30 años de estudios centrados en la figura del ángel inversor, se han establecido muchas categorías de ángeles. Uno de los primeros estudios que mostró diferentes tipologías fue el de Gaston (1989b) que estableció diez categorías de ángeles con nombres tan curiosos como *“Daddy Warbuck”* o *“Cousin Randy”*. Unos años más tarde Landström (1992a) establecería tan sólo cuatro categorías. Por su parte Freear, Sohl y Wetzel (1994) distinguieron entre ángeles y no ángeles que vendrían a ser ángeles potenciales. También Lumme, Mason y Suomi (1996) diferenciaron a los ángeles en dos categorías, los que habían tenido éxito en sus inversiones y los que no. Por su parte, Sullivan y Miller (1996) establecieron tres categorías de ángeles: los económicos, los hedonistas y los altruistas. En cambio Coveney y Moore (1998) dividieron a los ángeles en las siguientes seis categorías: emprendedores, corporativos, a la caza de ingresos, maximizadores de riqueza, latentes y vírgenes. Diversos trabajos como los de de Kelly y Hay (1996a, 1996b) y Van Osnabrugge (1998) analizaron las diferencias entre los ángeles experimentados “en serie” los que habían realizado más de tres inversiones y los no experimentados. También Hindle y Wenban (1999) distinguieron a los ángeles entre “serafines y “querubines”.

Iniciado el tercer milenio, estas clasificaciones siguieron apareciendo en diversos trabajos. Así, Sørheim y Landström (2001) proponen dividir el mercado de capital riesgo informal de acuerdo con las actividades de inversión y la competencia de los inversores estableciendo cuatro categorías: inversores lotería, operadores, inversores analíticos y “business angels”. Igualmente utilizan cuatro categorías Paul, Whittam y Johnston (2003), que establecen a partir de un criterio cuantitativo como es el número de inversiones que ha realizado el ángel, dando lugar a las siguientes tipologías: ángeles nacientes, ángeles novicios, ángeles de cartera y super-ángeles. Por otro lado, Erikson y Sørheim (2005) diferencian los “ángeles tecnológicos” del resto de inversores y señalan que los primeros se diferencian del resto en varios aspectos como son las fuentes de origen de proyectos, la selección, el seguimiento y las preferencias de salida. Tampoco establecen una clasificación demasiado compleja San José, Roure y Aernoudt (2005) quienes tan sólo distinguen entre ángeles activos y pasivos para de esta forma detectar las necesidades formativas de uno y otros. Por su

parte, en su estudio sobre el mercado ángel chino Tingchi y Po Chang (2007) declaran que en China existen cinco tipos de ángeles. Un estudio de Robinson y Cottrell (2007) en Alberta (Canadá) les permite anunciar la aparición de un grupo nuevo de inversores, con lo cual hablan de tres tipologías distintas. Basándose en la contribución en forma de recursos financieros y no financieros (capital humano), el trabajo de Avdeitchikova (2008) también establece cuatro tipos distintos de comportamientos de inversión, que no de individuos. Finalmente uno de los estudios más recientes, el de Lahti (2011a) divide las inversiones en subgrupos de acuerdo con la amplitud de la debida diligencia que realizan los ángeles inversores, y de su grado de participación en las empresas identificando también cuatro categorías: juegos, inversiones ángel convencionales, inversiones impulsadas por la debida diligencia, y inversiones profesionalmente protegidas.

2.2 Factores condicionantes de la inversión ángel

Los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores se estructurarán en base al marco teórico propuesto por Gartner (1985) para la creación de empresas. En la presente tesis doctoral este marco teórico se adaptará para el estudio de los factores que determinan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores. El trabajo de Gartner consistió en recoger y organizar las variables que se habían utilizado para describir a los emprendedores y a sus empresas, en investigaciones anteriores, para proporcionar un nuevo marco global. Para Gartner (1985) la creación de nuevas empresas consiste en “*la organización de nuevas organizaciones*” e interpreta el concepto “organización” tal y como se describe en el trabajo de Weick (1979, p. 3), donde se indica que “*organizar es reunir acciones interdependientes en curso en secuencias sensibles que generan resultados razonables*”.

Gartner (1985) presenta un marco para describir la creación de una nueva empresa a través de cuatro dimensiones:

- (a) el individuo(s) –la(s) persona(s) que participan en el inicio de una nueva organización,
- (b) la organización, –el tipo de empresa que se inicia;
- (c) el entorno –la situación que rodea e influye en la nueva organización, y
- (d) los procesos de la nueva empresa –las acciones emprendidas por los individuos(s) para iniciar el negocio.

Dado que el objetivo de este estudio exploratorio es analizar cuáles son los factores que condicionan que un individuo se convierta en ángel, se deberán aplicar algunos cambios al marco teórico propuesto por Gartner (1985). Así pues, se tomarán prestadas de este modelo las figuras del individuo(s) y el entorno, mientras que la organización y los procesos serán ambas sustituidas por las RAIs.

En cuanto al individuo, Gartner (1985) considera que algunas de las características individuales que pueden ser de valor en la descripción de los emprendedores son: la aversión al riesgo, la satisfacción en el trabajo, la experiencia laboral previa, que los padres hayan sido emprendedores, la edad y la educación. En esta tesis doctoral se considera que estas variables son también de interés en el análisis del ángel inversor con lo cual se incorporan junto a otras al modelo.

En relación al entorno, como apunta Gartner (1985) la literatura sobre la teoría de la organización ha desarrollado dos puntos de vista diferentes; el primero, que podríamos denominar “determinismo del entorno” (defendido por trabajos como los de Aldrich y Pfeffer, 1976; Hannan y Freeman, 1977) considera el entorno como un conjunto externo de condiciones a las que la organización debe adaptarse. La otra perspectiva, conocida como “la elección estratégica” (y defendida por estudios como los de Weick, 1979; Child, 1972), considera al entorno como una "realidad" que las organizaciones crean a través de la selectividad de sus propias percepciones. En cualquier caso, el entorno que influye en la creación de empresas –aunque pueda presentar factores comunes–, no coincide con el entorno que influye o condiciona a que un individuo se convierta en ángel inversor. Así, por ejemplo, si se observan los doce factores que en el trabajo de Bruno y Tyebjee (1982) se consideran estimulantes del emprendimiento (disponibilidad de capital riesgo, presencia de empresarios con experiencia, mano de obra técnicamente cualificada, accesibilidad a proveedores a clientes o nuevos mercados, influencias gubernamentales, proximidad de las universidades, disponibilidad de tierras o instalaciones, accesibilidad del transporte, actitud de la población de la zona, disponibilidad de los servicios de apoyo y las condiciones de vida), todos ellos pueden tener algún efecto sobre la aparición de más o menos ángeles en un determinado territorio, pero, mientras algunos factores como la actitud de la población de la zona o especialmente las influencias gubernamentales, sin duda ejercen una gran influencia en la conversión de un individuo en ángel, por el contrario, otros factores como la disponibilidad de tierras o la accesibilidad al transporte, tienen un efecto mucho más indirecto y por tanto mucho menor.

Partiendo del modelo propuesto por Gartner (1985) y de las modificaciones aplicadas, esta tesis doctoral pretende demostrar que los factores que condicionan a que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor pueden agruparse en 3 dimensiones: la primera está relacionada con el individuo, la segunda tiene que ver con la existencia de redes de ángeles inversores (RAIs) y la última se refiere al entorno donde opera este individuo.

Cada una de estas dimensiones contempla varios factores, –como se ha visto en el breve tratamiento que se ha realizado sobre el entorno– la lista puede ser muy larga, pero sin duda, algunos de estos factores son mucho más decisivos que otros. Este trabajo exploratorio, en primer lugar, identificará cuáles son los factores más decisivos de cada dimensión a través de una amplia revisión de la literatura sobre la inversión informal y la inversión en capital riesgo. A partir de los factores identificados, se elaborará un modelo de investigación que se testará empíricamente mediante los ángeles inversores de Cataluña.

2.2.1 Factores relacionados con el individuo

Revisando la literatura existente, se han observado varios factores relacionados con el individuo, que, en mayor o menor medida, pueden incidir en que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor. Sin embargo, plantear un modelo con tres dimensiones de factores, donde algunas de estas dimensiones contengan un elevado número de factores es poco menos que inviable. Por lo tanto, se han recogido aquellos factores que la propia literatura considera más relevantes y, para un mejor tratamiento siguiendo a Maula, Autio y Arenius (2005), se han agrupado en 3 subgrupos: los factores sociodemográficos, los factores que forman parte del contexto personal del inversor y los factores motivacionales.

Dentro de los factores sociodemográficos, se han incluido cuatro factores esenciales: la educación, la riqueza y los ingresos, el género y, por último, la edad. Por supuesto, la literatura existente ha analizado otros factores sociodemográficos, como, por ejemplo, la ocupación a tiempo completo o parcial del individuo (Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong, Ho y Autio, 2004; Wong y Ho, 2007; Szerb, et al., 2007), pero ninguno de estos estudios halló una relación positivamente significativa entre disponer de un empleo a tiempo completo y una mayor propensión a convertirse en un inversor informal.

En cuanto a los factores que forman parte del contexto personal del inversor, se contemplan básicamente cuatro: la experiencia en la propiedad y/o la gestión de empresas, la experiencia en la creación de empresas, conocer personalmente a otros ángeles y la aversión al riesgo. Como en las otras categorías, se ha desestimado el estudio en profundidad de otros factores como, por ejemplo, el hecho que los padres hayan sido emprendedores.

Finalmente, en relación a los factores motivacionales, algunos estudios como los de Van Osnabrugge y Robinson (2000) y Mason y Harrison (2002b) muestran que los ángeles inversores, además de estar motivados por aspectos de índole económica o financiera (obtener un buen rendimiento), también están motivados por otros factores como, por ejemplo, el deseo de jugar un papel en el proceso de emprendimiento y ayudar y guiar a la próxima generación de empresarios, lo cual significa que también existen motivos no financieros importantes detrás de la voluntad de un individuo para convertirse en un ángel inversor.

La mayoría de estudios que tratan sobre los ángeles inversores, en especial los llamados por Mason y Harrison (2000c), estudios de primera generación, coinciden en señalar que existen un conjunto de factores relacionados con el individuo que son los que le han posibilitado y llevado a ser un ángel inversor. Lo mismo sucede con otros estudios más recientes, probablemente pertenecientes a la tercera generación (Mason y Harrison, 2000c) que utilizan modelos econométricos para determinar

cuales son los factores que impulsan a un individuo a convertirse en un inversor informal. Se utiliza el término “inversor informal”, porque la mayoría de estos estudios, generalmente realizados con datos del GEM (Global Entrepreneurship Monitor), analizan a los inversores informales en su conjunto, o sea a los ángeles inversores, pero también a los inversores F&F⁵, es decir a los que invierten en empresas de familiares y amigos (Bygrave, et al., 2003).

Los primeros estudios son muy interesantes porque a través de la descripción de las características de los ángeles se pueden conocer cuáles son sus rasgos diferenciales. Por consiguiente, se puede intuir cuales son los factores que permiten que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor. Los segundos, en cambio, aportan el concepto de la significación estadística, indican si un factor es realmente significativo en cuanto a que realmente incide en la probabilidad que un individuo se convierta en un ángel inversor. Lamentablemente, esta segunda tipología presenta dos inconvenientes para este trabajo: en primer lugar, que existen muy pocos y, segundamente, que, como ya se ha indicado, no tratan exclusivamente a los ángeles inversores, sino al conjunto de inversores informales, con lo cual hay que evaluar con mucho cuidado los resultados de estos estudios para poder aplicarlos al objeto de estudio de esta tesis doctoral.

El propósito de este estudio exploratorio consiste, siempre que sea posible, en analizar cada uno de los factores individuales que se han citado anteriormente mediante la combinación de los dos tipos de estudios, para de esta forma poder apreciar con la máxima certeza si ese factor es realmente relevante en la propensión a convertirse en un ángel inversor o no. Así pues, para cada factor relacionado con el individuo se realizará una revisión de los principales artículos de primera generación, para posteriormente analizar si los estudios de tercera generación han mostrado que ese factor es realmente estadísticamente significativo o no.

En relación a los estudios de primera generación, no se realizará ninguna presentación ni consideración, ya que son muy variados y tratan temáticas diversas. Muchos aportan datos cuantitativos como medias de edad, porcentaje de hombres y mujeres, número de inversiones realizadas, etc. Otros, en cambio, apuntan a cuestiones mucho más cualitativas que, sin duda, serán de gran interés para este análisis. En cambio, en relación a los estudios de tercera generación, dado que solo se dispone de 4 estudios de esta tipología, sí se realizará una breve presentación y comentario de los mismos. De entrada indicar que aunque pocos, probablemente estos sean los estudios que mejor información aporten sobre los determinantes de la propensión a la inversión ángel.

De los 4 estudios disponibles, se haría una pequeña distinción entre los tres primeros y el último. Los tres primeros, los de Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004) y Wong y Ho (2007), son muy parecidos en cuanto a objetivos, metodología y resultados; son, por lo tanto, trabajos que

⁵ En este caso se trata de sólo 2Fs (*family and friends*) aunque este término se suele utilizar indistintamente con el de las 3Fs

siguen exactamente la misma pauta. El último, el estudio de Szerb, et al. (2007), a pesar de tener un gran parecido en términos de objetivos y metodología con los anteriores, presenta también algunas diferencias. A continuación, se realizará una breve presentación de estos 4 interesantes estudios.

El trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) fue el primero de esta categoría de estudios que intentan explicar los determinantes de la inversión informal y se realizó en Finlandia. Los otros dos siguieron exactamente la misma estructura, pero se realizaron en ámbitos geográficos distintos, el de Wong, Ho y Autio (2004) se realizó con datos de 17 países y el de Wong y Ho (2007) se realizó en Singapur. Por último, el trabajo de Szerb, et al. (2007) se realizó con datos del GEM de Croacia, Hungría y Eslovenia.

El trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) analizó el papel de 10 variables como determinantes clave de la tendencia a la inversión informal. Fueron las siguientes: experiencia en la propiedad y gestión de empresas, habilidades para iniciar un nuevo negocio, conocer personalmente a emprendedores o empresarios, miedo al fracaso (aversión al riesgo), percepción de oportunidades de negocio en la región, educación, ingresos del hogar, situación laboral, género y edad. El trabajo de Wong, Ho y Autio (2004) tan sólo sustituyó la variable miedo al fracaso por una variable de entorno y probó el modelo a partir de datos de 17 países; en cambio, el estudio de Wong y Ho (2007) trabajó con 8 de los determinantes analizados por Maula, Autio y Arenius (2005), descartando de su estudio las variables percepción de oportunidades y el miedo al fracaso. Finalmente, el trabajo de Szerb, et al. (2007) utilizó los 9 últimos factores de Maula, Autio y Arenius (2005), descartando el primero, la experiencia en emprendimiento, ya que su trabajo consistía básicamente en encontrar diferencias entre los propietarios de negocios y los no propietarios. Así pues, en este último estudio, en lugar de analizar la relación entre la experiencia en emprendimiento y la posibilidad de convertirse en un inversor informal, se analizaron las diferencias entre las posibilidades que un individuo se convierta en un inversor informal en cada uno de los tres países analizados: Croacia, Hungría y Eslovenia.

En definitiva, se puede concluir que los 4 estudios citados son muy parecidos y que entre los cuatro proporcionan información de gran interés sobre algunos de los posibles factores individuales determinantes de la propensión a convertirse en un ángel inversor. Sin embargo, antes de adentrarse en estos factores, debe tenerse en cuenta que estos cuatro estudios analizan los inversores informales en su conjunto (F&F y ángeles inversores) y no sólo a los ángeles tal y como se han descrito anteriormente. Por lo tanto, para poder sacar conclusiones útiles de estos trabajos, deben tenerse muy presentes algunas de las premisas en que se basan estos estudios.

Así, el estudio de Wong, Ho y Autio (2004) distingue entre los inversores que invierten en negocios de conocidos y los que invierten en negocios de extraños. De esta manera, serán los inversores pertenecientes a esta última categoría los que centraran el interés de este estudio, ya que con toda probabilidad serán los más próximos a los ángeles inversores definidos en esta tesis doctoral. En cambio los estudios de Maula, Autio y Arenius (2005) y Wong y Ho (2007) distinguen entre inversores

informales familiares y no familiares. Concretamente, Maula, Autio y Arenius (2005) distinguen entre familiares cercanos y resto de inversores (más distantes), que contempla subgrupos como otros familiares, compañeros de trabajo, vecinos, amigos, extraños y otros. Los resultados de este trabajo, probablemente, sean los menos interesantes ya que sólo una parte (además difícil de cuantificar) esta formada por los ángeles inversores objeto de estudio. El trabajo de Wong y Ho (2007) sólo contempla los inversores familiares y no familiares, a estos últimos los llama “ángeles inversores”, aunque evidentemente estos “ángeles” no coinciden con la definición proporcionada por Mason y Harrison en diferentes trabajos (Mason y Harrison, 2000c, 2008; Mason, 1999), ni tampoco con la adoptada en esta tesis. Por supuesto el interés se centrará en los inversores informales no familiares, a los que se denominará “*pseudo ángeles*”, ya que el hecho de haber realizado inversiones en negocios con quienes no tienen ningún lazo familiar no necesariamente les convierte en ángeles inversores (Mason y Harrison, 2000c).

Cabe indicar que este trabajo de Wong y Ho (2007) tiene, sin embargo, un mayor interés, ya que también distingue entre inversiones de importes bajos (inferiores a la media de 15.740 dólares) e inversiones de importes elevados (superiores a la media de 15.740 dólares). Sin duda, estas últimas son más propias de los ángeles inversores que de los inversores familiares, por tanto, la lectura y análisis de los resultados del trabajo de Wong y Ho (2007) se realizará analizando conjuntamente los resultados de los “*pseudo ángeles*” y las inversiones de importes elevados, que es donde con toda probabilidad se encontrará un número significativo de ángeles inversores.

Por último en cuanto al estudio de Szerb, et al. (2007) cabría indicar que contempla dos análisis distintos. En el primero –el que reproduce a los otros tres estudios citados– también distingue el conjunto de inversores informales en dos grupos: los que son propietarios de negocios y los que no. Probablemente, está sea la clasificación que menos valor aporte en relación a los determinantes de la inversión ángel, ya que encontraremos ángeles en los dos grupos. Respecto al segundo análisis, Szerb, et al. (2007) clasifican y, posteriormente, analizan a los inversores informales en 7 grupos mediante el análisis clúster.

2.2.1.1 Factores sociodemográficos

Numerosos estudios citan una serie de factores sociodemográficos como importantes factores impulsores de la decisión de convertirse en ángeles inversores, esto es, de realizar inversiones en empresas no cotizadas que son propiedad de terceras personas. A continuación, se revisará lo que la literatura contempla sobre cada uno de los siguientes factores: el nivel educativo, la riqueza y el nivel de ingresos, el género y, finalmente, la edad.

Nivel educativo

La mayoría de los estudios realizados describen al ángel inversor típico como un individuo que posee una muy buena formación o sea un alto nivel educativo (Haar, Starr y MacMillan, 1988; Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Mason y Harrison, 2000c; Haines, Madill y Riding, 2003).

Si se analizan a fondo algunos de los artículos que describen a los ángeles inversores de diferentes áreas geográficas, se observará que estos poseen una elevada educación en prácticamente todos los territorios estudiados. Así, uno de los primeros estudios realizados en los Estados Unidos, concretamente en la Región de los Grandes Lagos, indica que casi el 40% de los ángeles eran graduados universitarios y otro 42% poseían además un título de postgrado (Aram, 1987, 1989); en Canadá el 30% tenían un título universitario y el 39% tenían un título de postgrado (Riding, et al., 1993); en el Reino Unido el 74% tenían un título universitario (Stevenson y Coveney, 1994); en Finlandia el 56% tenían un título de Máster y el 8% tenían el título de doctor (Lumme, Mason y Suomi, 1996); en Suecia el 69% tenían un título universitario (Månsson y Landström, 2006). En Japón, según Tashiro (1999) el ángel típico es un graduado universitario especializado en derecho, economía o administración de empresas. En Australia, según Hindle y Wenban (1999), gran parte de los ángeles poseían una licenciatura, y según el trabajo de Callahan y Mazzarol (2003), centrado en un estudio de casos sobre ángeles del oeste del país el 93% poseían un título universitario y la mayoría también poseían un título de Máster o de Doctor. En Argentina el 80% poseía un título universitario y un 20% un título de postgrado (Pereiro, 2001).

Por otro lado, trabajos como el de Maula, Autio y Arenius (2005), recurren a la teoría del comportamiento planificado (Ajzen, 1988) y a la teoría de la cartera de los hogares (Guiso, Haliassos y Japelli, 2002a, 2003) para justificar la relación entre los ángeles y un elevado nivel educativo. La teoría del comportamiento planificado sugiere que la educación aumenta la probabilidad de convertirse en un ángel inversor ya que niveles de educación elevados están asociados con mayores niveles de auto-eficacia y de percepción de control del comportamiento (Ajzen, 1988). Estudios basados en la teoría de la cartera de los hogares, como los de Guiso, Haliassos y Japelli (2002a, 2003), han demostrado que los propietarios de hogares con educación superior asignan más recursos a los activos de riesgo como son las acciones y en este caso las acciones de empresas no cotizadas.

Existen otros argumentos que relacionan el hecho de disponer de un alto nivel educativo (estar en posesión de una titulación superior y/o estudios de postgrado) con la propensión a convertirse en un ángel inversor como, por ejemplo, que estos individuos deberían tener un mejor acceso a buenas oportunidades laborales y, por lo tanto, a obtener buenos sueldos que les permitieran acumular la riqueza suficiente para poder realizar este tipo de inversiones, además de mejorar el acceso a las instituciones existentes y al capital (Szerb, Terjesen y Rappai, 2007).

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, el trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) muestra que la relación entre un alto nivel educativo y la propensión a convertirse en un inversor informal es positiva y significativa en aquellos inversores que realizan inversiones en empresas que no son propiedad de familiares (el grupo de inversores donde se encuentran los ángeles); pero, en cambio, esta relación es negativa en los inversores familiares. Resultados similares proporcionó el estudio de Wong, Ho y Autio (2004) que mostró que esta relación sólo es significativa en aquellos inversores que invierten en empresas que no pertenecen a familiares. Por otro lado, el estudio de Wong y Ho (2007) mostró que haber completado la educación secundaria suponía una mayor propensión a realizar inversiones de importes elevados (más de 15.740 dólares); sin embargo, no halló ninguna relación significativa entre un mayor nivel de educación y una mayor propensión a convertirse en un inversor informal. Por último el trabajo de Szerb, et al. (2007) revela que la educación superior está negativamente relacionada, aunque no de forma significativa, con la propensión a invertir de manera informal para aquellos inversores que no son propietarios de negocios, sin embargo, la relación si es positiva y significativa para los propietarios de negocios. En definitiva a mayor nivel educativo por parte de los propietarios de negocios mayor posibilidad de convertirse en un inversor informal.

Si se intenta sintetizar estos resultados para hallar una relación entre un elevado nivel educativo y la propensión a convertirse en un ángel inversor, se verá que existen indicios de que esta relación existe y es positiva, ya que, por definición, los ángeles inversores invierten en empresas no familiares (Mason y Harrison, 2000c), suelen realizar inversiones de importes elevados (Hindle y Wenban, 1999; Callahan y Mazzarol, 2003) y, en muchos casos, tienen experiencia en la propiedad de negocios, (Reitan y Sørheim, 2000; Tashiro, 1999; Harrison y Mason, 1992a; Landström, 1993); tres aspectos donde justamente si se ha podido probar que existía una relación positiva y estadísticamente significativa.

Riqueza e Ingresos del hogar

Riqueza

Evidentemente, para ser un ángel inversor se necesita disponer de suficientes recursos financieros, o sea, ser mínimamente rico (Casson, 1982). Según Szerb, Terjesen y Rappai (2007), los inversores informales tienden a conseguir sus recursos financieros de sus activos (riqueza), más que de sus ingresos, sin embargo, existe una elevada correlación entre unos y otros. No es extraño, por tanto, que todos los artículos que intentan describir a los ángeles inversores se refieran a ellos como individuos con un elevado patrimonio. En el Reino Unido, casi tres cuartas partes (71%) de los ángeles que respondieron a la encuesta de Mason y Harrison (2002b) indicaron que excluyendo la residencia principal, su patrimonio era superior al medio millón de libras y el 62% de los encuestados tenían un patrimonio superior al millón de libras. Teniendo en cuenta que en los últimos años la libra siempre ha cotizado por encima del euro, se pueden redondear estos importes a euros y por tanto

considerar que la mayor parte de los ángeles de este estudio disponía de un patrimonio superior al millón de euros.⁶ En Alemania, un 83% de los ángeles inversores analizados en el estudio de Brettel (2003) poseían una riqueza (sin incluir la vivienda habitual) superior al millón y medio de dólares, más de la mitad superaban los 5 millones de dólares y aproximadamente el 30% superaban los 10 millones de dólares. En promedio, los ángeles inversores alemanes encuestados por Brettel (2003) poseían una riqueza media de 5,5 millones de dólares con una mediana comprendida en el intervalo de entre los 5 y 10 millones de dólares. En Nueva Zelanda, según Infometrics Ltd (2004), aproximadamente un 4% de los ángeles inversores poseen una riqueza inferior a los 100.000 dólares, un 5% tendrían una riqueza compendia entre los 100.000 y los 200.000 dólares, un 12% entre los 200.000 y los 500.000 dólares, el 19% entre los 500.000 y el millón de dólares, un 20% entre 1 y 2 millones de dólares y el 41% tendría una riqueza superior a los 2 millones de dólares. En Suecia, según datos de Landström (1993) a principios de la década de los noventa el 85% de los ángeles inversores poseían una riqueza superior al millón de coronas suecas⁷, (121.673 €) y el 57% superaban los 5 millones de coronas suecas. Datos más recientes como los aportados por el estudio de Månsson y Landström (2006) sitúan la riqueza media de los ángeles inversores suecos en los 16,1 millones de euros con una mediana de 2,2 millones de euros. En Australia el patrimonio neto de los ángeles inversores se situaba en torno a los 2 millones de dólares (Hindle y Wenban, 1999). En Noruega el patrimonio neto (sin incluir la vivienda familiar) de los ángeles se situaba alrededor de 410.000 dólares (Reitan y Sørheim, 2000). Por último en la Región de los Grandes Lagos en los Estados Unidos el trabajo de Aram (1987) sitúa el patrimonio neto promedio de los ángeles inversores de esta región en la década de los 80 por encima del millón y medio de dólares.

Estudios representativos de la teoría de cartera de los hogares como los de Guiso, Haliassos y Japelli (2002a, 2002b, 2003), Gollier (2002) y Finke y Huston (2003) muestran que la riqueza y también los ingresos de las familias son factores determinantes para la asignación de recursos en activos con riesgo.

Una de las premisas básicas de la inversión financiera es la diversificación. Siguiendo a Markowitz (1999), la podemos resumir diciendo que no es conveniente poner todos los huevos en una sola cesta. Sin embargo, si tenemos pocos huevos no tiene mucho sentido repartirlos en distintas cestas, lo mismo pasa con los recursos financieros. Los trabajos sobre la teoría de cartera desarrollados por Markowitz (1952, 2005), Sharpe (1964), Tobin (1958) nos conducen al modelo CAPM Capital Asset Pricing Model del premio Nobel William Sharpe (Sharpe, 1964), un modelo basado precisamente en la diversificación. La diversificación permitirá eliminar el riesgo individual o específico de los diferentes activos de la cartera, un riesgo por el cual el inversor no debe esperar ninguna recompensa. En definitiva, este modelo nos indica claramente que la diversificación reduce el riesgo, pero no la rentabilidad esperada de la cartera.

⁶ En el momento de redactar este apartado (07-07-2011) la libra cotizaba a 1,11732 y la cotización máxima y mínima para el primer semestre de 2011 fue de 1,20576 y 1,11235.

⁷ Actualmente una corona sueca equivale a 0,121673858 euros.

Por tanto parece lógico pensar que un elevado patrimonio y nivel de ingresos permitirá que un individuo o familia pueda realizar una mejor diversificación de sus bienes entre las diferentes categorías de inversión y, por lo tanto, también incluir en su cartera activos más arriesgados como, por ejemplo, las inversiones en acciones de empresas no cotizadas (Roach, 2010). Por otra parte, dado que estas inversiones son muy arriesgadas (Freear y Wetzel, 1990) y a menudo terminan en pérdidas (Lumme, Mason y Suomi, 1996; Roach, 2010; Mason y Harrison, 2002a), sólo aquellos individuos o familias con un importante patrimonio e ingresos elevados podrán afrontar las posibles pérdidas sin demasiados traumas, más teniendo en cuenta que las inversiones en empresas no cotizadas por lo general representan una pequeña parte de la cartera de inversión total (Månsson y Landström, 2006).

Uno de los estudios más interesantes que relaciona la riqueza y los ángeles inversores es el de Freear, Sohl y Wetzel (1994). El objetivo de este trabajo era detectar semejanzas y diferencias entre dos grupos previamente definidos de individuos con un elevado patrimonio: los ángeles inversores y los demás individuos a los que llamaron inversores potenciales. Freear, Sohl y Wetzel (1994) seleccionaron una muestra aleatoria de 3.700 individuos sobre el total de la población objeto de estudio que estaba formada por 24.876 individuos que habían formalizado una hipoteca por un valor comprendido entre los 300.000 y el millón de dólares. Los resultados de este estudio deben tomarse con mucha precaución, ya que la tasa de respuesta fue muy baja, no llegó al 5% de la muestra, y del total de encuestados casi el 80% resultaron ser ángeles; además, según los propios Freear, Sohl, y Wetzel la mayoría de encuestas no devueltas corresponden a individuos caracterizados como inversores potenciales no interesados en convertirse en ángeles inversores.

Aún con todas las limitaciones, este estudio aporta algunos datos muy interesantes como por ejemplo que un 71% del grupo de los potenciales inversores manifestó que estarían dispuestos a invertir un porcentaje comprendido entre el 1% y el 14% de sus inversiones totales en proyectos empresariales con riesgo. También merece destacarse que casi la mitad (47%) de los inversores potenciales del estudio se verían muy tentados a convertirse en ángeles inversores si se les ofreciera una serie de servicios y recursos, como asistencia en la búsqueda, evaluación, fijación de precios, estructuración y seguimiento de las inversiones; también la posibilidad de invertir de forma conjunta con otros inversores y, finalmente, si se aplicara una reducción del impuesto sobre las plusvalías obtenidas. La conclusión que puede extraerse del estudio de Freear, Sohl y Wetzel (1994) es que existe un determinado porcentaje (probablemente pequeño y bastante difícil de determinar) de individuos con un elevado patrimonio, que no son ángeles inversores activos pero que muestran un cierto interés en invertir una parte de su patrimonio en proyectos empresariales de riesgo; y lo que es mucho más importante: esta población se mostraría mucho más interesada en este tipo de inversiones si se les proveyera de una serie de servicios y recursos.

Origen o fuente de la riqueza

No sólo es interesante saber que los ángeles son individuos adinerados, sino que también es interesante conocer como estos individuos han conseguido su riqueza. En este sentido, Mason y Harrison (2002b) indican que es muy probable que los ángeles inversores se hayan hecho ricos gracias a sus propios esfuerzos, y no a través de herencias. Así, se puede inferir que los ángeles inversores son ricos de primera generación, esto es, sus padres no lo eran. Además, Mason y Harrison (2002b) concluyen que han logrado su riqueza a través de la actividad empresarial y no a través de altos sueldos en grandes o pequeñas empresas. Estas afirmaciones de Mason y Harrison vienen avaladas por el hecho que más del 70% de los ángeles de su estudio habían creado su propia empresa. También el estudio de Månsson y Landström (2006) sobre los ángeles suecos muestra que un 77%, de los mismos han acumulado su riqueza a través de los beneficios obtenidos como propietarios de una empresa privada o bien a través de la venta de una empresa.

Otra teoría que avala que la fuente de riqueza es un factor a tener en cuenta proviene del estudio de Sohl y Hill (2007) sobre las mujeres ángeles. En los Estados Unidos, diferentes estadísticas muestran que las mujeres poseen una parte sustancial de la riqueza del país; por ejemplo, un estudio de la Reserva Federal (2004) muestra que las mujeres controlan el 51,3% de la riqueza privada. Por tanto, si sólo importase la riqueza y no su origen, al menos en los Estados Unidos, las mujeres estarían en disposición de tener la misma participación que los hombres o, por lo menos, una participación mucho más activa que la que tienen actualmente. Resultados similares muestra el estudio de Harrison y Mason (2007), que indica que en relación al patrimonio o riqueza, no se observan diferencias significativas entre hombres y mujeres.

Así pues, para convertirse en ángel inversor se necesita disponer de recursos económicos, pero esto, como indican Sohl y Hill (2007), por si solo no es suficiente y como ya se ha indicado una variable clave en la inversión ángel es la fuente de la riqueza.

Ingresos

Al igual que sucedía con la riqueza, todos los artículos que analizan a los ángeles los describen como individuos con unos elevados ingresos. Así por ejemplo el 12% de los ángeles de la muestra analizada por Mason y Harrison (2002b) en el Reino Unido tenía unos ingresos iguales o superiores a las 250.000 libras, el 43% unos ingresos entre 100.000 y 249.000 libras y el 39% tuvo unos ingresos entre en las 50.000 y las 99.000 libras. Teniendo en cuenta que en los últimos años la libra siempre ha cotizado por encima del euro, se pueden redondear estos importes a euros y, por tanto, considerar que como mínimo todos los ángeles de este estudio han obtenido unos ingresos superiores a los 50.000 euros⁸.

⁸ Ver nota 6.

En los Estados Unidos, dos estudios de la década de los ochenta, como el de Aram (1987) realizado en la Región de los Grandes Lagos y el de Haar, Starr y MacMillan (1988) en la Costa Este muestran igualmente elevados ingresos. Se reproducen recordando al lector que se trata de cifras referidas a los años 80 y que, por tanto, no procede su comparación en términos absolutos con cifras de trabajos más recientes. Casi el 60% de los encuestados por Aram (1987) manifestaron disponer de unos ingresos familiares anuales comprendidos entre los 30.000 y los 200.000 dólares, un 11% tenía ingresos anuales superiores a los 200.000 dólares, el ingreso promedio anual se situó en los 112.000 dólares. Por su parte, Haar, Starr y MacMillan (1988) reportaron que el 51% de los ángeles recibía unos ingresos anuales que estaban comprendidos entre los 100.000 y 249.000 dólares.

En Alemania, casi dos tercios de los ángeles inversores entrevistados por Brettel (2003) manifiestan tener unos ingresos anuales superiores a los 250.000 dólares, el 38% ingresos superiores a los 500.000 dólares y el 24%, superan los 2,5 millones de dólares anuales. La media de ingresos anuales se sitúa entre los 250.000 y los 499.000 dólares. En Suecia, según datos de Landström (1993) a principios de la década de los noventa el 60% de los ángeles inversores tenían unos ingresos anuales iguales o superiores a las 500.000 coronas suecas (91.000 dólares) y el 27% superaban el millón de coronas suecas (182.000 dólares). Datos más recientes como los aportados por el estudio de Månsson y Landström (2006) indican que el 49% de los ángeles inversores suecos tiene unos ingresos familiares anuales superiores a los 111.000 € y un 10% superan los 444.000 €.

En Japón, los ingresos medios anuales de los encuestados por Tashiro (1999) fue de 59.000 yenes lo que en aquellos momentos equivalía a unos 472.000 dólares. En Australia, los ingresos medios se situaban en torno a los 180.000 dólares anuales (Hindle y Wenban, 1999); en Noruega, los ingresos medios eran de 76.300 dólares (Reitan y Sørheim, 2000). Finalmente, en Nueva Zelanda, según Infometrics Ltd (2004), aproximadamente un 7% de los ángeles inversores obtenía unos ingresos inferiores a los 50.000 dólares, un 15% unos ingresos comprendidos entre los 50.000 y los 100.000 dólares, un 34% entre 100.000 y 200.000 dólares, un 32% entre 200.000 y 500.000 dólares y, finalmente, un 11% de los ángeles obtienen ingresos superiores a los 500.000 dólares.

El nivel de ingresos es un indicador de seguridad y de reducción de la percepción de riesgo. Algunos trabajos desarrollados en torno a la teoría de la cartera de los hogares como el de Merton (1971) indican que disponer de ingresos estables empuja a las familias a incorporar más activos con riesgo en sus carteras. Por otra parte, según Gollier (2002) disponer de seguridad en los ingresos conlleva una mayor propensión a realizar inversiones con riesgo, así como una reducción en la percepción del riesgo. Además Maula, Autio y Arenius (2005) apuntan que unos ingresos estables, no sólo contribuyen a la riqueza general de la unidad familiar (un factor asociado a realizar inversiones de riesgo), sino que permitirán a los individuos y familias poder afrontar posibles pérdidas en sus inversiones informales.

Algunos estudios han querido vincular la estabilidad de los ingresos a un empleo a tiempo completo y han tratado de analizar la relación entre el empleo a tiempo completo y a la propensión a convertirse en un ángel inversor, sin embargo los resultados de estos trabajos no han mostrado que exista una relación positiva y estadísticamente significativa entre estas dos variables (Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong, Ho y Autio, 2004; Wong y Ho, 2007; Szerb, et al., 2007).

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, dado que ninguno de los estudios analizados disponía de datos sobre la riqueza o patrimonio de los inversores, todos los trabajos se han centrado únicamente en relacionar los ingresos con la propensión a convertirse en un inversor informal, dejando al margen la riqueza. Así, los trabajos de Maula, Autio y Arenius (2005) y de Wong y Ho (2007) no hallaron ninguna relación significativa entre el nivel de ingresos y la propensión a convertirse en un ángel inversor clásico y/o un inversor informal. Por el contrario, el estudio de Wong, Ho y Autio (2004) sí mostró una relación significativa entre un mayor nivel de ingresos y una mayor propensión a convertirse en inversor informal, tanto para los inversores familiares como para los no familiares. Finalmente, el trabajo de Szerb, et al. (2007) mostró que unos elevados ingresos aumentaban considerablemente la probabilidad de que los individuos que no son propietarios de negocios se convirtieran en inversores informales, pero los ingresos en cambio no tenían ninguna significación para los propietarios de negocios.

A pesar que estos cuatro estudios no aportan demasiada claridad en cuanto a la relación entre los ingresos y la propensión a convertirse en un ángel inversor, como parecería lógico suponer a partir de los estudios previos, teniendo en cuenta que existe una elevada correlación entre riqueza e ingresos y que la mayoría de estudios que analizan las características de los ángeles inversores han mostrado que un ángel inversor típico posee tanto un elevado patrimonio como un alto nivel de ingresos (Harrison y Mason, 1992a; Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Mason y Harrison, 2000c), en esta tesis se considera que estos factores pueden ejercer una gran influencia en la propensión de un individuo a convertirse en ángel.

Género

En todos los países donde se ha estudiado el fenómeno ángel se ha evidenciado que la gran mayoría de los ángeles inversores son hombres. Las mujeres representan un pequeño porcentaje que puede variar de un país a otro y de un año a otro, pero claramente son minoría en relación a los hombres.

En la Tabla 1, se muestran datos de 19 estudios sobre ángeles inversores realizados en 14 países distintos. Como puede observarse, en ninguno de ellos las mujeres representan más del 10%, de hecho, en tan sólo 5 los hombres representan menos del 95% del total de ángeles.

Otros estudios como el de Brettel (2003), realizado en Alemania o el de Landström (1993), efectuado en Suecia, por citar algunos, sin proporcionar cifras, también muestran que los ángeles inversores de

su estudio eran predominantemente hombres. También en su estudio comparativo sobre ángeles del Reino Unido, Estados Unidos y Canadá Harrison y Mason (1992a) concluyen que los ángeles son casi exclusivamente hombres. Así pues, estudios como el de Farrell (2000), realizado en Canadá, que muestra que las mujeres pueden representar tasas próximas al 15%, deben ser tratados por el momento como excepciones a la norma. En definitiva, los diferentes estudios que han examinado las características de los ángeles inversores han encontrado que la inversión ángel es una actividad dominada por los hombres, lo era en los años ochenta y lo sigue siendo ahora.

Tabla 1. Porcentajes de ángeles hombres en diferentes países

País	% de hombres	Fuente
Alemania	95%	Stedler y Peters (2003)
Argentina	92 %	Pereiro (2001)
Australia	100 %	Hindle y Wenban (1999)
Canadá	98%	Riding, et al. (1993)
Dinamarca	100%	Vækstfonden (2002)
Estados Unidos	96%	Gaston (1989b)
Estados Unidos	90-95%	Becker-Blease y Sohl (2007)
Estados Unidos (Costa Este)	98,1%	Haar, Starr y MacMillan (1988)
Escocia	92,1%	Paul, Whittam y Johnston (2003)
Finlandia	95%	Lumme, Mason y Suomi (1998)
Finlandia	100 %	Lahti (2011b)
Japón	100 %	Tashiro (1999)
Noruega	97 %	Reitan y Sørheim (2000)
Nueva Zelanda	95%	Infometrics Ltd (2004)
Reino Unido	99%	Mason y Harrison (1994)
Reino Unido	91 %	Mason y Harrison (2002b)
Reino Unido	95 %	Gardner (2003)
Singapur	90 %	Hindle y Lee (2002)
Suecia	96 %	Månsson y Landström (2006)

Fuente: Elaboración propia

Si en lugar de hablar de ángeles inversores habláramos de inversores informales, es decir, si a los ángeles les añadiéramos también aquellos individuos que invierten en negocios de familiares y amigos, entonces la proporción de mujeres inversoras aumentaría considerablemente. En el 2000 sobre el total de los 16 países analizados por el informe GEM, las mujeres representaban el 34% de los inversores informales (Reynolds, et al., 2000) valores muy similares reporta el trabajo de Bygrave, et al. (2003) sobre un total de 29 países, donde la proporción global de mujeres se sitúa en el 30,1%, muy similar a la de países como Estados Unidos con un 34,1%, Reino Unido 32,2% y Alemania 24,1%. En Cataluña, según datos del GEM (2009a), las mujeres han representado el 43,2% del total de inversores informales en 2007, el 54,7% en 2008 y el 42,2% en 2009 porcentajes algo más

elevados que los mostrados por el conjunto de España que fueron del 46,6% en 2008 y el 37,8% en 2009 (GEM, 2009b). Sin entrar a valorar estos porcentajes, si parece evidente que las mujeres ejercen un importante rol financiando a empresas que no son de su propiedad, aunque parecen mostrar una clara predilección por las empresas de familiares y amigos.

Para complementar los datos anteriores, se puede recurrir a otros trabajos centrados en el estudio de las mujeres ángeles como por ejemplo el trabajo de Becker-Blease y Sohl (2007) que, basándose en datos facilitados por las RAIs de Estados Unidos entre los años 2000 y 2004, muestra que el peso de las mujeres en las más de 170 redes consultadas, se mueve de media entre el 6,24% y el 21,41% dependiendo del año. Otro estudio de Becker-Blease y Sohl (2011), realizado también con datos obtenidos a partir de redes de ángeles inversores de Estados Unidos entre los años 2000 y 2006 indica que aproximadamente el 10% de los ángeles de la muestra eran mujeres. Por su parte, Becker-Blease y Sohl (2008) encontraron que las mujeres sólo constituyen una pequeña fracción de los ángeles en la mayoría de redes y portales de los Estados Unidos, concretamente el porcentaje oscilaba entre el 3,33% en el año 2002 y el 9,30% en el año 2006. Por último, un trabajo de Sohl y Hill (2007) indica que de las más de 150 organizaciones o redes de ángeles inversores que entre 2002 y 2003 operaban en Estados Unidos, sólo 19 cumplían uno de los siguientes requisitos: tener un porcentaje igual o superior al 25% de miembros que fueran mujeres o bien que del total de oportunidades de inversión recibidas, como mínimo un 25%, hubieran sido presentadas por mujeres emprendedoras.

Además de esta pobre proporción de mujeres entre el colectivo de ángeles inversores, existe muy poca investigación sobre sus causas y, en general, sobre el papel de la mujer como ángel inversor. La mayoría de los estudios recientes sobre género en el campo de los ángeles inversores (Harrison y Mason, 2007; Sohl y Hill, 2007; Becker-Blease y Sohl, 2007, 2008, 2011) han intentado averiguar si las mujeres ángeles son diferentes a los hombres en términos de experiencias anteriores, de características demográficas y en su enfoque de inversión y también si las mujeres ángeles son más propensas a invertir en empresas dirigidas por mujeres. Para responder a estas preguntas, algunos de estos estudios han recurrido a las teorías feministas. Existen tres modelos feministas que exploran el papel de la mujer en los negocios: el liberal, el social y el post estructuralista (Ahl, 2006). Siguiendo a Becker-Blease y Sohl (2007, 2011) se puede indicar que el feminismo liberal sostiene que los hombres y las mujeres son fundamentalmente idénticos con la misma capacidad mental y racionalidad; por tanto, si existe alguna diferencia en las preferencias o en el éxito en los negocios, estas se deberán a un desigual acceso a aspectos esenciales como la educación, las oportunidades laborales, y las redes sociales entre otros. En cambio, el feminismo social argumenta que las mujeres y los hombres son fundamentalmente diferentes, pero con auto-percepciones, motivaciones y estructuras de creencias igualmente válidas; por tanto, si existen diferencias, estas son el resultado de unas experiencias y socialización distintas. Por último, el feminismo post-estructuralista se preocupa por los efectos que la construcción de género tiene en el orden social.

Por otra parte, Harrison y Mason (2007) recurren igualmente a la literatura que trata la escasa representación de las mujeres en una amplia gama de contextos sociales y económicos para obtener una base para el desarrollo de la comprensión de esta falta de mujeres ángeles. Según Harrison y Mason (2007), estos estudios se han basado en una amplia gama de factores y explicaciones, pero a su juicio se pueden identificar en tres grupos: los basados en la discriminación, los basados en las habilidades y preferencias, y, por último, los basados en la competitividad. Finalmente, estudios como los de Sohl y Hill (2007), Becker-Blease y Sohl (2008, 2011) han planteado algunas razones para justificar la baja presencia de mujeres entre los ángeles inversores, entre las que destacan la confianza (Barber y Odean, 2001), la fuente de riqueza, la distinta tolerancia al riesgo (Byrnes, Miller y Schafer, 1999) y las diferencias en el capital social entre hombres y mujeres (Burt, 1998). Así Becker-Blease y Sohl (2008) consideran que las mujeres ángeles tienen niveles más bajos de confianza en comparación con los hombres, aunque en ningún momento sugieren que esta diferencia sea perjudicial para la riqueza de las mujeres ángel. Por su parte, Becker-Blease y Sohl (2011) concluyen que las mujeres ángeles se diferencian de los hombres ángeles sólo en unos pocos aspectos.

Otra particularidad interesante relacionada con el género tratada en algunos trabajos (como por ejemplo los de Greene, et al., 2001; Amatucci y Sohl, 2004; O'Gorman y Terjesen, 2006) es la que tiene que ver con el papel de las mujeres como demandantes de financiación ángel y con los desafíos que supone a las mujeres emprendedoras conseguir financiación. En este sentido, el trabajo de Greene, et al (2001) concluye que las razones por las que las empresas propiedad de mujeres están tan poco financiadas por el capital riesgo se agrupan en tres categorías: las estructurales, el capital humano y la elección estratégica.

Dado que en todos los países donde se han realizado estudios sobre los ángeles inversores se ha observado que estos son predominantemente hombres, según Wong y Ho (2007) se puede especular que el hecho de ser mujer probablemente afecte a la norma subjetiva del comportamiento de la inversión, haciendo que este comportamiento parezca, como mínimo, socialmente inusual en las mujeres. El hecho de actuar en un entorno donde la participación de la mujer es claramente minoritaria, puede provocar que las mujeres también puedan percibir menos control del comportamiento.

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, el estudio de Maula, Autio y Arenius (2005) reportó una clara relación negativa y significativa entre ser mujer y la propensión a convertirse en un inversor no familiar. De hecho, según este estudio, ser mujer reduce a más de la mitad las posibilidades de convertirse en un inversor informal no familiar. Por el contrario, la relación es significativa y positiva para los inversores familiares. Estos resultados son en gran parte contradictorios con los del trabajo de Wong, Ho y Autio (2004) que, si bien muestran que los hombres tienen una mayor propensión que las mujeres a convertirse en inversores informales, también indican que la participación masculina es más evidente en las inversiones familiares que en las no familiares,

lo cual es sorprendente y, como ya se ha indicado, contradictorio con los resultados de Maula, Autio y Arenius (2005). El tercer estudio, el de Wong y Ho (2007) mostró una relación significativa entre ser hombre y una mayor propensión a convertirse en un inversor pseudo ángel y realizar inversiones de importes elevados. Sin embargo, esta relación no existía para los inversores familiares ni para las inversiones de importes reducidos. Por otro lado, el trabajo de Szerb, et al. (2007) no halló ninguna relación significativa entre el género y la propensión a invertir de manera informal.

Aunque los trabajos de Wong, Ho y Autio (2004) y de Szerb, et al. (2007) pueden hacer dudar de los resultados obtenidos por Maula, Autio y Arenius (2005) y Wong y Ho (2007) sin lugar a dudas estos últimos muestran que ser mujer implica una baja propensión a convertirse en un ángel inversor, lo cual está ampliamente refrendado por las bajas tasas de ángeles inversores en todo el mundo.

Edad

La edad es un factor importante en relación a la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor. Debe tenerse presente que, para invertir en acciones de empresas no cotizadas, se necesita disponer de un determinado nivel de riqueza y es poco probable que los individuos jóvenes tengan muchas probabilidades de disponer de esta riqueza, más si se tiene en cuenta que la principal fuente de riqueza de los ángeles proviene de su propio negocio (Mason y Harrison, 2002b). Evidentemente, no hay una edad concreta a partir de la cual un individuo ya pueda disponer de la riqueza suficiente, pero la mayoría de estudios sobre ángeles inversores reportan que estos son de mediana edad (Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Mason y Harrison, 2000c).

Los primeros trabajos realizados en la década de los 80, sobre todo en los Estados Unidos (como los de Wetzel, 1981; Tymes y Krasner, 1983; Gaston y Bell, 1986, 1988) sitúan la edad media del ángel inversor entre los 40 y 50 años: el estudio de Aram (1989) la sitúa, por ejemplo, en los 47,2 años; otros trabajos, como el de Haar, Starr y MacMillan (1988), no son tan precisos y tan sólo indican que el 60% de los ángeles tenían edades comprendidas entre los 41 y 60 años. En Canadá, en la región de Ottawa-Carleton, la media es de 50 años (Short y Riding, 1989) y el primer estudio realizado en Europa, concretamente en el Reino Unido la sitúa en 53 años (Mason, Harrison y Chaloner, 1991).

A partir de los años noventa, son muchos los estudios realizados en diferentes partes del mundo que se interesan por la edad de los ángeles inversores, algunos de ellos se recogen en la Tabla 2 donde se muestran las edades (intervalos y algunas medias) de los ángeles inversores de un total de 16 estudios pertenecientes a 11 países distintos.

De los ocho estudios que proporcionan una media, la mitad la sitúan entre los 47 y 48 años. Si se analizan el resto de estudios, aunque por supuesto en algunos países la media es mayor y en otros menor, se puede considerar que esta es una edad representativa de todo el conjunto. Entre los países que cuentan con ángeles más jóvenes, podemos citar a Argentina (Pereiro, 2001; Jacobsohn y

Cochello, 2004). En cambio, los que presentan ángeles de mayor edad serían Escocia (Paul, Whittam y Johnston, 2003), Suecia (Landström, 1993; Månsson y Landström, 2006) y, especialmente, Japón (Tashiro, 1999). En cuanto a Australia, si bien el estudio de Hindle y Wenban (1999) muestra una media muy baja (40 años), el estudio de Callahan y Mazzarol (2003) centrado en el oeste del país muestra una media superior a los 50 años.

Tabla 2. Comparación internacional de la edad de los ángeles inversores

País	Edad		Fuente
	Media	Rango	
Alemania	48		Brettel (2003)
Alemania	48	(24%) menos de 40 (47%) 40 – 55 (29%) más de 55	Stedler y Peters (2003)
Argentina		(36%) menos de 35 (12%) 35-45 (52%) 45-55	Pereiro (2001)
Argentina	43	Entre 28 y 63	Jacobsohn y Cochello (2004)
Australia	40	(50%) 30-39 (36%) 40-49 (14%) 50-59	Hindle y Wenban (1999)
Australia (Oeste)		Entre 50 y 59	Callahan y Mazzarol (2003)
Estados Unidos	47,2	Entre 34 y 73 (40%) entre 41 y 50	Aram (1989)
Estados Unidos (Costa Este)		(60%) entre 41 y 60	Haar, Starr y MacMillan (1988)
Escocia		50 o más	Paul, Whittam y Johnston (2003)
Finlandia		(67%) entre 40 y 60	Lumme, Mason y Suomi (1996)
Japón	60		Tashiro (1999)
Noruega	47	Entre 35 y 55	Reitan y Sørheim (2000)
Nueva Zelanda		(4%) 20-29 (21%) 30-39 (30%) 40-49 (33%) 50-59 (12%) 60 o más	Infometrics Ltd (2004)
Singapur		(75%) 40-59	Hindle y Lee (2002)
Suecia	56		Månsson y Landström (2006)
Suecia		(15%) Menos de 45 (38%) 45-54 (35%) 55-64 (12%) Más de 64	Landström (1993)

Fuente: Elaboración propia

A la luz de todos estos estudios, se puede concluir que, aunque la media de edad de los ángeles inversores pueda situarse entre los 45 y 55 años, en algunos países como, por ejemplo, Argentina y Australia existe un nutrido grupo de ángeles bastante más jóvenes con edades inferiores a los 35 años. Por contra, en otros como Japón, la mayoría de ángeles cuentan con más de 60 años.

En relación a los estudios de tercera generación, los cuatro estudios analizados Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004), Wong y Ho (2007) y Szerb, et al. (2007) esperaban encontrar una relación de U invertida entre la edad del individuo y su propensión a hacer inversiones informales. Estas suposiciones se basaban, por un lado, en la teoría del comportamiento planificado Ajzen (1988), que considera que las personas muy jóvenes deberían tener menos confianza en su capacidad de realizar inversiones informales en empresas de nueva creación, y también deberían tener menos confianza en su capacidad de contribuir al éxito de tales empresas. Por otro lado, estas mismas creencias o percepciones deberían ser compartidas por los individuos de edad avanzada. Así pues, según Maula, Autio y Arenius (2005), las creencias con respecto a la percepción del control relacionado con el comportamiento de la inversión informal deberían tener un pico en algún lugar entre estos dos extremos. Esta expectativa también se ve corroborada por los hallazgos reportados en la investigación sobre las carteras de los hogares, donde se ha previsto y demostrado empíricamente que existe una relación curvilínea (forma de U invertida) entre la edad y la propiedad de los activos de riesgo (Guiso, Haliassos y Japelli, 2002a, 2003).

En cuanto a los resultados de estos estudios, el trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) mostró que efectivamente existía una relación curvilínea (en forma de U invertida) entre la edad del individuo y su propensión a hacer las inversiones informales, pero sólo en empresas familiares. Así pues, según este estudio, los individuos de mediana edad son más propensos a realizar inversiones en empresas familiares que los inversores de otras edades. Los resultados de Wong, Ho y Autio (2004) mostraron que no existía ninguna relación significativa entre la edad de un individuo y su propensión a realizar inversiones informales. Tampoco halló ninguna relación significativa entre la edad y la propensión a convertirse en un inversor informal el estudio de Wong y Ho (2007), pero, en cambio, sí encontró una relación significativa entre las personas de mediana edad y la propensión a realizar inversiones de importes elevados (más de 15.740 dólares). Por su parte, el trabajo de Szerb, et al. (2007) revela que la edad aumenta significativamente la propensión a invertir de manera informal, pero sólo entre los no propietarios de negocios.

Aunque a la vista de estos resultados no se puede concluir que exista una clara relación entre la edad de los individuos y la propensión de estos a convertirse en ángeles inversores, se cree que los mínimos requisitos que todo individuo debe cumplir antes de plantearse realizar inversiones ángel (riqueza, ingresos, conocimientos, confianza en sus capacidades, etc.) si determinan que la mayoría de individuos que se planteen actuar como ángeles inversores tengan una edad comprendida entre

los 35 y 65 años, aunque por supuesto pueden existir ángeles con edades inferiores a los 35 años y sobre todo ángeles mayores de 65 años.

2.2.1.2 Contexto personal

En cuanto al contexto personal del individuo se analizan cuatro importantes factores. Se trata de la experiencia en la propiedad y gestión de empresas, la experiencia en la creación de empresas, conocer personalmente a un ángel inversor y la aversión al riesgo. Sobre este último factor, aunque puede tratarse como un factor del entorno, y de esta forma medir y comparar la aversión al riesgo media de los individuos de un país en relación a otro, se cree que es de especial interés analizarlo a nivel individual y por tanto como lo hicieron los trabajos de Maula, Autio y Arenius (2005) y Szerb, et al. (2007) en esta tesis doctoral también se considera un factor a incluir en la categoría del individuo.

Experiencia en la propiedad y gestión de empresas

Todos los estudios realizados sobre ángeles inversores muestran que gran parte de estos ángeles poseen experiencia como propietarios y/o gestores de empresas.

En cuanto a la gestión de empresas, uno puede gestionar sus propias empresas, en este caso sería propietario o bien participar en la gestión de empresas de terceros como directivo o ejecutivo. En todos los casos este individuo poseerá conocimientos sobre gestión de empresas que le serán muy útiles en caso de plantearse convertirse en ángel. En este apartado, centraremos nuestro interés en la gestión de empresas y analizaremos la experiencia que los ángeles de distintas partes del mundo tienen como gestores de empresas propias (propietarios) o como gestores de empresas de terceros (directivos).

En cuanto a la propiedad, deben considerarse varias posibilidades: primeramente, un individuo puede ser propietario de una empresa porque la ha heredado de su familia o bien porque él mismo la ha creado. Segundamente, un individuo puede tener experiencia en la propiedad de empresas, aunque actualmente no posea ninguna, ya que puede haberla vendido. También puede darse el caso que un individuo sea propietario de una empresa pero delegue la gestión de la misma en otras personas (por ejemplo a otros miembros de su familia) y, por tanto, pueda trabajar como asalariado en otras empresas. Lo más habitual, sin embargo, es que el propietario de una empresa trabaje en la gestión de la misma, si fuera así, como ya se ha indicado anteriormente, se identificará a este individuo como "propietario".

La mayoría de trabajos sobre los ángeles indican que muchos de ellos poseen amplia experiencia en la propiedad y gestión de empresas pero no proporcionan cifras exactas, así, por ejemplo, Hindle y Wenban (1999, p. 173) indican sobre los ángeles australianos que «se calificaron como "directores

generales" y "gestores de personas" y que la mayoría habían estado involucrados en varias empresas start-up antes». Sin embargo, algunos estudios si han cuantificado todos estos datos y en la Tabla 3 se muestran los porcentajes de ángeles que gestionan sus propios negocios (propietarios) y los porcentajes de ángeles que gestionan negocios de terceros (directivos) de diferentes estudios realizados en distintos países.

Otros muchos trabajos (como los de Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Mason y Harrison, 2000c; Politis y Landström, 2002) también muestran que los ángeles inversores suelen tener experiencia como empresarios, lo que corrobora esta relación entre la propiedad y gestión empresarial y la propensión a convertirse en un ángel inversor.

Tabla 3. Comparación internacional del porcentaje de ángeles inversores que tienen experiencia en la gestión de empresas, ya sea como propietarios o directivos

Porcentaje de ángeles que tienen experiencia en la gestión de empresas	País	Fuente
85 %	Alemania	Brettel (2003)
55% Propietarios 18% Directivos	Alemania	Stedler y Peters (2003)
74% en Pymes	Finlandia	Lahti (2011b)
60% Propietarios 10% Directivos	Japón	Tashiro (1999)
46%	Noruega	Reitan y Sørheim (2000)
49% Propietarios	Reino Unido	Harrison y Mason (1992a)
37% Propietarios 33% Directivos	Reino Unido	Gardner (2003)
72% Propietarios	Singapur	Hindle y Lee (2002)
69% (69% en Pymes)	Suecia	Landström (1993)
98% (96% en Pymes)	Suecia	Månsson y Landström (2006)

Fuente: Elaboración propia.

Es interesante también constatar que un trabajo de Duxbury, Haines y Riding (1996) sobre 411 individuos con experiencia empresarial –todos exitosos hombres y mujeres de negocios– que tenía por objetivo analizar y comparar las características psicológicas de los ángeles inversores de la muestra (279 individuos) con las de los 95 individuos del grupo de control formado a partir de los 132

individuos que no habían realizado inversiones en empresas no cotizadas, mostró que generalmente el perfil de los ángeles inversores no era muy distinto al de los individuos del grupo de control, lo cual confirma que los ángeles se parecen mucho a los empresarios. De hecho, el trabajo de Landström (1998) cuestiona la distinción tradicional entre empresarios e ángeles inversores, ya que ve a estos últimos como co-creadores, y co-emprendedores, y argumenta que su actitud es realmente la de un empresario. Además, esta perspectiva está apoyada por el hecho de que muchos de estos inversores informales se ven a sí mismos como empresarios reales o como potenciales co-emprendedores (Saetre, 2003).

En la misma línea de de pensamiento, se posiciona la teoría de la carrera profesional. Según Sullivan (1999), las carreras profesionales se caracterizan por unas relaciones laborales flexibles, la adquisición de habilidades que se transfieren de un empleo u empresa a otra, el aprendizaje a través de la acción, la identificación personal con el trabajo, el desarrollo de múltiples redes y el establecimiento de relaciones con los compañeros de aprendizaje, y la responsabilidad individual para la gestión de su carrera profesional. Como indican Arthur, Inkson y Pringle (1999), los individuos acumulan y aplican el “capital” de carrera profesional a través de la experiencia laboral. A pesar de que, como indica Dyer (1994), los campos del emprendimiento y la carrera profesional han estado tradicionalmente separados, estudios como el de Terjesen (2005) muestran que los emprendedores aprovechan el capital humano y el capital social de la experiencia en trabajos anteriores. Por otra parte estudios como el de Urbano, Álvarez y Turró (2013) muestran que no existen diferencias significativas explícitas entre los individuos que emprenden por su cuenta “entrepreneurs” y los que realizan esta actividad en el seno de una gran empresa “intrapreneurs”, ya que la probabilidad que un individuo se convierta en una u otra figura aumenta considerablemente cuando se dispone de recursos y capacidades empresariales.

Bird (1994, p. 326) define las carreras profesionales *“como acumulaciones de información y conocimientos incorporados en las habilidades, la experiencia y las redes relacionales adquiridas a través de una secuencia de evoluciones en la experiencia laboral a través del tiempo”*. Una investigación cualitativa de Politis y Landström (2002) encontró que la carrera profesional de los ángeles inversores en Suecia constaba de tres fases: (1) la carrera profesional corporativa, (2) el aprendizaje emprendedor, y (3) la carrera profesional de inversión integrada. Según Politis y Landström (2002), cada fase de la carrera ofrece a los ángeles inversores posibilidades para el aprendizaje y el desarrollo de competencias valiosas para avanzar en su carrera emprendedora. Así, en la primera fase, la corporativa, los ángeles aprenden a gestionar empresas, establecen redes, y legitiman su reputación. En la siguiente fase, la de aprendizaje emprendedor, los ángeles inversores utilizan sus conocimientos contactos y experiencias en diversos proyectos emprendedores principalmente en calidad de consultores, que a su vez les permite aprender el funcionamiento de los procesos emprendedores. En la última fase, la de inversión integrada, los ángeles inversores amplían los conocimientos contactos y experiencias adquiridos anteriormente, haciendo uso de sus

competencias emprendedoras y de gestión en las empresas en las que invierten, y por lo tanto actúan tanto de emprendedores como de inversores en las empresas en las que se involucran.

Para Politis y Landström (2002), el salto de una etapa a otra requiere un periodo de transición, donde la situación familiar del individuo, la falta de nuevos retos y el compromiso emocional juegan un papel importante. Sin embargo, estas etapas de transición siempre cuentan con un punto de partida, a menudo relacionado con una insatisfacción o conflicto (que el trabajo no responda a las expectativas, trabajo rutinario, perder el empleo, etc.) o bien con una oportunidad (mayor independencia, la posibilidad de desarrollar diferentes proyectos empresariales simultáneamente, etc.), que son los detonantes de la reorientación de la carrera del individuo. Se podría sintetizar este punto de vista diciendo que un individuo se hace ángel inversor como consecuencia de la evolución de su carrera profesional.

Así pues, gran parte de los ángeles inversores son antiguos emprendedores de éxito que han decidido dar un paso más en su carrera profesional. Además, según Coveney y Moore (1998), estos ángeles con pasado emprendedor manifiestan que una de sus principales motivaciones para realizar inversiones informales es que disfrutan haciéndolo. De alguna forma, como indica Gaston (1989b) gracias a estas inversiones quieren seguir emulando antiguos logros. Por tanto, este tipo de ángeles inversores posee unas características personales y motivaciones muy similares a las de los emprendedores (Sullivan, 1991; Duxbury, Haines y Riding, 1996).

Enlazando con la visión que los ángeles son empresarios, Saetre (2003) propone la conveniencia de distinguir a ángeles y empresarios en tres categorías: en primer lugar, los empresarios tradicionales; en segundo lugar, un grupo de ángeles inversores que son percibidos como empresarios y, finalmente, el resto de inversores privados tradicionales, sean activos o pasivos. Ni los primeros ni los últimos generan demasiadas dudas en cuanto a su naturaleza, si en cambio los del medio, a quienes considera inversores empresariales. Estos inversores entran en las empresas en las que invierten como inversores, pero pronto pasan a ser como los empresarios. De hecho, Saetre (2003) aboga por llamarlos “empresarios financieros” para distinguirlos de los empresarios tradicionales, a los que llama “empresarios técnicos”. Así pues, los empresarios “financieros” son inversores privados que invierten en una etapa temprana y están tan involucrados en la empresa que posteriormente se consideran una parte del equipo empresarial de “empresarios técnicos” y más tarde inversores por igual. Según Saetre (2003), la principal diferencia entre un empresario financiero y un inversor privado activo sería que el primero se involucra en la empresa mucho antes que el segundo y que, además, el empresario financiero participa más activamente en la empresa que el inversor privado activo.

En definitiva, se puede concluir que todos los estudios sobre ángeles inversores de primera y segunda generación sugieren que la experiencia en un empleo empresarial tiene algún impacto en la decisión de convertirse en un ángel inversor y realizar inversiones en empresas no cotizadas.

Se tratarán cinco estudios de tercera generación que analizan la relación entre poseer algún tipo de actividad empresarial y la propensión a convertirse en un ángel inversor. Estos estudios recurren a diversos marcos teóricos para analizar esta relación. Así, por ejemplo, los trabajos de Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004) y Wong y Ho (2007) recurren a la teoría del comportamiento planificado (Ajzen, 1988, 1991). Por su parte, Szerb, Terjesen y Rappai (2007) recurren a estudios relacionados con la teoría de la carrera profesional (como los de Dyer, 1994; Terjesen, 2005; Bird, 1994; Politis y Landström, 2002) para justificar esta relación y trabajos como el de Burke, et al. (2010) analizan hasta 4 escuelas de pensamiento distintas como son: la teoría económica clásica de la asignación de los recursos limitados (Smith, 1976; Marshall, 1890), la teoría keynesiana que apunta a que la demanda genera su propia oferta (Keynes, 1936), la teoría de la gestión de los recursos humanos y, por último, la escuela de pensamiento de la acumulación de capital empresarial, para probar la relación entre la actividad emprendedora y la propensión a convertirse en un inversor informal.

Siguiendo la teoría del comportamiento planificado Ajzen (1988, 1991), que proporciona un marco teórico para entender la decisión de los individuos para realizar inversiones informales, Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004) y Wong y Ho (2007) consideran que la experiencia en emprendimiento y gestión empresarial estará positivamente relacionada con la propensión a convertirse en un inversor informal. La experiencia en la propiedad y/o la gestión empresarial confiere a los inversores una mayor sensación de control conductual percibido. Esta experiencia debería mejorar la percepción del individuo en su propia capacidad para seleccionar correctamente las empresas donde invierte y para contribuir activamente al buen rendimiento de estas empresas mediante su participación en las principales decisiones estratégicas. Así pues, este control conductual percibido debería estar asociado con una fuerte intención de realizar inversiones ángel.

Otro de los últimos estudios que analizan la probabilidad de que una persona con algún grado de participación en actividades empresariales se pueda convertir en un ángel inversor o bien en un inversor informal es el de Burke, et al. (2010). Para ello, identifican cuatro escuelas de pensamiento que analizan esta relación. La primera es la teoría económica clásica de la asignación de los recursos limitados que se remonta a la obra de Smith (1976) y Marshall (1890). En este marco, los individuos tienen dotaciones de tiempo (trabajo) y dinero (capital) limitadas; por eso, optimizan estos recursos a lo largo de su carrera. Evidentemente, cuanto más tiempo o dinero dedique un individuo a una actividad, menos tendrá para el resto de actividades. Los ángeles inversores tienen una cantidad limitada de capital y, además, tienen que distribuir su tiempo buscando, detectando, evaluando, y negociando con nuevas oportunidades de inversión en primer lugar y, posteriormente, a menudo, gestionando y preparando la salida o desinversión de estos negocios (Riding, Madill y Haines, 2007). Campbell (2003) sostiene que uno de los rasgos distintivos que diferencia a los ángeles inversores del capital riesgo formal es que con frecuencia los primeros no tienen fondos suficientes para financiar una empresa hasta conseguir su salida. En consecuencia, dado que se necesita una considerable cantidad de recursos financieros y de tiempo para el funcionamiento de una empresa,

esta escuela de pensamiento predice que no existe ninguna relación, (o en todo caso será una relación negativa) entre el emprendimiento y la probabilidad de convertirse en un inversor informal.

La segunda escuela de pensamiento se basa en una serie de investigaciones en diferentes áreas. El tema central de esta escuela de pensamiento es la creencia que la actividad empresarial, en realidad, promueve la probabilidad de convertirse en un ángel inversor. Dado que esta corriente de pensamiento evidentemente es contradictoria con la economía clásica, según Burke, et al. (2010), no debería sorprender que en esta corriente de pensamiento juegue un papel importante el argumento central de la economía keynesiana de que la demanda genera su propia oferta (Keynes, 1936). La aplicación de la teoría keynesiana al caso que nos ocupa, implica que una mayor actividad empresarial creará una demanda de financiación informal que se manifestará en la creación de nuevas oportunidades de inversión para los ángeles inversores. Así, una mayor disponibilidad de oportunidades se traducirá en un aumento del número de ángeles inversores dispuestos a aprovecharlas. Según Burke, et al. (2010), esta línea de pensamiento keynesiana, no debe plantearse tanto en términos de conflicto con la teoría clásica, sino que debe implicar que a nivel agregado, los países con mayores niveles de actividad empresarial tengan una mayor probabilidad de que cualquier persona pueda convertirse en un inversor informal en general y en un ángel inversor en particular.

La tercera escuela de pensamiento puede representarse por la teoría de la gestión de los recursos humanos, estrechamente relacionada con la economía del trabajo (Evans y Jovanovic, 1989). Estas teorías relacionan el perfil de un individuo en términos de capacidad y motivación y de cómo es capaz de adaptar este perfil a una determinada carrera profesional en particular. Burke, et al. (2010) consideran que muchas de las características del perfil de los empresarios y emprendedores son similares a las de los ángeles inversores. Ambos poseen habilidades y capacidades para aventurarse a crear nuevos negocios, también dedican parte de su riqueza a la inversión, comparten una propensión a asumir riesgos, y los dos disfrutan de las emociones asociadas a las nuevas empresas (Kelly, 2007; Riding, Madill y Haines, 2007; Campbell, 2003). Por tanto, esta escuela de pensamiento sostiene que si una persona decide dedicar parte de su carrera al emprendimiento manteniendo el resto de factores constantes, tendrá más probabilidades de convertirse en un ángel inversor que cualquier otra. También la literatura sobre la auto-eficacia de las personas Bandura (1977) sugiere que los individuos son más propensos a participar en una determinada acción, si creen en su capacidad para poder contribuir decisivamente en ella.

La cuarta escuela, a la que Burke, et al. (2010) llaman escuela de pensamiento de la acumulación de capital empresarial, se basa en una diversa literatura de investigación donde, por ejemplo, tendría cabida la teoría del crecimiento endógeno (Romer, 1994). Los estudios de esta línea de pensamiento indican que la actividad emprendedora, lejos de agotar los recursos necesarios para que un individuo se convierta en un ángel inversor, lo que hace es aumentarlos. Así pues, tener algún tipo de relación con la actividad emprendedora aumenta las posibilidades de que un individuo se convierta en un inversor informal. En esta línea de pensamiento se encontrarían estudios como los de Birley (1985),

que pone de relieve la importancia de las redes tanto en la comunidad de emprendedores como en la de ángeles inversores, lo cual lleva a Burke, et al. (2010) a considerar que ser activo en el ámbito del emprendimiento posibilita disponer de un capital social que puede ser muy útil para la actividad de los ángeles inversores. Harrison y Mason (1996b, 2000) destacan la importancia que tiene que los ángeles inversores operen en redes y coinviertan con otros ángeles, para lo cual es útil disponer de una buena reputación. Sørheim (2003) señala que es muy racional que los individuos que han adquirido la mayor parte de su experiencia en una región específica hagan la gran mayoría de sus inversiones en la misma región. Es esta trayectoria regional lo que les da una ventaja competitiva en el mercado de capital riesgo informal, además este razonamiento parece ser también válido en relación a individuos con experiencia en un sector específico, en este caso el aspecto regional es reemplazado por una industria específica. En cuanto a la reputación, trabajos como los de Bhidé (2000) y Birley (2002), muestran que ser empresario ayuda a construirse una credibilidad y reputación. En la misma línea Gompers y Lerner (1999) destacan la importancia de la reputación como medio para recaudar fondos por parte de los capitalistas de riesgo. En definitiva, como señalan Burke, et al. (2010, p. 26) *“ser activo empresarialmente puede ser una «academia de aprendizaje» a través de la cual muchas de las habilidades aprendidas son relevantes para el éxito de la actividad de la inversión informal”*. Además, Burke, et al. (2010) destacan que el emprendimiento puede ser una actividad muy gratificante y una buena vía para proporcionar riqueza, una riqueza que a su vez puede aumentar la propensión de un individuo a tomar riesgos (Burke y Hanley, 2003, 2006) y así aumentar la probabilidad de convertirse en un ángel inversor. Como ya se ha argumentado anteriormente, para convertirse en un ángel inversor se necesita ser mínimamente rico, por tanto, gracias a la actividad emprendedora algunos individuos han conseguido la riqueza necesaria que les puede llevar a convertirse en ángeles activos, ya que existen estudios que demuestran que cuando los individuos disponen de una fuente de riqueza inesperada como puede ser la lotería (Taylor, 2001) o una herencia (Blanchflower y Oswald, 1998; Burke, FitzRoy y Nolan, 2000) a menudo deciden invertir en su propio negocio.

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, el trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) viene a confirmar que existe una relación significativa y positiva entre la experiencia emprendedora y de gestión y la propensión a convertirse en inversores informales, tanto familiares como no familiares. Indica además que, manteniendo el resto de variables constantes, disponer de esta experiencia aumenta la propensión a realizar inversiones informales, de media entre el 188% y el 254%. Asimismo, esta propensión es mayor en las inversiones no familiares; por tanto, tiene más incidencia sobre los ángeles inversores que sobre el resto de inversores informales. Cabe añadir que estos resultados fueron muy parecidos a los del estudio de Wong, Ho y Autio (2004). También los resultados del estudio de Wong y Ho (2007) confirman que los individuos con experiencia emprendedora y de gestión tienen una mayor propensión a convertirse en inversores informales, tanto en inversores *pseudo ángeles* como familiares y tanto realizando inversiones de importes elevados como reducidos.

Después de revisar las 4 escuelas de pensamiento anteriores, el trabajo de Burke, et al. (2010) proporciona unos resultados estadísticos que, en general, indican que para la mayoría de los individuos las actividades relacionadas con el emprendimiento ayudan a que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor. Los atributos de éxito de los inversores informales: la riqueza, las herramientas de gestión empresarial, la reputación y la capacidad de detectar buenas oportunidades de negocio, pueden ser fomentadas por el “aprender trabajando”, la creación de riqueza y la mejora de la reputación que proporciona la involucración en actividades emprendedoras. Burke, et al. (2010) argumentan que si estos efectos son suficientemente fuertes conllevan un efecto positivo neto en la oferta de ángeles inversores, a pesar de la presencia de las limitaciones de riqueza y de tiempo argumentadas por la teoría económica clásica.

Experiencia en la creación de empresas

Muchos de los estudios realizados sobre ángeles inversores muestran que un porcentaje muy elevado de estos ángeles ha participado en la fundación de una o más empresas. Algunos de los trabajos que han cuantificado esta información se recogen en la Tabla 4, donde se muestra, entre otras informaciones el porcentaje de ángeles que ha fundado como mínimo una empresa. Observando esta Tabla 4 se puede convenir que los ángeles más emprendedores son, sin duda alguna, los nórdicos. Así en Dinamarca, Finlandia y Suecia la gran mayoría de ángeles ha participado en la fundación de empresas, además casi siempre en más de una.

Como señalan Hormiga, Batista-Canino y Sánchez-Medina (2011a) el capital humano es de vital importancia para el desempeño de las empresas en sus primeras etapas de la vida, por tanto, parece lógico que los individuos que han creado una o más empresas y que en muchos casos se han hecho ricos con estas empresas (Mason y Harrison, 2002b) tienen y creen tener las habilidades y conocimientos necesarios para iniciar una empresa o para colaborar decisivamente en su desarrollo inicial. Además, estudios como el de Infometrics Ltd (2004) realizado en Nueva Zelanda no tan sólo indican que un alto porcentaje de ángeles (82%) ha creado alguna empresa, sino que cuando estos actuales ángeles fundaron sus primeras empresas, muchos de ellos (47%) recibieron financiación de otros ángeles. Así pues, muchos de los actuales ángeles, con anterioridad a ejercer como tales, ya habían participado en la creación de empresas, y es en base a esta experiencia previa que la mayoría de ellos considera conveniente y necesario implementar las habilidades adquiridas en este proceso para conseguir que la nueva inversión sea un éxito, lo cual a su vez les exige participar activamente en las empresas en las que invierten (Mason y Harrison, 2000c).

Tabla 4. Porcentaje de ángeles que han fundado empresas y número medio de empresas fundadas

Porcentaje de ángeles que han fundado al menos una empresa	País	Fuente
75% 67% más de dos	Alemania	Brettel (2003)
84 %	Canadá	Short y Riding (1989)
(3,3 empresas de media)	Dinamarca	Gullander y Napier (2003a)
Menos del 50%	Estados Unidos	Gaston (1989b)
75%	Estados Unidos	Wetzel (1981), Tymes y Krasner (1983)
82%	Estados Unidos	Aram (1989)
95% (5 empresas de media)	Finlandia	Lumme, Mason y Suomi (1998)
83% (2,81 empresas de media)	Finlandia	Lahti (2011b)
50%	Japón	Tashiro (1999)
25%	Noruega	Reitan y Sørheim (2000)
82%	Nueva Zelanda	Infometrics Ltd (2004)
67% 46% más de 2 empresas	Reino Unido	Harrison y Mason (1992a)
71% (2 empresas de media) 9% más de 5 empresas	Reino Unido	Mason y Harrison (2002b)
96% 45% más de 5 empresas	Suecia	Landström (1993)
90% (4,4 empresas de media)	Suecia	Månsson y Landström (2006)

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, el trabajo de Lindsay (2004) mostró que los ángeles inversores necesitan ser consumados emprendedores para tener éxito en su actividad de inversión en emprendimiento. Lindsay (2004) identificó como pertinente la orientación emprendedora para describir los procesos de toma de decisiones de los ángeles inversores. De hecho, existen varios estudios que se centran en la orientación emprendedora de las empresas y en los factores que contribuyen al éxito o al desempeño de estas empresas (Covin y Slevin, 1991; Lumpkin y Dess, 1996, 2002). Según Lumpkin y Dess (1996, p. 136), *“la orientación emprendedora se refiere a los «procedimientos, prácticas y actividades de toma de decisiones utilizadas por los emprendedores que conducen a una nueva entrada»*. Para Lumpkin y Dess (1996), la orientación emprendedora es una característica esencial de las empresas de alto rendimiento y, siguiendo a Shane y Venkataraman (2000), tiene que ver con el descubrimiento y la explotación de oportunidades rentables. Trabajos como los de Lumpkin y Dess (1996), Stevenson y Jarillo (1990) muestran que la orientación emprendedora implica la organización de procesos, métodos, estilos, prácticas y actividades de toma de decisiones utilizadas por los emprendedores que llevan a una nueva entrada. Esta nueva entrada implica el lanzamiento de una nueva empresa que, según Burgelman (1983), puede realizarse a través de la puesta en marcha de una nueva sociedad, a través de una empresa ya existente, o bien internamente dentro de una gran

corporación. Según Lumpkin y Dess (1996), esto se puede lograr introduciendo productos o servicios nuevos o ya existentes en mercados nuevos o ya establecidos. Por todo lo indicado, el trabajo de Lindsay (2004) en consistencia con otros trabajos (como los de Covin y Slevin, 1991; Lumpkin y Dess, 1996) considera a los ángeles inversores individuales como empresas.

Trabajos como el de Timmons y Spinelli (2003) muestran que los emprendedores identifican oportunidades y aportan todos los recursos necesarios para desarrollar estas oportunidades. Del mismo modo, los ángeles inversores también necesitan ser selectivos a la hora de identificar las oportunidades de negocio que les presentan los emprendedores y en las que invertirán su propio dinero. Así pues, según Lindsay (2004), tanto los emprendedores como los ángeles inversores deberán llevar a cabo una búsqueda activa para identificar e invertir en aquellas oportunidades de negocio que puedan generar buenos beneficios. Para conseguir estos beneficios, tanto unos como otros, intentarán utilizar soluciones innovadoras que les permitan obtener una ventaja a través de los productos y/o servicios ofrecidos y los dos grupos tendrán que asumir un grado de riesgo al introducirlos en los diferentes mercados. El estudio de Lindsay (2004) concluye que los ángeles inversores tienen una orientación emprendedora que viene determinada por tres factores que son: la proactividad, la innovación y la gestión de riesgos. Seguidamente, se definen estos tres factores utilizando las definiciones proporcionadas por Lumpkin y Dess (1996).

Proactividad. Los ángeles inversores necesitan ser y son proactivos por muchos motivos: para detectar las mejores oportunidades de inversión, para evaluar estas oportunidades y para proteger sus inversiones una vez ya se han decidido a invertir en ellas.

Innovación. Los ángeles inversores son un grupo selectivo de personas que por su naturaleza necesitan ser innovadores en aspectos como la forma de invertir y la de gestionar estas inversiones. En muchos casos, estos inversores participarán en el lanzamiento de un nuevo producto o servicio y por tanto la reacción de todo el mercado (clientes, competidores, etc.) muy probablemente sea desconocida. Esta incertidumbre determinará que estos ángeles tengan que estar preparados para desarrollar y ofrecer soluciones creativas e implementar estrategias innovadoras para solucionar todos los problemas que puedan aparecer.

Gestión de riesgos. Es evidente que los ángeles inversores asumen riesgos, pero también lo es que intentan gestionarlos o reducirlos de diferentes formas, tales como invertir en sectores donde ya tengan experiencia, realizando la debida diligencia, etc.

Los resultados del trabajo de Lindsay (2004) muestran que los ángeles inversores actúan de manera emprendedora en la realización de sus actividades de inversión. Además, siguiendo a Lindsay (2004), en los ambientes dinámicos donde operan los ángeles inversores, aquellos ángeles que sean más proactivos, innovadores, y que mejor puedan evaluar y/o gestionar el riesgo, obtendrán mejores rendimientos de sus inversiones.

Los trabajos de Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004) y Wong y Ho (2007) parten de la premisa que una gran proporción de inversores informales son inversores de valor añadido, que con sus habilidades personales contribuyen a desarrollar a las empresas de reciente creación en que invierten en sus primeros años de vida (Freear, Sohl y Wetzel, 1995; Mason y Harrison, 1996b). Según Wright y Robbie (1998), los individuos con habilidades en la creación de empresas son más propensos a invertir en negocios de otras personas y de hecho, como indican Van Osnabrugge y Robinson (2000), esta es una motivación que hace que algunas personas se conviertan en ángeles inversores.

Exceptuando las inversiones sindicadas, donde es frecuente que algunos ángeles adopten posiciones pasivas, la literatura existente muestra que la mayoría de ángeles se implica activamente en la gestión de las empresas participadas (Gaston, 1989b; Landström, 1993). Así, siguiendo la teoría del comportamiento planificado Ajzen (1988, 1991), cuanto más fuerte sea la creencia de un individuo en su capacidad para contribuir positivamente al desarrollo y cumplimiento de objetivos en las empresas de cartera, mayor debe ser su probabilidad de convertirse en un ángel inversor. Toda esta lógica está además apoyada empíricamente por el estudio de Duxbury, Haines y Riding (1996), que llegó a la conclusión que los ángeles inversores estaban motivados intrínsecamente, muy implicados con su trabajo y las inversiones y trabajaban duro para garantizar su rendimiento, lo que sugiere que la inversión informal debe estar relacionada con las habilidades de la creación de nuevas empresas.

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, los del trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) confirman que existe una relación significativa y positiva entre percibir que se dispone de habilidades para iniciar un nuevo negocio y la probabilidad de convertirse en un inversor informal no familiar. Es curioso sin embargo observar que el trabajo de Wong, Ho y Autio (2004) proporciona resultados altamente distintos, por no decir contradictorios, ya que muestran que esta relación si es significativa para los inversores que invierten en empresas propiedad de amigos y conocidos y, en cambio, no lo es para los que invierten en empresas de desconocidos, los típicos ángeles inversores. Los resultados del estudio de Wong y Ho (2007) parece que resuelven el conflicto creado por los dos estudios anteriores y confirman que los individuos que poseen habilidades para iniciar un nuevo negocio tienen una mayor propensión a convertirse en inversores informales, y al igual que sucedía con la experiencia en la propiedad y gestión de empresas, tanto en inversores pseudo ángeles como familiares y tanto realizando inversiones de importes elevados como reducidos.

Por otra parte, el trabajo de Szerb, et al. (2007) muestra que la creencia personal de poseer habilidades para la puesta en marcha de nuevos negocios es estadísticamente significativa para los inversores informales que son propietarios de un negocio, de hecho este es el factor más importante de todos los analizados. En cambio, no es significativo para los que no son propietarios de ningún negocio. Por tanto, no es de extrañar que un número muy elevado de ángeles informe que ha tenido experiencia en la propiedad de empresas.

Conocer personalmente a otro ángel

Hasta el momento no existen estudios que muestren que conocer personalmente a otro ángel haya sido el detonante para que un individuo se plantee convertirse en un ángel inversor. Sin embargo, lo que sí ha analizado a fondo la literatura sobre inversión informal es el efecto positivo que tiene conocer personalmente a un empresario en relación a la propensión a convertirse en un inversor informal. A continuación, se revisarán algunos de los estudios que tratan esta relación.

Investigaciones como las de Scherer, Brodzinski y Wiebe (1991) y la de Delmar y Gunnarsson (2000) hacen hincapié en la importancia de la experiencia vicaria de la propensión de un individuo para ejercer la actividad empresarial. El concepto de “experiencia vicaria” se refiere a las sensaciones y emociones que se viven a través de las experiencias de otras personas como, por ejemplo, sentir el dolor cuando a un deportista le dan una patada o se tuerce el tobillo. Así pues, el hecho de conocer a un ángel y conocer su pasión y satisfacción por la actividad de inversión que realiza, puede motivar a las personas de su entorno (social y profesional) que les oyen habitualmente a interesarse por este tipo de inversiones en empresas no cotizadas y quizás a realizar alguna en el futuro.

Como veremos más adelante, en el apartado dedicado a los factores motivacionales, un trabajo de Sullivan y Miller (1996) estableció tres tipologías distintas de ángeles inversores: los que invierten por razones económicas, los hedonistas y los altruistas. Por tanto, siguiendo a Sullivan y Miller (1996), los ángeles tienen tres motivos distintos para presumir frente a sus amistades y colegas: los económicos, el placer o satisfacción personal que les reporta la actividad de inversión informal y, por último, la ayuda desinteresada que prestan a la sociedad. Sin duda, estas variadas motivaciones pueden impulsar a aquellas personas que a menudo tienen contacto con algún ángel a interesarse mucho más por esta actividad.

Aunque como se ha indicado anteriormente, no existen evidencias empíricas que apunten a una relación entre el hecho de conocer a un ángel y la propensión a convertirse en ángel, si que el efecto de la experiencia vicaria en relación con un empresario está corroborada por estudios como el de Reynolds, Bygrave y Autio (2004), que indica que las personas que conocen personalmente a empresarios son más propensas a convertirse en empresarios y como los de Saetre (2003), Maula, Autio y Arenius (2005), Wong y Ho (2007), Szerb, et al. (2007) que muestran que estas personas también están más dispuestas a invertir en negocios de otras personas. Por otra parte, en el apartado anterior se ha indicado que en Nueva Zelanda, un 47% de los individuos que hoy son ángeles inversores, antes de serlo habían recibido financiación de otros ángeles, por tanto habían conocido a otros ángeles y habían visto como actuaban (Infometrics Ltd, 2004).

Según Maula, Autio y Arenius (2005), en el contexto de las inversiones informales, la familiaridad personal con empresarios y emprendedores debería estar asociada con actitudes más positivas hacia estos, y, por lo tanto, debería existir una baja barrera mental a la inversión en empresas de nueva

creación. Además, Maula, Autio y Arenius (2005) apuntan que conocer personalmente a empresarios también es probable que mejore el control conductual percibido respecto de las inversiones, es decir, hacen que uno se sienta más capaz de realizar y gestionar inversiones informales con éxito. En esta línea, trabajos sobre ángeles inversores como los de Mason y Harrison (2002b) también han sugerido que una baja familiaridad personal con empresarios podría constituir un obstáculo para aumentar la inversión informal.

Para probar la relación entre conocer personalmente a un emprendedor y la propensión a convertirse en inversor informal, los trabajos de Maula, Autio y Arenius (2005), Wong, Ho y Autio (2004) y Wong y Ho (2007) se basaron tanto en la teoría del comportamiento planificado (Ajzen, 1988) que, considera que este conocimiento modera el comportamiento previsto de los ángeles inversores y también en los citados de trabajos de Scherer, Brodzinski y Wiebe (1991) y Delmar y Gunnarsson (2000), que indican que el hecho de conocer personalmente a algún emprendedor aumenta la probabilidad de que estas personas se involucren en alguna actividad emprendedora.

En cuanto a los resultados de los estudios de tercera generación, los del trabajo de Maula, Autio y Arenius (2005) muestran que efectivamente existe una clara relación positiva entre el hecho que un individuo conozca personalmente a un empresario y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor, además este es el factor más influyente de los 10 analizados. Según este estudio, la condición de ser propietario o gerente de un negocio aumenta entre un 188% y un 254% las posibilidades de convertirse en un inversor informal manteniendo constantes el resto de variables. El posterior trabajo de Wong, Ho y Autio (2004) certificó que existe una relación positiva y significativa entre conocer personalmente a un empresario y la propensión a convertirse en un inversor informal, aunque mostró que esta relación era más intensa en aquellos inversores que invertían en empresas de familiares que en empresas de extraños.

Exactamente en la misma línea se mueven los resultados del estudio más reciente de Wong y Ho (2007), donde se observa que conocer personalmente a algún emprendedor aumenta la probabilidad de realizar inversiones informales tanto de importes elevados como reducidos y tanto a los inversores *pseudo ángeles* como a los familiares. Así pues, el estudio de Wong y Ho (2007) confirma que, efectivamente, los individuos que conocen personalmente a algún emprendedor tienen una mayor propensión a convertirse en un ángel inversor clásico. Además, de los 7 factores analizados en este estudio: experiencia en emprendimiento y gestión empresarial, habilidades para iniciar un nuevo negocio, conocer personalmente a emprendedores, educación, situación laboral, género y edad este fue el factor con mayor influencia. El trabajo de Szerb, et al. (2007) muestra resultados similares, ya que el conocimiento personal de un empresario es un factor significativo para los dos grupos de inversores informales analizados, y además en línea con los trabajos anteriores, este es el factor más importante para los inversores que no son propietarios de ningún negocio.

Todos estos estudios apuntan a que existe una clara relación entre conocer a un empresario y la propensión a convertirse en un inversor informal. Sin embargo, dado que gran parte de la inversión informal es familiar, parece evidente que si se tiene a un empresario en la familia (y por tanto se conoce a alguno) se tienen más probabilidades de acabar invirtiendo en su empresa. En este estudio se considera que el efecto de conocer a un empresario puede ser muy positivo para que algunos individuos inviertan en empresas de sus familiares o amigos, pero en cambio se cree que no debería tener demasiada incidencia en la inversión ángel. En conclusión la propuesta que se plantea investigar es si el hecho que un individuo conozca a otros ángeles puede ser un factor importante para la propensión a convertirse en un ángel inversor.

Tolerancia al riesgo

No debe olvidarse que la inversión ángel es por diversos motivos como, por ejemplo, por la falta de liquidez, una inversión considerablemente más arriesgada que la mayoría del resto de categorías de inversión (Freear y Wetzel, 1990) y que, a menudo, proporciona pérdidas parciales –e incluso totales– del importe invertido (Lumme, Mason y Suomi, 1996; Roach, 2010; Mason y Harrison, 2002a). En muchos casos, el papel que los ángeles inversores desarrollan en el mundo económico y empresarial invirtiendo en nuevos proyectos está muy relacionado con la innovación y con los riesgos tanto tecnológicos como especialmente financieros que supone. Como señala Ferràs (2010, p. 94) *“la unidad de innovación es el proyecto”*. Además según Ferràs (2010, p. 94) *“un proyecto de innovación debe cumplir dos requisitos: debe ser capaz de generar ventajas competitivas, y debe incorporar riesgo (básicamente tecnológico y/o financiero) en su naturaleza. Efectivamente, innovar es arriesgado. No innovar es letal”*. Por tanto, parece lógico suponer que un factor determinante de la conducta humana como la tolerancia o aversión al riesgo tenga alguna influencia en el hecho que un individuo se plantee realizar inversiones ángel. Más concretamente, sería razonable pensar que, en general, los ángeles deben poseer una alta tolerancia al riesgo y que, por tanto, aquellos individuos con una baja tolerancia al riesgo tengan pocas probabilidades de convertirse en ángeles inversores.

Como es bien sabido y se ha mostrado anteriormente, la mayoría de ángeles son hombres. Pues bien, trabajos como los de Sohl y Hill (2007) y Becker-Blease y Sohl (2011) han utilizado la tolerancia al riesgo para explicar las diferencias entre hombres y mujeres ángeles. También Byrnes, Miller y Schafer (1999) sugieren que los hombres y las mujeres difieren en sus niveles de tolerancia al riesgo. Un estudio de Whelan (2001) muestra que efectivamente las mujeres tienden a ser más conservadoras en sus decisiones de inversión. Así pues, uno de los factores que explicaría la poca presencia de mujeres entre los ángeles inversores podría ser que las mujeres tienen una baja tolerancia al riesgo.

Aunque hasta el momento se ha hablado de la tolerancia o aversión al riesgo, conviene indicar que en la literatura de la inversión informal es común tomar el miedo al fracaso como medida de aversión al riesgo (Maula, Autio y Arenius, 2005; Szerb, et al., 2007). Según Maula, Autio y Arenius (2005),

existen dos razones para esperar que la sensibilidad al riesgo de un individuo, medida como el miedo al fracaso que este individuo tiene a los comportamientos de puesta en marcha de una empresa esté asociado negativamente con la actividad de inversión informal. En primer lugar, porque la literatura sobre las carteras de los hogares ha mostrado claramente que una baja voluntad a asumir riesgos, se asocia negativamente con las inversiones en activos de riesgo (Perraudin y Sørensen, 2000) y, en segundo lugar, porque el miedo al fracaso asociado a posibles intentos de creación de empresas es también un signo de menor locus de control interno. La investigación sobre las características psicológicas de los ángeles inversores sugiere que los ángeles tienen un locus de control interno mayor y por lo tanto son más capaces de tomar riesgos (Duxbury, Haines y Riding, 1996). Retomando la relación, apuntada anteriormente, entre género y aversión al riesgo, señalar que un estudio realizado en Cataluña por Noguera, Álvarez y Urbano (2013) indica que el miedo al fracaso es uno de los factores socioculturales que más incide (en este caso negativamente) en la probabilidad de que una mujer se convierta en empresaria.

En cuanto a los estudios de tercera generación, contrariamente a lo esperado, los resultados del estudio de Maula, Autio y Arenius (2005) no muestran una relación significativa entre el miedo al fracaso y la propensión a convertirse en un ángel inversor. Todo lo contrario sucede en el trabajo de Szerb, et al. (2007), donde el miedo al fracaso sí es un factor significativo. De hecho, este estudio revela diferencias significativas entre los inversores informales propietarios de negocios y los no propietarios. Aunque, como ya se ha indicado, en los dos casos el miedo al fracaso es un factor significativo, presenta diferente signo según se trate de unos u otros inversores. Para los inversores que no son propietarios de negocios, este factor es positivo, probablemente porque el miedo al fracaso haga que este tipo de inversores no estén dispuestos a invertir en su propio negocio, pero si en el de otros. En cambio, para los propietarios de negocios es negativo, lo cual en algunos casos puede deberse a alguna experiencia negativa en la puesta en marcha de empresas (Szerb, et al., 2007).

2.2.1.3 Factores motivacionales

Evidentemente, la principal motivación que tienen los ángeles inversores para invertir en empresas no cotizadas es como indican Van Osnabrugge y Robinson (2000) la expectativa de obtener un buen rendimiento financiero. Un ángel inversor es, ante todo, como indica su nombre, un inversor; por tanto, la económica-financiera es una motivación incuestionable a la hora de invertir. Sin embargo, la literatura existente revela que esta no es la única motivación que mueve a estos individuos, sino que los ángeles invierten tanto por motivos financieros o económicos como no financieros; de hecho, como indican Mason y Harrison (2002b, pp. 275-276) *“para la mayoría de los ángeles inversores no existe un intercambio o compensación entre los motivos financieros y los no financieros: interesan los dos y no la elección de unos u otros”*.

Ya en los primeros estudios como los de Gordon Baty y William Wetzel se indica que hay razones más allá de las económicas a la hora de explicar la existencia de los ángeles inversores o más concretamente a la hora de justificar el porqué de las inversiones de estos inversores. Así Baty (1964, p. 23) habla de "*razones emocionales*" para invertir y los trabajos de Wetzel (1981, 1983) indican que algunos de los ángeles inversores que formaron parte de su estudio expresaron su voluntad de ayudar a los emprendedores en la creación de nuevas empresas para de esta forma aumentar la tasa de empleo local, o bien para proporcionar productos o servicios beneficiosos para la sociedad, como razones para invertir.

Así, Gordon Baty, después de 38 años dedicados a la investigación –su tesis sobre ángeles inversores en Nueva Inglaterra a mediados de los 60 fue uno de los primeros trabajos sobre la inversión privada en empresas tecnológicas (Baty, 1964)– y a la inversión –ha ocupado puestos en el consejo de administración en más de 30 empresas y es cofundador y director de organizaciones ángel como Zero Stage Capital–, destaca en su trabajo Baty y Sommer (2002) que las motivaciones de los ángeles inversores apenas han cambiado y concluye que la inversión de los ángeles inversores no es racional; o sea, que invierten principalmente por razones no económicas. De hecho, el estudio de Baty y Sommer (2002) se pregunta cómo es posible que sólo en los Estados Unidos haya más de 400.000 ángeles inversores interesados en proporcionar financiación a empresas que se encuentran en fase semilla con los retos, riesgos y fracasos implícitos que este tipo de inversión conlleva y concluye que tanto en el año 2002 como en 1964 estos inversores invierten por razones no económicas como disfrutar del proceso, o sienten este tipo de inversiones como una misión a cumplir.

Sin entrar en las motivaciones, el trabajo de Haar, Starr y MacMillan (1988) muestra que más del 80% de los ángeles que han obtenido mejores rendimientos en otras opciones de inversión están aún dispuestos a hacer nuevas inversiones ángel, incluso entre los que indicaron tener pérdidas en sus anteriores inversiones ángel, más del 65%, mostraron su disposición a invertir de nuevo. Por su parte, Freear, Sohl y Wetzel (1995) encontraron que los rendimientos esperados requeridos por las inversiones ángel eran menores que las exigidas por los fondos de capital riesgo, lo cual justificaron indicando que a menudo los ángeles consideran las características no financieras de sus inversiones y, por tanto, una parte del rendimiento de la inversión se obtiene en forma de ingreso psíquico.

Uno de los trabajos más interesantes en cuanto al factor motivacional es sin duda el de Sullivan y Miller (1996) quienes establecieron tres tipologías de ángeles inversores, los que invierten por razones económicas, los hedonistas y los altruistas. La motivación económica parte de la teoría económica y financiera tradicional. Esta teoría asume que los individuos son racionales que prefieren más riqueza a menos y, por tanto, intentan maximizarla (Copeland y Weston, 1988). Esta motivación puramente financiera tiene su base en los preceptos de Adam Smith el padre de la teoría económica clásica que considera que el individuo sólo debe tener en cuenta los aspectos económicos y, por tanto, el inversor económico Smith (1976) invertirá en empresas no cotizadas con un simple objetivo, obtener beneficios económicos.

La motivación hedonista que desarrollan Sullivan y Miller (1996) parte de los trabajos del economista Herbert A. Simon premio Nobel de economía en 1978. En su obra Simon (1959) destaca la importancia de los beneficios no económicos, tales como el ingreso psíquico y además presenta un proceso de toma de decisiones con múltiples objetivos y considerables motivaciones no económicas. El inversor hedonista es aquel que, sin renunciar a un beneficio económico, invierte en empresas no cotizadas también porque este tipo de inversiones le reporta otro tipo de satisfacciones de carácter más afectivo. De forma muy simplificada se diría que estos individuos invierten por placer.

Por último, Sullivan y Miller (1996) (basándose en el trabajo de Etzioni, 1988) plantean una motivación altruista o desinteresada. Los inversores altruistas son aquellos que, sin renunciar a los beneficios económicos, consideran que sus inversiones también deben contemplar una dimensión moral. Así pues, los inversores altruistas, además de velar por sus propios objetivos, también buscarán beneficios para la sociedad en sus inversiones.

El trabajo de Sullivan y Miller (1996) consistió en exponer concretamente 11 motivos para invertir a los inversores de su muestra. Algunos de estos motivos los obtuvieron de estudios anteriores como los ya citados de Baty (1964), Wetzel (1891, 1983) y Haar, Starr y MacMillan (1988) mientras que otros fueron de elaboración propia. Si bien el objetivo principal de Sullivan y Miller (1996) era clasificar a cada inversor en una de las tres categorías (económica, hedonista y altruista), también se caracterizó a cada una de estas tipologías de ángeles a partir de unos determinados rasgos de inversión, así en la Tabla 5 se muestran los rasgos característicos de cada una de estas tres tipologías de ángeles inversores.

Tabla 5. Características distintivas de los diferentes grupos de inversores

Grupo 1. Inversores Económicos (101 inversores de la muestra)
○ Sólo las motivaciones financieras son importantes
○ Busca la mayor rentabilidad entre los grupos de inversores
○ Percibe el mayor nivel de riesgo entre los grupos de inversores
○ Prefiere participar con la compra de acciones más que en la concesión de préstamos
○ La participación en la empresa tiene la duración más breve
○ Tiende a hacer grandes inversiones
○ Está menos satisfecho con las inversiones
○ Es más probable que confíe en la recomendación de un inversor experto
Grupo 2. Inversores hedonistas (66 inversores de la muestra)
○ Percibe el menor nivel de riesgo entre los grupos de inversores
○ Es más probable que coinvierta que el resto de grupos
○ Es más probable que invierta combinando deuda y capital (préstamos y acciones)
○ Considera importantes tanto los motivos financieros como los no financieros
○ Disfruta de la oportunidad de jugar un papel en el proceso emprendedor
○ Está más satisfecho con las inversiones
○ Es poco probable que sea de mediana edad (45-54) y más probable que sea mayor de 55 años
Grupo 3. Inversores altruistas (47 inversores de la muestra)
○ Considera importantes las motivaciones relacionadas con el beneficio social
○ Está menos interesado en la rentabilidad financiera que los otros grupos
○ Es más probable que haga inversiones más pequeñas
○ Son los más pacientes a la hora de desinvertir, las inversiones son de mayor duración
○ Tiende a ser autosuficiente y no confiar demasiado en los demás
○ Es más probable que sea de mediana edad (45-54)

Fuente: Elaborada a partir de la tabla original de Sullivan, M. K. and Miller, A. 1996, p. 33.

Más allá del estudio de Sullivan y Miller (1996), uno de los trabajos que más ilustran las distintas motivaciones que los individuos esgrimen para convertirse en ángeles es el de Mason y Harrison (2002b). Las respuestas proporcionadas por los 74 ángeles registrados en la National Business Angels Network (NBAN) del Reino Unido objeto del estudio de Mason y Harrison (2002b) se presentan en la Tabla 6.

Tabla 6. Motivos para invertir en el Reino Unido. Mason y Harrison (2002b)

Motivos	Porcentaje de respuestas		
	Muy Importante	Bastante Importante	No Importante
Apoyar a la próxima generación de empresarios	9%	36%	55%
La satisfacción personal de involucrarse en negocios emprendedores	53%	36%	11%
Potencial de alta revalorización del capital	72%	24%	4%
Ayudar a un amigo o amigos a crear un negocio	3%	10%	87%
Obtener ingresos actuales o futuros, (dividendos, honorarios,...)	41%	32%	27%
Apoyar productos o servicios socialmente beneficiosos	5%	10%	85%
Una forma de divertirse con su dinero	14%	46%	40%
Reconocimiento positivo en la comunidad	1%	3%	96%
Obtener ventajas no financieras, privilegios y beneficios	1%	8%	91%
Hacer uso de exenciones fiscales	19%	41%	41%

Fuente: Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2002b, p. 275.

Como puede observarse en la Tabla 6, los factores motivacionales que más inciden en los ángeles inversores son los económicos concretamente, Mason y Harrison (2002b) indican que el principal motivo es el potencial de una elevada apreciación del capital, dicho de otro modo, la posibilidad de obtener elevadas plusvalías. La Tabla 6 también muestra que "la satisfacción personal de estar involucrado en negocios emprendedores" es la segunda razón más importante para convertirse en ángel y no sólo eso, sino que otra importante razón no financiera que los ángeles inversores manifiestan para invertir en empresas no cotizadas tiene que ver con la diversión, concretamente, con el hecho de que el ángel se pueda divertir con su dinero.

Existen otros muchos trabajos que corroboran la existencia de motivaciones financieras y no financieras en la inversión ángel (como por ejemplo los de Pereiro, 2001; Brettel, 2003; Paul, Whittam y Johnston, 2003; Infometrics Ltd, 2004; Macht, 2007). En el de Pereiro (2001), realizado en Argentina, se indica que el 60% de las inversiones fueron motivadas exclusivamente por razones económicas. Esta motivación tenía una importancia promedio de 84,3 puntos, en contraste con la diversión (8,4 puntos) y las razones altruistas (7,2 puntos).

El trabajo de Paul, Whittam y Johnston (2003), realizado en Escocia, se centró en investigar cual era la motivación primaria en un grupo de 140 ángeles. En la Tabla 7 puede observarse que para casi la mitad de los ángeles (un 45,7%) la motivación económica en forma de logro de plusvalía es la más importante. No llega al 10% el porcentaje de ángeles que manifiestan que la diversión es su principal factor motivacional (9,3%) y los que argumentan una motivación altruista basada en dar algo a cambio como principal motivación para convertirse en ángel (7,9%). Sin embargo, cuando se les

pregunta por sus motivaciones secundarias, el porcentaje de ángeles motivados por cuestiones relacionadas con la diversión asciende hasta el 55% y los motivados por cuestiones altruistas pasan a representar el 35%. De hecho Paul, Whittam y Johnston (2003, p. 326) indican que *“uno podría concluir razonablemente que existe una reserva de buena voluntad, por parte de al menos algunos ángeles inversores, lo que podría ser explotado para el bien público.”* Además, los autores del estudio recogen esta variedad de motivaciones a partir de la declaración de un ángel que manifiesta: *“No me malinterpreten. Yo quiero ganar dinero. Pero me ha ido bien fuera de Escocia y me gustaría ayudar a otros a hacer lo mismo”* Paul, Whittam y Johnston (2003, p. 319).

Tabla 7. Razón principal y otras razones para convertirse en un ángel inversor en Escocia. Paul, Whittam y Johnston (2003)

Motivación principal	(%)	Motivación secundaria	(%)
Para el crecimiento del capital	45,7	El disfrute y la satisfacción	55
Para darme un interés a tiempo parcial	12,9	Para darme un interés a tiempo parcial	39,3
El disfrute y la satisfacción	9,3	Para dar algo a cambio	35
Para obtener ingresos	8,6	Para el crecimiento del capital	32,9
Para dar algo a cambio	7,9	Para obtener ventajas fiscales	25,7
Para crearme un empleo a tiempo completo	5,7	Para obtener ingresos	20
No identificadas	5,7	Para crearme un empleo a tiempo completo	9,3
Otras	2,9	Otras	2,9
Para obtener ventajas fiscales	1,4		

Fuente: Elaborada a partir de la tabla original de Paul, S.; Whittam, G. y Johnston, J. B. 2003, p. 319.

En relación al factor hedonístico o de diversión, un trabajo de Brettel (2003) realizado a partir de una encuesta sobre 48 ángeles alemanes indica, como puede verse en la Tabla 8, que la principal motivación de los ángeles alemanes es divertirse. Según Brettel (2003), este importante papel de la diversión como factor motivacional para la conversión a ángel se debe a la elevada aversión al riesgo que tienen los alemanes y que ejerce una importante influencia sobre la relación entre el patrimonio y el hecho de convertirse en un ángel inversor. Así, concretamente Brettel (2003, p.255), indica que: *“En Alemania, la disposición a convertirse en un ángel inversor sólo ocurre después de que alguien haya construido un patrimonio suficiente para ser capaz de arriesgarse a perder una parte sin sufrir dificultades financieras personales en caso de pérdidas en la inversión”*. Según Brettel (2003), es precisamente esta aversión al riesgo lo que hace que los ángeles inversores alemanes tiendan a invertir en empresas no cotizadas unos porcentajes muy bajos de su patrimonio total. En definitiva, en la medida en que estos individuos no deben preocuparse demasiado por el rendimiento de estas inversiones, ya que su elevado patrimonio no se lo exige, sin por supuesto renunciar a incrementar su riqueza, es el factor diversión el que realmente impulsa a los ángeles inversores alemanes a invertir en empresas no cotizadas.

Tabla 8. La motivación de los ángeles inversores alemanes. Brettel (2003)

Motivos	Muy Importante	Importante	No importante
Para divertirse	81 %	17 %	2 %
Para apoyar a las empresas jóvenes	50 %	42 %	8 %
Para lograr un alto crecimiento del capital	46 %	37 %	17 %
Para desempeñar un papel en el proceso emprendedor	40 %	23 %	37 %
Para ejercer influencia sobre una inversión	21 %	37 %	42 %
Para apoyar a productos o servicios socialmente deseables	17 %	29 %	54 %
Para ayudar a amigos o familiares	10 %	17 %	73 %
Por motivos fiscales	6 %	15 %	79 %
Para obtener dividendos actuales o futuros	4 %	25 %	71 %
Para el reconocimiento en la comunidad y la sociedad	4 %	15 %	81 %

Fuente: Brettel, M. 2003, p. 256.

En la Tabla 9 se muestran las motivaciones de los ángeles de Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004) y puede observarse que la motivación financiera es con diferencia la más importante. Sin embargo, es conveniente notar que casi la mitad de los ángeles también invierten para que no se malogren las habilidades y experiencia que han conseguido a lo largo de su carrera profesional.

Tabla 9. Principales razones para invertir en Nueva Zelanda. Infometrics Ltd (2004)

Motivos	%
Rendimiento financiero	88,8 %
Para utilizar sus habilidades y experiencia	49,5 %
Por el reto de construir un negocio	47,7 %
Como hobby	7,5 %
Otras	8,7 %

Fuente: Infometrics Ltd. 2004, p. 16.

Por último, el trabajo de Macht (2007) muestra que para un 68,12% de ángeles de su estudio, centrado en el Reino Unido, el rendimiento económico es muy importante, para un 26,09 % importante y no es importante para un 5,80 %. Por el contrario, las motivaciones no financieras son muy importantes para el 23,53 % de los ángeles, importantes para el 33,82 %, no importantes para el 33,82% y no tienen ningún tipo de consideración para el 8,82 % de los ángeles.

A la luz de los estudios presentados y de otros muchos que tratan sobre los ángeles inversores, se puede afirmar que no existe ninguna referencia generalizada a que los ángeles inversores no actúen buscando un beneficio económico, de hecho, salvo muy contadas excepciones, el beneficio económico es con diferencia la principal motivación que impulsa a un individuo a convertirse en ángel. De todas formas, como se ha justificado convenientemente, que el factor económico sea el principal no significa que sea el único y, en consecuencia, tanto el deseo de divertirse (entendido en sentido amplio) como el deseo de ayudar a los demás tienen una significativa incidencia en el deseo de un individuo de convertirse en ángel inversor.

En relación a las últimas motivaciones, las de carácter altruista, el trabajo de Mason y Harrison (2002b) (ver Tabla 6) muestra una relativa importancia de factores motivacionales como "el deseo de

apoyar a la próxima generación de empresarios". Sin embargo, los ángeles parecen no estar tan interesados en otros tipos de motivaciones de carácter altruista, ya que el 85% de los ángeles encuestados manifestaron que el apoyo a productos y servicios de utilidad social no era una razón para invertir y en definitiva para convertirse en ángeles.

A partir de la literatura existente, uno de los países donde la motivación altruista parece ejercer una mayor influencia a la hora de actuar como ángel inversor probablemente sea Japón, por lo menos esto se desprende del trabajo de Tashiro (1999). De hecho, sólo uno de los 10 ángeles reportados por Tashiro manifestó que las motivaciones económicas eran más importantes que las no económicas. Entre las motivaciones no financieras, las más citadas fueron "contribuir al desarrollo de jóvenes emprendedores" y "la diversión que genera participar en negocios empresariales". También se apuntaron motivaciones como "contribuir al desarrollo regional" y "contribuir al desarrollo tecnológico". El estudio de Tashiro (1999) también se interesó por las principales motivaciones para convertirse en ángel entre los potenciales ángeles japoneses identificados en su estudio, eran por este orden: divertirse en el desarrollo de nuevas empresas (63%), generar plusvalías a largo plazo (47%) y contribuir al desarrollo de la economía local y nacional (32%).

En el terreno de las motivaciones altruistas es interesante destacar las que manifiestan las pocas mujeres ángeles que existen. El trabajo de Sohl y Hill (2007) indica que una las motivaciones no financieras citadas con mayor frecuencia por las mujeres ángeles es el deseo de ayudar a las mujeres empresarias y emprendedoras facilitándoles el acceso al capital. Es más, según Sohl y Hill (2007) las motivaciones no financieras de las mujeres ángeles están siempre enfocadas al deseo de ayudar al desarrollo personal y profesional de otras mujeres.

2.2.1.4 Proposiciones sobre los factores relacionados con el individuo

En base a la revisión de literatura anterior se propone la siguiente proposición:

Proposición 1. Existe una relación positiva entre determinados factores individuales y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor.

Asimismo dicha proposición se descompone en las 4 siguientes:

Proposición 1A: Existe una relación positiva entre determinados factores sociodemográficos de un individuo (como poseer una buena educación, disponer de un elevado patrimonio e ingresos, ser hombre y tener una edad comprendida entre los 35 y 65 años) y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor.

Proposición 1B: Existe una relación positiva entre determinados factores del contexto personal del individuo (como disponer de experiencia en la propiedad y/o gestión de empresas, haber participado en la creación de una o más empresas, conocer a un ángel inversor y tener una baja aversión –alta tolerancia al riesgo–) y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor.

Proposición 1C: La conversión a ángel inversor es una consecuencia de la evolución de la carrera profesional de los individuos.

Proposición 1D: Aquellos individuos que actúan buscando una triple motivación: económica, hedonista y altruista tendrán una mayor propensión a convertirse en un ángel inversor que aquellos individuos que sólo se interesan por las motivaciones económicas.

2.2.2 Factores relacionados con la existencia de Redes de Ángeles Inversores (RAIs)

2.2.2.1 Las Redes de Ángeles Inversores (RAIs)

El papel de las redes de ángeles inversores (RAIs) es vital para el desarrollo del mercado ángel en muchos sentidos, en este apartado se tratarán distintos aspectos por los cuales las RAIs pueden ayudar –y mucho– a que determinados individuos puedan plantearse convertirse en ángeles inversores.

Las RAIs, según Mason y Harrison (1997a, p. 112), “*son un intento de superar los problemas asociados a la invisibilidad de los inversores informales y a los elevados costes de búsqueda para las empresas que buscan inversores y viceversa, proporcionando un canal de comunicación entre los inversores informales y los empresarios que buscan financiación*”. Su objetivo es facilitar que los emprendedores puedan transmitir sus propuestas de inversión al mayor número posible de ángeles inversores y, al mismo tiempo, proporcionar a los ángeles inversores un mecanismo eficiente para identificar y examinar diferentes oportunidades de inversión, manteniendo el anonimato (Mason y Harrison, 1997a). El anonimato, en caso que el ángel lo desee, podrá mantenerlo hasta que encuentre una oportunidad que le interese y desee iniciar un proceso de negociación cara a cara con el emprendedor.

Aunque existen distintos tipos de redes, por lo general, como señalan Mason y Harrison (1997a), las RAIs no actúan ni como “dealers” ni como “brokers”, ni tampoco como asesores de inversión, y no se involucran en la negociación entre inversor y emprendedor ni en la estructuración del acuerdo, simplemente facilitan el contacto entre uno y otro.

Cuando todavía no existían las RAIs, como señalan Mason y Harrison (1995a, 1996d), los ángeles inversores constituían un mercado desorganizado, fragmentado y en gran parte invisible, ya que debido a su deseo de anonimato eran muy difíciles de identificar por los emprendedores que buscaban financiación en forma de capital riesgo privado. Este anonimato no sólo perjudicaba a los emprendedores, dificultándoles la obtención de financiación, sino que también fastidiaba a los propios ángeles inversores, ya que les costaba mucho encontrar oportunidades de inversión que cumplieran con sus criterios de inversión. De esta forma, los ángeles solían dedicar gran parte de su tiempo libre a buscar y, posteriormente, a evaluar las oportunidades de inversión detectadas (Mason y Harrison, 1997a). Esta situación, por lo general, conllevaba que la mayoría de ángeles confiaran en los amigos, colegas y socios de negocios para abastecerse de oportunidades de inversión, lo cual, según Mason y Harrison (1997a), provocaba que las oportunidades de inversión que finalmente llegaban al ángel inversor fueran en gran medida fruto de la casualidad. Esta situación llevó a algunos investigadores como Mason y Harrison a proponer la creación de unos "*Business Introduction Services*" las entidades precursoras de las actuales RAIs (Mason y Harrison, 1993a, 1995a, 1996c).

Con la aparición de las RAIs, –las primeras se crearon en la década de los ochenta en los Estados Unidos y Canadá– todo este panorama cambió bastante: muchos de los ángeles dejaron de ser lo que Gaston (1989b) llamaba "*lobos solitarios*" para convertirse en miembros de redes, grupos, consorcios y sindicatos de inversión y por tanto a actuar de forma muy distinta a como lo venían haciendo. Sin duda alguna, la aparición de las RAIs representó un avance muy importante en la mejora de la eficiencia del mercado de capital riesgo informal. Como señalan Mason y Harrison (2002b), las primeras RAIs que se constituyeron y que identificaron como redes de "primera generación" tenían el objetivo de proporcionar un canal de comunicación entre inversores y emprendedores que por un lado minimizara el coste de búsqueda de financiación que tenían que soportar los emprendedores y por el otro permitiera a los inversores analizar y seleccionar aquellas oportunidades de inversión que cumplieran sus criterios de selección, y todo ello sin comprometer su anonimato.

Vistos los beneficios que proporcionaban las RAIs, no es de extrañar que muchas regiones europeas se planteasen apoyar la creación de RAIs en su territorio para así facilitar la financiación de las empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo (Collewaert, Manigart y Aernoudt, 2010). También basándose en una evaluación de las potencialidades que podría generar el establecimiento de RAIs regionales en Europa y en los resultados positivos de un programa pionero en el Reino Unido, la Comisión Europea estimuló, facilitó y financió el establecimiento de RAIs en Europa en la década de los noventa (Harrison y Mason, 1999).

Si se analiza el papel de las RAIs desde la perspectiva actual, la mayoría de estudios (como por ejemplo los de Mason, 2006; Collewaert, Manigart y Aernoudt, 2010) coinciden en señalar que los objetivos propuestos por las primeras redes se han conseguido y que, por tanto, estas redes primerizas han sido un buen mecanismo para mejorar la eficiencia del mercado de capital riesgo

informal y, como señalan Aernoudt y Erikson (2002), han sido una herramienta muy útil para estimular una determinada cultura empresarial y financiera en relación a las Pymes. Sin embargo, en un estudio publicado hace ya una década Mason y Harrison (2002b), se señalaba que la mayoría de redes de ángeles inversores (RAIs) todavía presentaban algunas limitaciones importantes, tales como: no conseguir convencer a los inversores más reticentes a entrar en el mercado, ni tampoco convencer a muchas pequeñas empresas a recurrir al capital externo para crecer, no ser capaces de ejercer un control de calidad de sus asociados o bien limitarse a presentar al emprendedor y al inversor, y no querer saber nada de todo el proceso posterior, es decir, de la redacción del acuerdo de inversión, de la fijación de precios, etc.

Estas limitaciones llevaron a Mason y Harrison (2002b) a plantear la necesidad de desarrollar una "segunda generación" de RAIs. Estas nuevas redes tenían que ir mucho más allá del simple papel de intermediación entre emprendedores e inversores y debían realizar una labor educativa y de formación de todos los integrantes del mercado de capital riesgo informal, al tiempo que debían ser mucho más proactivas en sus esfuerzos de marketing. Más concretamente, Mason y Harrison destacaban 3 prioridades en estas redes de segunda generación: la primera sería intentar educar a los empresarios y emprendedores en relación a la conveniencia de obtener financiación en forma de fondos propios en lugar de recurrir única y exclusivamente al endeudamiento. En este sentido, este estudio es de la opinión que una buena parte de la grave crisis financiera española y catalana actual se debe a que la mayoría de empresas presentan unos ratios de endeudamiento exageradamente elevados; de hecho, aunque en 2011 España era el octavo país con la deuda privada más elevada de los 27 países de la Unión Europea, era también el país donde la deuda creció más en el período, 2000-2011⁹. La segunda prioridad pasaría por asegurar que los emprendedores presentan negocios preparados y listos para poder invertir en ellos. Esto significa que se debe ayudar a los empresarios y emprendedores a comprender las expectativas y necesidades de los ángeles y hacer que sus planes de negocio se conviertan en atractivas oportunidades de inversión. En este sentido indicar que existen varios estudios (Mason y Harrison, 1996a, 2000d; Mason y Stark, 2004) que indican que muchos de los planes de negocio que reciben los ángeles inversores presentan deficiencias de todo tipo. La tercera tiene que ver con la formación de los ángeles inversores, sobre todo teniendo en cuenta que se trata de una población muy heterogénea con diferentes conocimientos y experiencias en relación a las técnicas de inversión. Así, mientras que los ángeles inversores más expertos prácticamente no necesitarán ninguna ayuda, otros más inexpertos y especialmente los ángeles vírgenes requerirán ayuda y formación para mejorar su competencia a la hora de formalizar los acuerdos de inversión, lo cual engloba la determinación del porcentaje de capital que les corresponde, el sistema de seguimiento y control de la inversión, las formas de añadir valor a la empresa invertida y la determinación de las posibles vías de salida o desinversión.

⁹ Estos datos pueden comprobarse a partir de la información publicada en Eurostat disponibles en el siguiente enlace: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tipspd10>

Después de revisar la literatura sobre RAIs, no se está en condiciones de asegurar que a día de hoy todos estos objetivos se hayan cumplido. Por supuesto, existen muestras del buen funcionamiento de algunas RAIs como, por ejemplo, la Angel Healthcare Investors, LLC (AHI) formada por ángeles inversores de Boston que se dedica a invertir en el sector de la salud (Cerullo y Sommer, 2002) o la alianza de 3 redes de ángeles inversores “Tech Coast Angels (TCA)”, del sur California (Payne y MacArty, 2002) pero también es cierto que no todos los analistas consideran que las RAIs han conseguido sus objetivos, incluso algunos como Knyphausen-Aufseb y Westphal (2008) consideran que el actual modelo de intermediación de negocios no sólo no hace posible que las RAIs generen el suficiente valor añadido para que la inversión de los ángeles inversores en jóvenes empresas tecnológicas tenga éxito, sino que incluso puede provocar que pierdan toda la inversión. En relación a este aspecto, conviene señalar que el papel de las RAIs y la conveniencia o no que los gobiernos las financien ha sido objeto de debate por parte de los estudiosos desde los años noventa hasta la actualidad (Harrison y Mason, 1991, 1996a; Mason y Harrison, 1995b; Gullander y Napier, 2003a, 2003b, 2004; Collewaert, Manigart y Aernoudt, 2010; Christensen, 2011).

Por último, indicar que trabajos como los de Lange, Leleux y Surlemont (2003) y Berggren, et al. (2007) muestran los conflictos y la evolución que han experimentado las redes de ángeles inversores tanto en Estados Unidos como en Europa.

Agrupaciones de ángeles: redes y grupos o sindicatos de ángeles inversores

Los ángeles pueden agruparse en diferentes tipos de organizaciones. Así, por ejemplo, Sohl (1999) clasifica el mercado ángel en 5 modelos o dimensiones: la primera es lo que Sohl llama descubrir el mercado, la segunda dimensión está formada por los clubes de capital riesgo, la tercera son las alianzas de ángeles, la cuarta dimensión son lo que Sohl llama redes de casamiento o servicios de presentación de negocios y la quinta y última son las redes de casamiento electrónicas.

La primera dimensión está formada por ángeles que operan de forma individual sin ninguna organización o vinculación con otros ángeles. La segunda son agrupaciones de ángeles en pequeños clubes de inversión, que por lo general tienen menos de 10 miembros y proporcionan algún tipo de formación a sus miembros. La tercera son grupos regionales de ángeles tanto expertos como novatos que por lo general realizan inversiones sindicadas. Así, el grupo designa a sus representantes para pre-evaluar los proyectos que reciben y en caso de realizar la inversión estos representantes también se encargan de realizar el seguimiento de la inversión. Cada miembro del grupo puede decidir si invertir o no en los distintos proyectos y en caso afirmativo también puede participar por su cuenta en las tareas de debida diligencia y seguimiento. Esta categoría actualmente se denominaría grupo o sindicato de ángeles, el primero en crearse fue “Band of Angels” en Silicon Valley en 1994 www.bandangels.com. La cuarta dimensión son las redes de casamiento o servicios de presentación de negocios, organizaciones precursoras de las actuales RAIs. Estas redes proporcionan diversos

mecanismos para que los miembros de la red puedan evaluar las distintas oportunidades de inversión y a su vez los emprendedores puedan presentar sus proyectos a los ángeles inversores. Estas redes por lo general son instituciones sin ánimo de lucro, que en sus inicios en muchos casos estaban vinculadas a universidades (en Cataluña todavía hoy). Cada miembro de la red establece unos criterios o preferencias de inversión y la red u organización se encarga de enviar a cada inversor una copia anónima de cada plan de negocios que cumple con sus criterios. Si el inversor está interesado, la red le pondrá en contacto con el emprendedor. La primera red de casamiento fue fundada en la Universidad de New Hampshire en 1979 y se llamó Red de Capital Riesgo. La quinta y última dimensión es la red de casamiento electrónica. Estas redes se basan en Internet y por lo general no proporcionan servicios de formación a sus miembros como si hacen las redes convencionales descritas anteriormente. Estas redes no han tenido mucho éxito (Acs y Tarpley, 1998), probablemente por la dificultad y falta de conocimientos que los inversores tienen sobre la inversión en empresas no cotizadas (Sohl, 1999).

Así pues, aunque existen diferentes agrupaciones, básicamente debemos distinguir entre RAIs y sindicatos, –a menudo llamados "grupos de ángeles estructurados"–. Aunque ambas agrupaciones tienen en común que intentan publicitarse para conseguir el mayor número posible de oportunidades de inversión (Sohl, 2007), la diferencia básica es que por lo general las RAIs, como se ha indicado anteriormente, se limitan básicamente a presentar al emprendedor y al inversor, y no se involucran demasiado en el resto del proceso de inversión. Los sindicatos, en cambio, si facilitan a sus ángeles miembros todo el posterior proceso gracias a la existencia de un responsable del sindicato que Paul y Whittam (2010) han denominado "*gatekeeper*". Este "*gatekeeper*" guardián o portero realiza tres funciones básicas: una externa, una interna y una de enlace (Paul y Whittam, 2010).

En cuanto al rol externo, según Paul y Whittam (2010), la principal función del "*gatekeeper*" es conseguir buenas oportunidades de inversión y, cuando estas se presentan, es el "*gatekeeper*" quien tiene el primer contacto con el emprendedor y será crucial para el buen fin de la operación que el "*gatekeeper*" realice una evaluación positiva del emprendedor. El rol interno consiste en lidiar con los ángeles que forman parte del sindicato, se trata de conocerles y atenderles en la medida de lo posible, si el sindicato es muy numeroso puede que el "*gatekeeper*" cuente con algunos ayudantes para realizar esta función. La función de enlace es la que más diferencia a las RAI de los sindicatos, el "*gatekeeper*" es el encargado de liderar todo el proceso de inversión participando en todas las etapas: selección, evaluación, debida diligencia, establecimiento de los acuerdos, redacción de contratos y normalmente también es el "*gatekeeper*" quien se encarga de seleccionar a los miembros del sindicato que le representarán en el consejo de administración de la empresa invertida, un cargo que en muchas ocasiones ejercerá él mismo. Finalmente, será también el "*gatekeeper*" quien informará a los miembros del sindicato sobre el buen o mal funcionamiento de la empresa invertida.

Así pues, aunque por lo general existen diferencias importantes entre las distintas agrupaciones de ángeles (RAIs y sindicatos) conviene tener muy presente que no todas las RAIs ni sindicatos

funcionan de la misma forma. Por ejemplo, según Angel Capital Association, la asociación profesional que agrupa a más de 160 grupos de ángeles inversores de Norte América, en 2008 un 59% de sus miembros eran organizaciones con ánimo de lucro, un 25% sin ánimo de lucro y un 16% no tenían ninguna estructura www.angelcapitalassociation.org. Por su parte la mayoría de RAIs que existen son organizaciones sin ánimo de lucro; de hecho, según Mason y Harrison (1993a, 1995a, 1996d), no deberían perseguir el lucro económico. Debe considerarse también que algunas redes y sindicatos tienen un carácter marcadamente femenino, lo cual es muy positivo para una mayor existencia y desarrollo de mujeres ángeles, ya que un estudio de Becker-Blease y Sohl (2011) indica que existe una relación negativa entre la proporción de mujeres inversoras en un grupo de ángeles inversores y la posibilidad de financiar una determinada inversión, o de realizar alguna inversión por los miembros de estos grupos, pero que esta relación no es lineal, debido a que la amenaza del estereotipo se reduce a medida que aumenta la proporción de mujeres en el grupo. Estos resultados además son consistentes con otros estudios como los de Inzlicht, et al. (2006), que muestran que la amenaza del estereotipo realmente existe, pero disminuye en ciertos entornos.

Para concluir, indicar simplemente que en el resto del trabajo se utilizará el término RAI para referirse tanto a las redes de ángeles inversores como a los sindicatos o grupos de ángeles con lo cual no se establecerá ninguna diferencia entre estos dos tipos de organizaciones.

2.2.2.2 Como influyen las RAIs en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores

En este apartado se justificará que las RAIs pueden influir en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor por seis motivos:

1. El primero es porque las RAIs le pueden proporcionar a este individuo un amplio flujo de oportunidades de inversión de calidad.
2. El segundo tiene que ver con las posibilidades de sindicación o coinversión que ofrecen las agrupaciones y redes de ángeles.
3. El tercer motivo tiene que ver con la formación que las redes pueden proporcionar a los ángeles, como se argumentará ser miembro de una RAI puede permitir a un individuo recibir toda la formación necesaria para poder desarrollar la actividad de inversión informal.
4. El cuarto motivo tiene que ver con el placer o satisfacción (Sullivan y Miller, 1996) que puede proporcionar a determinados individuos mantener un contacto periódico con otros ángeles amigos.
5. El quinto tiene que ver con el soporte que la red puede dar en relación a complementar la inversión ángel con el capital riesgo formal.
6. El sexto y último tiene que ver con el hecho que pertenecer a una determinada red o sindicato puede proporcionar mejores rendimientos que no si se invierte en forma de lobo solitario.

Mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad

Trabajos como el de Prowse (1998) destacan la gran insatisfacción que tenían los ángeles con los canales de información que debían utilizar para encontrar ofertas. Prowse señala que el proceso de búsqueda de ofertas por parte de los ángeles parecía ser lento y torpe. En la misma línea, apuntan Freear, Sohl y Wetzel (2002) que señalan que, con frecuencia, los ángeles expresan su insatisfacción por los pobres canales de comunicación entre inversores y empresarios.

La literatura sobre ángeles ha destacado su deseo de mantener el anonimato (Wetzel, 1983; Mason y Harrison, 1995a, 1996d), aunque en este trabajo se cuestionará si este deseo sigue siendo mayoritario hoy en día, por lo menos en el contexto de Cataluña, la gran ventaja de pertenecer a una RAI es que el inversor sigue manteniendo su anonimato, si este es su deseo. De alguna forma, las redes permiten a sus miembros ver sin ser vistos, por lo menos en los primeros pasos del proceso de inversión. Si una oportunidad no interesa, el emprendedor que la presenta no sabrá nada sobre los ángeles que la han evaluado.

Por otro lado, las RAIs también pueden ser muy beneficiosas para los empresarios, no sólo porque les permiten transmitir sus proyectos de inversión a todos los miembros de la red, sino porque también les pueden proporcionar una valiosa formación, más teniendo en cuenta que a menudo muchos empresarios tienen un conocimiento incompleto de las fuentes de financiación (Van Auken, 2005; Paul, Whittam y Johnston, 2003).

A menudo se ha argumentado que las redes sólo reciben las peores oportunidades y que los buenos proyectos nunca llegarán a una RAI; sin embargo, esta creencia parece tener pocos fundamentos. Así, el trabajo de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010) muestra que no existen diferencias en cuanto a riesgo financiero (endeudamiento) entre las empresas que acuden a las RAIs en búsqueda de financiación ángel y las que optan por otros canales para encontrar a algún ángel que las financie. Además, tampoco se observa que las primeras presenten peores rendimientos que las segundas, por tanto el estudio de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010) disipa la creencia popular que las RAIs atraen a las ofertas de peor calidad. Por tanto, el hecho de que una empresa acuda o no a una RAI en busca de financiación no depende de la calidad de la oferta de inversión que propone, sino que está relacionada con las dificultades que ha tenido esta empresa para contactar con un ángel inversor; en consecuencia, acuden a las RAI aquellas empresas que no han sido capaces de contactar por su cuenta con un ángel inversor. El estudio de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010) muestra que 20 de los 28 emprendedores entrevistados manifestaron que se acercaron a una RAI porque esta era la única forma que conocían para ponerse en contacto con un ángel inversor, y tan sólo 5 emprendedores manifestaron que igualmente habrían encontrado a un ángel inversor aunque no existiesen las RAIs. Del mismo modo, se manifestaron los ángeles del estudio, ya que indicaron

que sin la existencia de las RAIs no habrían tenido conocimiento de la mayor parte (82%) de las oportunidades de inversión.

Parece lógico suponer que la existencia de RAIs debería proporcionar a los ángeles inscritos en estas redes un mayor número de oportunidades de inversión. De hecho, así lo muestra también un estudio de Månsson y Landström (2006) que compara el mercado ángel sueco de los años 1992 y 1993 con el de 2004. En estos años, según Månsson y Landström (2006), el número de RAIs suecas ha aumentado significativamente y, por tanto, se espera que hayan contribuido a un aumento del flujo de negocios de los ángeles inversores. Los resultados del estudio, efectivamente, muestran que la media anual de oportunidades de inversión aumentó considerablemente, pasando de 3,3 en el estudio de Landström (1993) a 8 en la muestra de 2004 elaborada por Månsson y Landström (2006). Por otra parte, mientras que las RAIs tenían muy poca importancia en 1992 según el estudio de Landström (1992b), en 2004 ya eran citadas por un 57% de los inversores como una fuente de información para la búsqueda de oportunidades de inversión y suponían la tercera fuente de información, sólo superadas por los socios de negocios y la búsqueda personal. Como prueba este estudio, el papel de las RAIs es positivo en cuanto que posibilita a los ángeles asociados a estas redes entrar en contacto con un mayor número de oportunidades de inversión, lo cual significa tener una mayor capacidad de elección, lo cual según Lumme, Mason y Suomi (1996, 1998) redundaría en mejores tasas de rentabilidad y por tanto en un mayor interés por este tipo de inversiones en empresas no cotizadas.

Posibilidades de sindicación o coinversión

Evidentemente, la coinversión o el hecho de participar de forma conjunta con otros inversores (en la mayoría de los casos otros ángeles) no es exclusiva de los ángeles que forman parte de las distintas redes, pero sin duda alguna son los ángeles miembros de estas organizaciones los que tienen mayores posibilidades de realizar estas inversiones sindicadas, ya que la pertenencia a estas redes, entre otras muchas cosas proporciona un fácil contacto con otros ángeles con los cuales poder coinvertir.

Existen varios trabajos (Kelly y Hay, 1996a, 1996b; Van Osnabrugge, 1998) que muestran que los ángeles más experimentados (ángeles en serie), los que realizan un mayor número de inversiones en empresas no cotizadas, son los que más interés tienen en la coinversión. En su trabajo Kelly y Hay (1996a) distinguieron a los ángeles inversores en dos categorías, un tanto arbitrarias, ya que esta distinción se basaba simplemente en considerar ángeles en serie a aquellos que habían realizado un mínimo de tres inversiones, mientras que el resto eran ángeles “no en serie”. En este trabajo se sustituirá el término “en serie” por el término experimentados y, por tanto, siguiendo a Kelly y Hay (1996a, 1996b) y Van Osnabrugge (1998) se distinguirá entre ángeles experimentados y no experimentados.

En su estudio, Van Osnabrugge encuentra una fuerte relación positiva entre el “gusto a coinvertir” y “el número de inversiones en empresas no cotizadas realizado”. Van Osnabrugge (1998) apunta que un factor explicativo para esta mayor preferencia para la coinversión por parte de los ángeles experimentados en relación con los menos experimentados es que los primeros tienen más oportunidades de coinvertir que los últimos. Por tanto, formar parte de una red sin duda alguna proporcionará más contactos y por tanto mayores posibilidades de coinvertir que no operar como un “lobo solitario”. Como apunta Van Osnabrugge (1998), cuantos más jugadores (ángeles inversores) conozca un ángel, más posibilidades tendrá de encontrar a ángeles con quienes tenga una buena relación y sintonía y decida realizar inversiones conjuntas.

La coinversión ofrece diferentes ventajas a los ángeles. Revisando la literatura, pueden verse distintos ejemplos; así, Kelly y Hay (1996a), destacan tres ventajas para los inversores que coinvierten: la capacidad de participar en las grandes inversiones, inversiones que un inversor por sí solo no podría financiar, los beneficios derivados de reunir a un conjunto más diverso de habilidades y la experiencia de los inversores para influir en una empresa y la oportunidad de ampliar una red de contactos como una fuente de potenciales clientes de inversión en el futuro.

También Saetre (2003) indica que la coinversión con otros inversores experimentados sería la mejor forma para que el ángel principiante o "virgen" pudiera acceder al mercado de capital riesgo informal y pudiera aprender de las habilidades de ángeles con experiencia. Además, no sólo debería aprender cómo invertir, sino que también debería aprender a participar más activamente en sus empresas de cartera. La sindicación, junto con los esquemas de coinversión pública privada –la intervención gubernamental mediante la adición de dinero público al dinero aportado por los ángeles inversores– también es citada como una de las fórmulas para incentivar la inversión ángel por parte de Aernoudt (2005a, 2005b).

A parte de las citadas, una de las grandes ventajas que proporciona la sindicación es la posibilidad que algunos ángeles puedan realizar inversiones sin tener que dedicar mucho tiempo a esta actividad. La coinversión, como indican Kelly y Hay (1996a), a menudo implica que no todos los miembros de la red o sindicato de inversión participen en todas las tareas propias de la inversión, sino que esta tarea recaiga sobre uno o varios miembros de la red o sindicato de inversión, los que por antecedentes (experiencia y conocimientos) en el sector o tipo de negocio donde se desea invertir se consideren más adecuados, mientras que el resto de miembros toman una posición pasiva. Así pues, la coinversión puede permitir que determinados ángeles puedan ejercer un papel de inversores pasivos, es decir, que no intervengan ni en el proceso de negociación con el emprendedor ni en el seguimiento de la empresa. Podría parecer que, si un ángel no tiene que realizar ninguna de estas funciones, entonces, pudiera ampliar su campo geográfico de actuación; o sea, que pudiera plantearse invertir en negocios que están lejos de su casa. Sin embargo, el trabajo de Harrison, Mason y Robson (2010) sostiene que la coinversión es un fenómeno local que deriva de la

participación de los ángeles en redes locales y por tanto la coinversión está muy relacionada con la pertenencia a RAIs locales o regionales como por ejemplo las analizadas en esta tesis doctoral.

Así pues, en la medida en que la coinversión permite que un ángel pueda realizar inversiones sin necesidad de emplear tanto tiempo en los diferentes procesos, este inversor podrá realizar más inversiones con el mismo tiempo, lo cual puede permitir una mayor y mejor diversificación de su cartera con la consecuente reducción del riesgo. En cuanto a la rentabilidad, algunos estudios como el de Mason y Harrison (1999b) parecen indicar que hay una correlación positiva entre el tamaño de la inversión y el rendimiento obtenido, es decir a mayor importe invertido mayor rendimiento, y ello tanto en lo referente al capital formal como informal, por tanto, siguiendo esta teoría, la coinversión debería también proporcionar mejores rendimientos.

Por otro lado, un estudio de Månsson y Landström (2006) sugiere una relación entre el crecimiento de redes y el crecimiento de las coinversiones. Månsson y Landström muestran que el número de ángeles inversores suecos que realizaron alguna inversión sindicada creció entre 1992 y 2004 del 81% al 91%, periodo en el cual según este mismo estudio aumentaron significativamente el número de redes de ángeles inversores en Suecia. El estudio también indica que el 77% de las inversiones que los ángeles de la muestra de 2004 realizaron en los últimos 5 años fueron sindicadas. Como consecuencia de todo lo anterior, este mismo estudio presenta un aumento del número de inversores pasivos que ha pasado del 7% en el estudio de Landström (1992b) al 25% en 2004.

Para finalizar simplemente señalar que existen numerosas evidencias de coinversión, así, por ejemplo, en Dinamarca un 66% de los ángeles coinvierten con otros inversores (Gullander y Napier, 2003a) un porcentaje que asciende hasta el 88% en los ángeles argentinos (Pereiro, 2001).

Formación y contacto con otros ángeles inversores

Formación

La formación es, sin duda alguna, un elemento clave para argumentar una relación positiva entre la existencia de RAIs y una mayor propensión de los individuos a convertirse en ángeles. Evidentemente, no basta con atender a un curso para ser un ángel, se requieren otras muchas condiciones como, por ejemplo, disponer de suficientes recursos económicos, pero no es menos cierto que algunos individuos ricos se plantearían convertirse en ángeles si pudieran obtener la formación necesaria (Freear, Sohl y Wetzell, 1994).

Por otra parte, trabajos como los de Prowse (1998) evidenciaban que muchos de los ángeles inversores parecían ser relativamente poco sofisticados en la selección de sus inversiones y menos aún en la protección de las mismas ya que a menudo aceptaban cláusulas que no garantizaban la protección adecuada de estas inversiones. Precisamente por eso, una de las funciones a las que

Prowse (1998) otorga más valor en relación a las RAIs consiste en satisfacer la necesidad de formación que tienen muchos ángeles. En la misma línea, San José, Roure y Aernoudt (2005) señalan que muchos individuos que tienen potencial para convertirse en ángeles inversores carecen de una correcta comprensión del proceso de inversión, lo cual no les permite aprovechar las buenas oportunidades de inversión que se les puedan presentar.

En sus trabajos Aernoudt (2005a, 2005b) propone siete fórmulas para incentivar la inversión de los ángeles existentes y ampliar su número. Una de ellas es la creación de RAIs y la otra el establecimiento de centros de formación o academias dirigidas específicamente a los ángeles inversores y sobre todo a los ángeles vírgenes. En la medida en que las redes realicen o gestionen estas actividades de formación su papel será doblemente interesante en cuanto a conseguir un mayor número de ángeles activos.

La idea básica de este planteamiento es que el proceso de inversión no es sencillo, por eso los ángeles inversores necesitan disponer de una serie de habilidades y capacidades para poder entender y evaluar el riesgo de las diferentes oportunidades de inversión y poder gestionar todo el proceso de inversión una vez hayan detectado una buena oportunidad. Según San José, Roure y Aernoudt (2005) tanto los ángeles activos como aquellos individuos que plantean seriamente convertirse en ángeles están dispuestos a realizar cursos de formación para superar sus lagunas formativas en el proceso de inversión ángel. Además, San José, Roure y Aernoudt (2005, p. 161) señalan que los ángeles *“valoran el estudio en profundidad de los temas, la organización de grupos de trabajo para analizar los casos y un amplio marco para el intercambio de experiencias. A pesar de las limitaciones de tiempo, los ángeles valoran la formación continua y están dispuestos a seguir programas más estructurados y más largos que la mayoría de los que están disponibles en el mercado.”* Aunque esta formación no tienen porqué ofrecerla las RAIs, la podrían ofrecer, por ejemplo, las universidades o las cámaras de comercio, parecería difícil y un tanto extraño que una entidad se dispusiera a impartir esta formación sin contar con el apoyo de una RAI, ya que son precisamente estas organizaciones las que mejor pueden evaluar las carencias y necesidades formativas de sus miembros (incluso de los potenciales) y organizar ellas mismas o bien encargar a otras organizaciones especializadas la realización de seminarios de formación para sus miembros. Asimismo, dependiendo de la tipología de la red, se puede proveer una formación más específica a sus miembros, así por ejemplo Sohl y Hill (2007) destacan que gran parte de las organizaciones de ángeles inversores dominadas por mujeres realizan muchos cursos y seminarios destinados a formar a las mujeres ángeles.

Actualmente, muchas RAIs contribuyen a la educación y la formación tanto de sus ángeles miembros como de los emprendedores, ofreciéndoles asesoramiento, jornadas específicas, escuelas de inversión y cursos especializados en temas como la negociación, la fiscalidad, la valoración y en el caso de los emprendedores temas de *investment readiness*. Un trabajo de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010) mostró que los emprendedores valoraban muy positivamente la tarea de las RAIs en

relación a la educación y entrenamiento que les proporcionaban. En este sentido, las RAIs pueden entrenar a los emprendedores en aspectos como la redacción del plan de negocios que deberán presentar a los posibles inversores. Luego, si la RAI cree que los ángeles inversores no son la fuente de financiación más adecuada para un determinado proyecto, puede trasladar la oferta de inversión a otros inversores, más adecuados. Finalmente, cabe añadir que el trabajo de Colomer, et al. (2008) sobre las RAIs españolas, destaca también la importancia de la formación, tanto a ángeles como a emprendedores, por parte de las RAIs españolas, aunque también se señala que esta es muy inferior a la ofrecida por las RAIs europeas.

Contacto con otros ángeles

Existen numerosas evidencias, especialmente en los Estados Unidos (Baty, 1964; Baty y Sommer, 2002; May, 2002), que los ángeles se registran en redes, grupos o clubes de ángeles por razones que van más allá de las financieras y entre ellas por el placer de compartir amistad, camaradería o, simplemente, entretenidas conversaciones con otros ángeles. Tanto es así que, por ejemplo, May (2002, p. 340) indica que en la carta de presentación del grupo Walnut Venture de Boston mostraba que los miembros debían ser "*divertidos*".

Según May (2002) este deseo de compartir camaradería con otros ángeles podría ser la razón por la cual muchas organizaciones de ángeles han observado que las reuniones que se celebran alrededor de una comida suelen ser más provechosas que las demás. También, según May (2002), el grupo Dinners Club, con sede en el área de Washington DC, empieza todas sus reuniones con un encuentro social en el bar, para pasar posteriormente a una cena, antes de encontrarse con los emprendedores que vienen a presentar sus proyectos previamente seleccionados. Por su parte, Payne y MacArty (2002) indican que las tres redes californianas que forman parte de la Tech Coast Angels organizan cenas mensuales de sus miembros y en algunas semanas se realizan durante tres noches consecutivas. Asimismo, en Europa existen experiencias de contactos informales entre ángeles, concretamente, algunas redes danesas han desarrollado actividades para fortalecer el espíritu de equipo y la cooperación entre los ángeles de la red como excursiones en motos de nieve a Groenlandia y viajes a Nueva York para realizar encuentros con otros ángeles estadounidenses (Gullander y Napier, 2003b).

Aun considerando las diferencias culturales entre Cataluña y algunos de los países mencionados anteriormente, igualmente se considera que las RAIs pueden proporcionar a sus miembros la posibilidad de mantener contactos tanto formales como informales con otros ángeles y este factor puede redundar en una mayor satisfacción del ángel inversor.

Mejores rendimientos

La falta de información sobre el mercado ángel en general y sobre los rendimientos de los ángeles en particular provoca que no existan demasiadas evidencias en relación a si la pertenencia a un grupo,

red o sindicato de ángeles puede proporcionar una mayor o menor rentabilidad. Los pocos estudios que tratan sobre la rentabilidad de los ángeles inversores (como los de Lumme, Mason y Suomi, 1996; Mason y Harrison, 2002a; Wiltbank, 2005; Månsson y Landström, 2006; Riding, 2008; Wiltbank, et al., 2009) no distinguen entre ángeles asociados a redes o grupos y ángeles que operan de forma autónoma. De todos los citados, probablemente el más interesante para esta tesis doctoral es el trabajo de Lumme, Mason y Suomi (1996), que analizó los rendimientos obtenidos por los ángeles inversores finlandeses y aportó varios resultados, dos de los cuales parecen muy interesantes. El primero es que los ángeles con más éxito en sus inversiones disponían de un mayor flujo de oportunidades de inversión y realizaron menos inversiones que los que tuvieron menos éxito. El segundo es que los ángeles que no tuvieron éxito en sus inversiones tenían más probabilidades de recibir oportunidades de inversión procedente de amigos y, por tanto, también de invertir en empresas de amigos. Estas dos aportaciones, especialmente la primera, pueden sugerir que los inversores que tuvieron éxito fueron los que estaban asociados a RAIs, ya que gracias a las RAIs dispusieron de un mayor flujo de oportunidades y pudieron seleccionarlas mejor. En definitiva, el trabajo de Lumme, Mason y Suomi (1996) apunta una cierta relación entre el número de oportunidades recibidas y el rendimiento obtenido, lo cual claramente implicaría que los ángeles registrados en RAIs –gracias a las muchas oportunidades de inversión que reciben– podrían obtener mejores rendimientos que los que operan fuera de ellas.

Por su parte, el trabajo de Månsson y Landström (2006) indica que un 54% de las salidas reportadas por los ángeles inversores suecos entre la segunda mitad de 2002 y la primera mitad de 2003 terminó en quiebra o liquidación. Este alto porcentaje de pérdidas se debe a que los ángeles suecos son cada vez más arriesgados, ya que han aumentado las inversiones en las empresas que se encuentran en las primeras etapas de desarrollo y también en las empresas tecnológicas. Månsson y Landström (2006) señalan que para hacer frente a este mayor nivel de riesgo, además de invertir un menor porcentaje de su cartera de inversión en empresas no cotizadas, los ángeles suecos también han implantado un amplio proceso de diversificación, aumentado el número de empresas no cotizadas en las que invierten y reduciendo el importe invertido en cada una de estas empresas. Aunque en el estudio de Månsson y Landström (2006) no se precisa, muy probablemente las RAIs suecas han ejercido un papel clave para que los ángeles suecos hayan podido realizar este proceso de diversificación.

En cuanto al resto de estudios enumerados no son de especial interés en este apartado ya que simplemente informan de algunos de los aspectos relacionados con los rendimientos de los ángeles. Así, el estudio de Mason y Harrison (2002a) muestra que la distribución de los rendimientos obtenidos por los ángeles es muy desigual, un 34% suponen una pérdida total, un 13% pérdidas parciales o resultado cero y en cambio un 23% obtienen TIRs superiores al 50%. Los trabajos de Wiltbank (2005) y Wiltbank, et al. (2009) aportan algunos resultados relativamente lógicos como por ejemplo que una mayor participación después de la inversión está relacionada con menos salidas negativas y otros más curiosos como, por ejemplo, que los inversores que hicieron una diligencia debida más completa

experimentaron más fracasos, pero también más “*homeruns*” (inversiones con una TIR superior al 100%). Por último, el trabajo de Riding (2008) muestra que la rentabilidad de las inversiones realizadas por los ángeles inversores es significativamente superior que la rentabilidad de las inversiones realizadas por los otros segmentos de la inversión informal como el “*love money*”.

Sin embargo, un estudio de Roach (2010) sobre el grupo de ángeles Keiretsu Forum, con sede en Silicon Valley, sí aporta evidencias que la pertenencia a una RAI puede mejorar la rentabilidad de sus miembros. Concretamente, el estudio muestra que los procesos desarrollados y habitualmente utilizados por este grupo de ángeles son eficaces en la identificación de ofertas potencialmente ruinosas, pero, en cambio, no son tan restrictivos como para rechazar las posibles ofertas más rentables. Para llegar a esta conclusión, Roach (2010) construyó una cartera teórica formada por las inversiones realizadas por los miembros de Keiretsu Forum, entre los años 2000 y 2006 y comparó los rendimientos obtenidos con los proporcionados por los índices Standard and Poor’s 500 y NASDAQ Composite. Los resultados mostraron que en los siete años analizados, la cartera teórica de Keiretsu Forum superó al índice Standard and Poor’s 500 en cinco años y al índice NASDAQ en seis. Cuando se comparó el ratio de Sharpe que mide la prima de riesgo (Sharpe, 2007) también se observó que los rendimientos de la cartera Keiretsu siempre proporcionaban una prima de riesgo superior a los citados índices.

El estudio de Roach (2010) también analizó la tasa de fracaso de las inversiones financiadas por Keiretsu para el período 2000-2006 que fue aproximadamente del 20%. Si se tiene en cuenta que la tasa de fracaso de nuevos negocios se ha estimado en un rango comprendido entre el 24% y el 34%, después de dos años, aproximadamente el 50% después de cuatro años, y alrededor del 60% después de seis años (Headd, 2003), se puede concluir que la tasa de fracaso de las empresas financiadas por los ángeles de Keiretsu fue más baja que las tasas de fracaso para las nuevas empresas en general. Estos resultados indican que los procesos de selección y debida diligencia utilizados por esta red son eficaces para reducir el número de inversiones potencialmente ruinosas.

Finalmente, Roach (2010) analizó y comparó el rendimiento de las empresas que habían presentado sus proyectos al Keiretsu Forum y que habían sido financiadas por los ángeles miembros del grupo con aquellas otras empresas, que pese a solicitarla, no consiguieron obtener financiación por parte de los ángeles de esta RAI. Esta comparación mostró que aproximadamente un 22% de las empresas financiadas por Keiretsu habían representado una inversión rentable para sus inversores, ya fuera a través de una salida en forma de oferta pública inicial, de una adquisición o fusión, u otra situación similar. En cambio, menos del 5% de las empresas que pasaron por el proceso de Keiretsu y no recibieron fondos de sus miembros tuvieron salidas igual de exitosas.

Todo esto se puede resumir diciendo que el número de empresas que han fracasado después de haber sido financiadas por los miembros de Keiretsu es muy inferior a lo que cabría esperar. Al mismo tiempo, las empresas financiadas por el grupo tuvieron cuatro veces más éxito que las no

financiadas. De estos resultados, se puede deducir que los ángeles del grupo obtienen mejores rendimientos de los que obtendrían invirtiendo por su cuenta, ya que se benefician de los procesos formalizados que ha instaurado el grupo y que le permite crear un mejor flujo de información como resultado de trabajar juntos para ofertas de origen, realizar la debida diligencia y crear las mejores condiciones para los inversores y emprendedores (Roach, 2010).

Aunque las evidencias al respecto son escasas, se considera que hay motivos para pensar que los ángeles miembros de determinadas RAIs que cuentan con algún tipo estructuración y formalización en los procesos de inversión pueden obtener mayores rendimientos en sus inversiones, o en todo caso evitar un mayor número de inversiones ruinosas, lo que en conjunto les permitirá obtener un mejor rendimiento a su cartera de inversión que los ángeles que no son miembros de ninguna RAI y que operan por su cuenta.

Mayor complementariedad con el capital riesgo

Existe una cierta polémica en torno a si los ángeles y los fondos de capital riesgo son complementarios o, contrariamente, compiten por las mismas ofertas. Varios estudios consideran que las inversiones realizadas por los ángeles inversores suelen producirse en una etapa de desarrollo empresarial anterior a las etapas en que se realizan las inversiones del capital riesgo formal, por lo que la actividad del capital riesgo formal puede verse como complementaria a la inversión ángel (Freear y Wetzel, 1990; Freear, Sohl y Wetzel, 1994, 1995; Kelly y Hay, 1996a; Sohl, 1999; Aernoudt, 1999; Harrison y Mason, 2000; Hagglund y Riding, 2009). Sin embargo, también existen trabajos como los de Wright y Robbie (1998) y Gompers y Lerner (1999), los cuales muestran que el capital riesgo formal puede competir con los ángeles inversores por estas oportunidades de inversión.

A nivel europeo, el trabajo de Mason y Harrison (1997a) revela que la mayoría de ángeles registrados en las redes del Reino Unido invierten en empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo (un 28,9% en la etapa de puesta en marcha, un 19% en las primeras etapas y un 38,1% en la etapa de expansión) y, por tanto, muy pocos ángeles inversores están involucrados en MBOs¹⁰ y MBIs¹¹. Esto confirma la teoría de la complementariedad entre el mercado ángel y el mercado de capital riesgo institucional.

¹⁰ Proviene de *Management Buy-Out* y consiste en la adquisición de una sociedad, o de parte de ella o de sus activos por un grupo de directivos que trabaja en la misma apoyados por un socio financiero, generalmente una firma de capital riesgo.

¹¹ Proviene de *Management Buy-In* y consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por un personal de dirección externo a la misma apoyados por un socio financiero, generalmente una firma de capital riesgo.

Para cubrir las dos posibilidades, es decir, que el capital riesgo y los ángeles inversores puedan ser, o bien complementarios o bien competidores, Burke, et al. (2010) atribuyen una u otra posibilidad al grado de actividad empresarial reinante en una economía. Así, cuanto menos activa en términos de emprendimiento sea una economía, más probable será que el capital riesgo y los ángeles inversores sean sustitutos en lugar de complementarios. De esta manera y considerando que en Cataluña la economía es lo suficientemente emprendedora, –así lo avalan trabajos como los de (Urbano, 2006; GEM, 2009a) y especialmente el hecho que en 2010 Cataluña fue reconocida como European Entrepreneurial Region (EER)¹² para el año 2012– esta tesis doctoral se decanta por la complementariedad entre la inversión ángel y el capital riesgo formal en el ámbito de Cataluña. Se considera que existen evidencias suficientes como para pensar que los ángeles y los fondos de capital riesgo no compiten por las mismas oportunidades, sino que más bien se complementan y ayudan mutuamente, ya que, partiendo de las premisas anteriores, Burke, et al. (2010) encuentran que en las economías dinámicas con un alto nivel de actividad emprendedora, existe un importante efecto positivo entre la dimensión del mercado de capital riesgo formal y la probabilidad que un individuo se convierta en un ángel inversor o en un inversor F&F. En cambio, el impacto es mucho menor en aquellas economías más estáticas, o sea, con bajos índices de actividad emprendedora.

Por otro lado, un trabajo de Harrison y Mason (2000) realizado en el Reino Unido identifica cuatro formas de complementariedad o oportunidades de colaboración entre los ángeles inversores y el capital riesgo formal o institucional. La primera forma de colaboración es la inversión secuencial, la cual ya fue demostrada en los Estados Unidos, especialmente en empresas tecnológicas (Freear y Wetzel, 1990; Roberts, 1991; Freear, Sohl y Wetzel, 1995) y se puede describir utilizando la comparación de las carreras de relevos (Benjamin y Margulis, 1996). Así, los ángeles realizan el primer relevo, sin duda el más crítico, proporcionando financiación a las empresas en las primeras etapas de desarrollo y, si estas empresas evolucionan satisfactoriamente, posteriormente cogerán el relevo los fondos de capital riesgo que deberían permitir la expansión de la empresa hasta una eventual salida a bolsa. En el Reino Unido, Harrison y Mason (2000) hallaron que esta forma de complementariedad había sido citada por un 21% de los ángeles de la muestra que habían realizado inversiones y por la mitad de los gestores de fondos de capital riesgo entrevistados. Sin embargo, Harrison y Mason (2000) también reportaron que sólo el 6% de los ángeles encuestados manifestaron que la posterior inversión del capital riesgo había supuesto una ruta de salida para sus inversiones; por consiguiente, la gran mayoría de ángeles inversores continúan siendo accionistas después que invierta en la empresa un fondo de capital riesgo. De hecho, esta baja tasa de salida viene a confirmar que la venta de la participación del ángel a un fondo de capital riesgo no es ni mucho menos la vía de desinversión más utilizada por los ángeles (Mason y Harrison, 1999b). Por último, es importante destacar que casi la mitad de los gestores de fondos de capital riesgo manifestaron que la

¹² En el siguiente enlace <http://cor.europa.eu/en/takepart/eer/Pages/eer.aspx> puede apreciarse que en el año 2010 Cataluña fue reconocida como Región Emprendedora Europea (EER) para el año 2012 por su visión política excepcional para estimular el entorno emprendedor y su tejido productivo, siguiendo las recomendaciones que emanan de las directivas comunitarias, especialmente de la Small Business Act (SBA).

presencia de un ángel inversor en la empresa donde se planteaban invertir era valorada de forma positiva, aunque algunos también citaron que esta influencia dependía del ángel en concreto.

La segunda forma se refiere a la coinversión entre ángeles y fondos de capital riesgo, que puede ser beneficiosa para los dos: de un lado para el ángel, porque sin duda verá reducido el riesgo de su inversión; y del otro para el fondo de capital riesgo, puesto que, según Harrison y Mason (2000), podría reducir los costes de búsqueda y evaluación de oportunidades, con lo cual se podrían permitir realizar inversiones de importes más pequeños (Gifford, 1997). Esta coinversión es especialmente importante en aquellos países o zonas donde no exista una verdadera tradición a la sindicación entre los ángeles. En definitiva, el trabajo de Harrison y Mason (2000) muestra que más de la mitad de los gestores de fondos de capital riesgo han coinvertido alguna vez con ángeles inversores y una cuarta parte lo han hecho en más de diez ocasiones. En cuanto a los ángeles inversores, los más activos también indican que han coinvertido en promedio en dos ocasiones.

La tercera vía, probablemente la menos interesante, consistiría en que los ángeles, en especial los ángeles vírgenes o con poca experiencia, pudieran proporcionar recursos a los fondos de capital riesgo. Sin duda para los individuos con posibilidades de convertirse en ángeles pero con un cierto reparo en dar este paso, este tipo de inversión tendría importantes ventajas, ya que reduciría notablemente su riesgo y también se beneficiaría de gran parte de las habilidades de los gestores de fondos como la obtención, selección y estructuración de la oferta. Sin embargo, se considera que esta vía sólo debería servir para que los ángeles vírgenes se convirtieran en ángeles activos. Así, Harrison y Mason (2000) muestran que sólo un 29% de los fondos de capital riesgo informó que los ángeles (vírgenes o activos) habían invertido en dichos fondos.

Finalmente, la última forma de complementariedad, en la cual se percibe el efecto de las redes como impulsoras de nuevos ángeles, consiste en utilizar las redes de ángeles y los fondos de capital riesgo como fuentes de referencia para posibles acuerdos. Así se deduce del estudio de Harrison y Mason (2000), en el cual un 29% de los ángeles de la muestra informó que habían recibido información sobre oportunidades de inversión de fondos de capital riesgo y en el otro bando, el 71% de los fondos de capital riesgo también indicaron que recibieron ofertas de RAIs. Generalmente, los ángeles informan a los fondos de nuevas oportunidades cuando estos negocios requieren financiación adicional y ellos no pueden proporcionársela. En relación a los fondos, un 66% ha manifestado que proporcionan oportunidades a los ángeles cuando se da alguna de las siguientes situaciones: cuando el proyecto de inversión es demasiado pequeño para ser de su interés, cuando se cree que lo mejor para el proyecto de inversión es la entrada de un ángel inversor (a menudo porque el proyecto todavía no está preparado para recibir el respaldo del capital riesgo formal) y cuando el fondo de capital riesgo no tiene interés en la oferta (generalmente porque no encaja con el enfoque de inversión del fondo). Según Harrison y Mason (2000), las RAIs deberían potenciar el papel que ejercen como centros de intercambio de información de ofertas. Así, a través de las RAIs los fondos de capital riesgo, deberían traspasar a los ángeles aquellas ofertas que a ellos no les interesan y los

ángeles deberían informar a los fondos de aquellas ofertas u oportunidades que se adapten mejor al capital riesgo formal que al informal. Por tanto, debería existir una buena relación de colaboración entre las RAIs y los fondos de capital riesgo, especialmente a nivel regional. Se cree por tanto, que en la medida en que estas relaciones existan, y se potencie este intercambio de información, la existencia de redes será decisiva para que muchos individuos deseen convertirse en ángeles inversores.

Para finalizar este apartado, se glosarán otros estudios más recientes, los cuales investigan la complementariedad entre la financiación que proporcionan los ángeles y la que proporciona el capital riesgo formal. Así, por ejemplo, el trabajo de Madill, Haines y Riding (2005) muestra que las empresas que reciben financiación por parte de los ángeles inversores tienen un acceso más fácil al capital riesgo institucional: el 57% de las empresas que habían recibido financiación de los ángeles también recibieron financiación del capital riesgo institucional y, en cambio, sólo el 10% de las empresas que no habían recibido financiación ángel obtuvieron capital riesgo formal. Contrariamente, el trabajo de Heukamp, Liechtenstein y Wakeling (2007) manifiesta que los ángeles inversores no reducen el riesgo percibido por el capital riesgo formal en los acuerdos de las primeras etapas, incluso si los ángeles inversores tienen lo que los capitalistas de riesgo consideran un perfil ideal. Además, el capital riesgo refuta la idea que en aquellas empresas que contaban con ángeles inversores entre sus accionistas se obtenían mejores rendimientos que en el resto. Finalmente, Ehrlich, et al. (1994) señalan que el capital riesgo formal y los ángeles inversores aportan distintos beneficios adicionales de valor en las empresas que invierten.

En definitiva, aunque la complementariedad entre uno o varios ángeles y uno a varios fondos de capital riesgo pueda darse a nivel individual, tiene mucho más sentido que este fenómeno se gestione e incentive a través de una organización de ángeles, ya sea una red o un sindicato. Así, por ejemplo, las RAIs que operan en Cataluña pueden tener contactos con varios fondos de capital riesgo establecidos en Cataluña, de forma que sea habitual que estas redes informen a algunos fondos de capital riesgo de oportunidades o proyectos financiados inicialmente por ángeles de su organización y que posteriormente precisen financiación complementaria para acometer una expansión del negocio. El trasvase habitual de este tipo de información puede fomentar la confianza entre las partes y mejorar el proceso de inversión (especialmente la entrada y la salida) de ambos inversores consiguiendo un beneficio mutuo. Además, la complementariedad podría darse también con otras categorías de inversores incluyendo las entidades financieras.

2.2.2.3 Proposiciones sobre la existencia de RAIs

En base a la revisión de literatura presentada en el apartado anterior se propone la siguiente proposición:

Proposición 2. La existencia de redes de ángeles inversores (RAIs) condiciona positivamente a que un individuo se convierta en ángel inversor y, asimismo, en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Además, esta segunda proposición se descompone en las siguientes 6 proposiciones adicionales:

Proposición 2A: La existencia de RAIs proporcionará un mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad a sus miembros, lo cual tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 2B: La existencia de RAIs proporcionará mayores posibilidades de sindicación o coinversión, lo que a su vez tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y, a la vez, en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 2C: La existencia de RAIs proporcionará mayores posibilidades de formación a los ángeles latentes o vírgenes, lo que paralelamente tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 2D: La existencia de RAIs proporcionará a los ángeles inversores la posibilidad de mantener muchos más contactos, tanto formales como informales, con el resto de ángeles de la red, lo que a su vez tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y, muy especialmente, en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 2E: La existencia de RAIs proporcionará mejores rendimientos en las inversiones de los ángeles (o en todo caso menores posibilidades de pérdidas), lo cual aumentará la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 2F: La existencia de RAIs proporcionará a los ángeles más y mejores contactos con el capital riesgo formal, lo cual aumentará la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

2.2.3 Factores del Entorno

Los estudios referidos al entorno cuentan con algunos inconvenientes importantes. Por un lado, la mayoría de trabajos sobre ángeles inversores son de naturaleza estática, esto es, se analizan los ángeles de una determinada área geográfica en un momento específico del tiempo y, por consiguiente, no se dispone de demasiada información de los cambios que se producen en esta población como consecuencia de los cambios en el entorno. Así, por ejemplo, si se quiere analizar el efecto de la política impositiva en relación con la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor, lo que debería hacerse es analizar como varían el número de ángeles cuando se modifican los impuestos que gravan las inversiones en empresas no cotizadas. Sin embargo, los investigadores no están en disposición de decirles a los gobiernos que modifiquen esas políticas de un mes a otro o de un año a otro, para evaluar los resultados. Por otro lado, se tiene la posibilidad de comparar que es lo que sucede en dos o más países con políticas impositivas distintas, y –aunque los resultados de esta comparación tampoco tienen porque ser demasiado fiables, ya que las diferencias entre los distintos países no afectan sólo a la política impositiva sino a todo el entorno en general– probablemente sea esta la vía de investigación más fructífera en este momento.

En caso que se dispusiera de datos de serie temporal, tal y como demandan diferentes trabajos (Mason y Harrison, 2008; Mason, 2009), se solucionaría la primera parte del problema descrito en el párrafo anterior. Otra vía sería comparar dos estudios realizados en distintos momentos del tiempo (este es por ejemplo el caso del trabajo de Månsson y Landström, 2006). Por ejemplo, para sacar conclusiones relativamente fiables de cómo afecta la política impositiva a la propensión de un individuo a convertirse en ángel se podría analizar el fenómeno ángel en Cataluña a día de hoy, cuando impera una determinada política impositiva y, repetir este mismo análisis al cabo de 10 años, cuando presumiblemente esta política haya sido modificada. De esta manera, se podrían obtener conclusiones más fiables de cómo esta política afecta a la propensión de un individuo a convertirse en ángel inversor, sin embargo, tampoco se tendría la certeza que los cambios que se produjeran en la propensión de los individuos a convertirse en ángeles fueran fruto sólo del cambio en la política impositiva, ya que, muy probablemente, habrían cambiado otros muchos elementos del entorno.

A pesar de todas estas dificultades, en este apartado se analizarán los factores del entorno que pueden influir en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y se agruparán o clasificarán en tres tipos de entorno: el económico, el gubernamental, y, finalmente, el cultural y empresarial.

En Europa, los primeros investigadores que relacionaron elementos del entorno con los ángeles inversores fueron los británicos Mason y Harrison a través de distintos trabajos (como Mason y Harrison, 1999a, 2000a, 2002b). Concretamente, establecieron relaciones entre elementos del

entorno y una mayor o menor actividad de los ángeles. A continuación se presentan tres de estos elementos: el régimen fiscal, ya que puede afectar al equilibrio entre riesgo y rentabilidad a la hora de invertir en empresas no cotizadas, también las condiciones económicas, puesto que pueden afectar tanto a la oferta de oportunidades de inversión como en la calidad de estas oportunidades y por último la tendencia del mercado de valores, dado que, como indican Mason y Harrison (1994), la salida a bolsa es una de las posibles fórmulas de desinversión para los ángeles inversores, es razonable esperar que el estado del mercado de valores pueda tener alguna influencia en la formación de las expectativas sobre los rendimientos de los ángeles inversores.

Vale la pena también destacar el estudio realizado por Månsson y Landström (2006) en Suecia. Este trabajo analizó los cambios en la población de ángeles inversores en Suecia entre los años 1992 y 1993 por un lado y el año 2004 por otro. Durante estos más de diez años, en Suecia, como en la mayoría de países, se han producido muchos cambios y, por tanto, este análisis proporcionará elementos interesantes en cuanto a la influencia del entorno respecto a la propensión a convertirse en un ángel inversor.

Aunque estos y otros trabajos establecieron algunas relaciones entre el entorno y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor que se discutirán más adelante, tal y como sucedía en los factores del individuo, hay pocos estudios que se planteen establecer relaciones claras entre los diferentes tipos de entorno y esta propensión. Entre las pocas investigaciones que tratan esta temática se pueden destacar los de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) y De Clercq, Meuleman y Tilleuil (2009), los cuales serán glosados a continuación.

A partir de la teoría institucional, De Clercq, Meuleman y Tilleuil (2009) relacionan tres elementos del entorno económico y político de un país con el nivel de actividad de inversión informal. Aunque es bien conocido (por ejemplo Mason y Harrison, 2008) que los ángeles inversores sólo representan una pequeña proporción de la inversión informal, indudablemente estos factores afectan a la inversión informal en su conjunto y, de esta manera, influirán también en mayor o menor medida en la inversión ángel. Así pues, los factores que afectan a la inversión informal son: la disponibilidad de oportunidades, el marco regulador de la protección de las oportunidades y el nivel de confianza generalizada del país. Concretamente, cuantas más oportunidades de inversión, mejor protegidas estén estas oportunidades y mayor confianza exista en un país, mayor será el índice de inversión informal y, por tanto, probablemente también el índice de inversión ángel.

Asimismo, De Clercq, Meuleman y Tilleuil (2009) evidencian que un alto nivel de confianza está positivamente correlacionado con un mayor número de oportunidades de inversión; es decir, una mayor confianza en un país facilita el flujo de información entre los potenciales inversores y los nuevos negocios impulsados por emprendedores, lo cual aumentará el número de oportunidades de inversión. En cambio, De Clercq, Meuleman y Tilleuil (2009) indican que la relación positiva entre la reglamentación de la protección de las oportunidades y el nivel de inversión informal es más elevada

en aquellos países con bajos niveles de confianza generalizada. Esto significa que cuanto mayor es la confianza de un país, menos necesarias son las protecciones a las oportunidades de inversión para fomentar la inversión informal.

En cuanto al trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007), inicialmente, hicieron uso de una amplia gama de variables relacionadas con el entorno; sin embargo, muchas de ellas estaban fuertemente correlacionadas; así que, para minimizar los problemas de multicolinealidad, redujeron el número de variables relacionadas con el entorno a las diez siguientes: el desarrollo económico (producto interior bruto o PIB, crecimiento del PIB y la inversión extranjera directa), la política impositiva sobre la renta, los costes de puesta en marcha de las empresas, los programas gubernamentales en favor de la empresa, la disponibilidad de deuda, los niveles de la educación emprendedora de la universidad y la cultura emprendedora (aceptación del emprendimiento y aceptación de la desigualdad en el poder).

Basándose en estudios anteriores (como los de Randolph y Dess, 1994) el trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) consideró que la disponibilidad de recursos en el entorno influye en los niveles de actividad empresarial y, por tanto, también en la actividad de inversión informal. Además, el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) clasificó a los inversores informales en cuatro grupos distinguiendo a partir de si tenían experiencia en la propiedad de negocios y de si habían realizado inversiones en empresas de familiares y amigos o bien en empresas de desconocidos. Así los cuatro grupos se describen como: (1) inversores informales sin experiencia como propietarios de negocios que financiaron empresas de miembros de su familia cercana, (2) inversores informales sin experiencia como propietarios de negocios que financiaron las empresas de no familiares, (3) inversores informales con experiencia como propietarios de negocios que financiaron empresas de miembros de su familia cercana, (4) inversores informales con experiencia como propietarios de negocios que financiaron las empresas de no familiares. Szerb, Terjesen y Rappai (2007) esperaban que cada uno de estos grupos se viera influido de forma diferente por cada uno de los factores del entorno analizados. Evidentemente, el grupo más interesante para esta tesis doctoral es el cuarto, el formado básicamente por ángeles inversores.

A pesar que (como se ha argumentado y se defenderá a continuación) el entorno de todo tipo –económico, gubernamental, empresarial y cultural– afecta a la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor, existen estudios como el ya citado de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) y anteriormente el de Mason y Harrison (2002b) que indican que en gran medida son los factores relacionados con el individuo, mucho más que los relacionados con el entorno, los que determinan la propensión de un individuo a invertir en empresas no cotizadas. Por tanto, en los próximos apartados se tratarán aspectos que si bien se considera que tienen cierta repercusión sobre la población de ángeles inversores, a priori siguiendo a Mason y Harrison (2002b) y Szerb, Terjesen y Rappai (2007) todos estos factores tendrán un efecto en la conversión de un individuo en ángel menor que los analizados anteriormente.

2.2.3.1 Entorno Económico

Szerb, Terjesen y Rappai (2007) apuntan que para que un individuo decida invertir parte de su riqueza en una empresa de un tercero, debe poseer cierto grado de confianza en el emprendedor o equipo, en sus ideas y también en el entorno económico global. En esta tesis doctoral, en relación al entorno económico, se analizarán cuatro factores: la percepción de oportunidades de negocio en la región, el desarrollo económico, la disponibilidad o escasez de financiación en forma de deuda y, por último, la situación del mercado de valores y el mercado inmobiliario.

Percepción de oportunidades de negocio en la región

Existen varios estudios que muestran que la capacidad de percibir oportunidades en el entorno está relacionada con la propensión a convertirse tanto en empresario como en inversor informal en general y ángel inversor en particular (Mason y Harrison, 2002b; Reynolds, Bygrave y Autio, 2004; Sørheim y Landström, 2001; Maula, Autio y Arenius, 2005; Szerb, et al., 2007)

Maula, Autio y Arenius (2005) consideran que la percepción de oportunidades de negocio debe estar asociada con las decisiones de inversión informal por dos razones: en primer lugar, la percepción de oportunidades debe reflejar la confianza de un individuo en el clima económico. Los primeros estudios empíricos sobre las expectativas racionales han demostrado que tanto las decisiones de compra como las de inversión de los individuos están fuertemente condicionadas por el grado de confianza que tienen en el clima económico general. Por tanto, buenas expectativas sobre el desarrollo económico se deberían reflejar en la percepción de mayores oportunidades, que, a su vez, deberían estar asociadas a una mayor propensión a realizar inversiones ángel. En segundo lugar, la percepción de oportunidades podría utilizarse como una forma de medir la cantidad o disponibilidad de proyectos en los que invertir y, a más proyectos, más posibilidades de convertirse en un ángel inversor. En este sentido, trabajos como los de Mason y Harrison (1995a, 2002b) y Kelly y Hay (2000) indican que la búsqueda de ofertas atractivas es un desafío clave para los ángeles inversores, además a menudo se ha citado la falta de proyectos interesantes como una barrera clave al aumento de la oferta de la financiación destinada a la inversión informal de capital riesgo. Asimismo, un estudio de Mason y Harrison (2002b) mostró que más del 90% de los ángeles inversores habrían invertido más recursos si hubieran dispuesto de un mayor número de ofertas o proyectos interesantes (en la misma línea se posicionan los trabajos de Mason y Harrison, 1994, 1999a; Van Osnabrugge y Robinson, 2000).

En este punto es interesante recuperar el trabajo de Burke, et al. (2010) ya tratado con anterioridad en los factores del individuo. Como se ha indicado, este trabajo se basa en la economía keynesiana (Keynes, 1936) para justificar que es la propia actividad empresarial y emprendedora la que promueve que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor. Por tanto, según Burke, et al.

(2010) cuantas más oportunidades de inversión existan, mayor será el número de ángeles inversores dispuestos a sacarles partido.

Si se centra la atención en los resultados de las principales investigaciones sobre el tema, se observará que el estudio de Maula, Autio y Arenius (2005) revela que efectivamente existe una relación positiva entre la percepción que tiene un individuo de la existencia de buenas oportunidades para iniciar nuevas empresas y su propensión a hacer las inversiones informales; sin embargo, esta correspondencia no es estadísticamente significativa. Por su parte, el trabajo de Wong, Ho y Autio (2004) mostró que existe una relación significativa entre la percepción que tiene un individuo de la existencia de buenas oportunidades para iniciar nuevas empresas (o sea vivir en un entorno con un alto nivel de actividad emprendedora) y su propensión a realizar inversiones informales en empresas familiares, sin embargo, esta relación no se da en las inversiones realizadas en empresas propiedad de personas ajenas a la familia. Por último, el trabajo de Szerb, et al. (2007) evidencia que la percepción de buenas oportunidades está significativa y positivamente relacionada con la propensión a convertirse en un inversor informal, tanto para los propietarios de negocios como para los no propietarios.

Desarrollo económico

Trabajos como los de Mason y Harrison (1999a, 2000a, 2002b) analizan el papel que tienen las condiciones económicas sobre la voluntad de inversión de los ángeles inversores, a partir de tres factores como son los tipos de interés, la inflación y el PIB.

El trabajo de Mason y Harrison (2000a) se basaba en tres muestras distintas de ángeles inversores. La fuente primaria de datos se obtuvo a través de una encuesta sobre 56 ángeles inversores registrados en la red LINC, la principal red de ángeles inversores de Escocia. Sin embargo, estos datos son comparados con los obtenidos en otra muestra de 127 ángeles inversores ya tratada en estudios anteriores (Mason y Harrison, 1997b, 1999a) y también con los obtenidos por una encuesta realizada a 34 ángeles inversores que asistieron a un foro de inversores organizado por la *London Business School' Foundation of Entrepreneurial Management* en octubre de 1996 (Kelly y Hay, 2000). Aunque los resultados de las tres muestras no son idénticos, sí permiten llegar a similares conclusiones, una de las cuales es el poco impacto que tiene en la voluntad de inversión un desarrollo económico negativo. Así, condiciones económicas tales como: cambios en los tipos de interés, la inflación y el PIB, no tienen demasiada influencia en la voluntad de inversión de los ángeles inversores. Sin embargo, bajas tasas de interés, baja inflación y, en particular, un aumento del PIB sí tienen un efecto positivo relativamente grande en la voluntad de inversión de los ángeles. Esto significa que algunos indicadores ofrecen una imagen un poco ambigua. Mientras que casi todos los ángeles inversores creen que una economía en expansión tiene un efecto positivo sobre su disposición a invertir, una minoría de ángeles inversores considera que una economía estable o en declive no tiene ningún impacto sobre su disposición a invertir (Mason y Harrison, 2000a). Por otra

parte, algunos consideran que en realidad una economía estable o en declive tendría un efecto positivo en su nivel de inversión. Según Mason y Harrison esto implica que algunos ángeles inversores pueden tomar en consideración el riesgo de que las empresas no cotizadas estén sobrevaloradas durante los períodos de rápido crecimiento económico.

Los efectos de los tipos de interés y la inflación se consideran menos importantes que el efecto de los cambios en el PIB. En el estudio de Mason y Harrison (2000a), la mayoría de inversores cree que la estabilidad o una tendencia a la baja en los tipos de interés tiene una influencia positiva sobre su disposición a invertir y cerca de la mitad de los inversores encuestados consideraron que una baja inflación en cierta medida podía tener un efecto positivo sobre su voluntad de inversión.

Por su parte Szerb, Terjesen y Rappai (2007) encontraron que los países con mayores niveles de PIB per capita eran más propensos a que hubiese un mayor porcentaje de ángeles inversores en su población. Según Szerb, Terjesen y Rappai (2007) este hallazgo es particularmente interesante, ya que un trabajo anterior de Jeng y Wells (2000) sobre el capital riesgo en varios países no había identificado ninguna relación entre el PIB y el crecimiento de la industria de capital riesgo. De todas formas, estudios como los de Bygrave, et al. (2003) ya habían informado que el volumen de fondos destinados a la inversión informal se correlacionaba positivamente con el desarrollo económico medido por el PIB per cápita de una nación y otros trabajos (como los de Reynolds, Bygrave y Autio, 2004; van Stel, Carree y Thurik, 2005) ya habían mostrado una relación positiva entre el crecimiento económico y la actividad emprendedora. También había constancia que en los países desarrollados era más probable que la población tuviera una orientación de oportunidad emprendedora (Acs, et al., 2005).

Una tercera variable relacionada con el desarrollo económico estudiada por Szerb, Terjesen y Rappai (2007) fue la inversión extranjera directa. Aunque estudios como el de Acs, et al. (2007) relacionaban la inversión extranjera directa con la actividad emprendedora local, el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) mostró que la inversión extranjera directa está relacionada con la existencia de ángeles inversores, pero negativamente, contrariamente a lo que se esperaba.

Un estudio de Månsson y Landström (2006) realizado en Suecia, analizó la repercusión que habían tenido los cambios en el entorno económico sueco desde los años 1992 y 1993 hasta 2004 en cuanto al volumen de inversión ángel. Este trabajo comparó los datos obtenidos en los estudios de Landström (1992b, 1993) con los datos proporcionados a partir de las inversiones realizadas durante los últimos cinco años por los ángeles que formaron parte de la encuesta de Månsson y Landström (2006). Según este estudio a lo largo de esta década la economía sueca ha pasado de caracterizarse por un sistema basado en el crédito –donde las empresas y los empresarios dependían básicamente de los préstamos para financiar sus proyectos (Black y Gilson, 1998)– a un modelo mucho más anglosajón basado en el uso del capital –fondos propios–. Este proceso según Månsson y Landström (2006) ha supuesto importantes transformaciones que han posibilitado una tendencia creciente del

PIB, una drástica reducción de la inflación, una importante bajada de los tipos de interés, y una importante reducción del impuesto de sociedades, cambios que sin duda han contribuido a un clima económico muy estable que sin duda deberían impulsar la inversión ángel. En opinión de Månsson y Landström (2006), todos estos cambios en la economía sueca han conllevado que los ángeles inversores suecos hayan aumentado alrededor del 25% sus inversiones en términos absolutos, sin embargo, este aumento no es proporcional al aumento de su riqueza.

Como puede observarse, la literatura sobre ángeles inversores ha analizado diferentes factores relacionados con la economía o, si se quiere, con el crecimiento económico, tales como: los tipos de interés, la inflación, el PIB y la inversión extranjera directa. Sin embargo, en esta tesis doctoral no se realizará ninguna discusión sobre estos subfactores y tan sólo se analizarán las relaciones entre la aparición y desarrollo de los ángeles inversores y el factor crecimiento económico.

Disponibilidad de financiación en forma de deuda

Según Szerb, Terjesen y Rappai (2007) la mayoría de los fundadores de las nuevas empresas aportan ellos mismos (en forma de fondos propios) la mayor parte de los recursos necesarios. Un estudio de Bygrave y Hunt (2005) sitúa esta proporción en dos tercios de la financiación inicial necesaria. Por tanto, se necesita un tercio más de recursos que en muchos casos se pedirá prestado en forma de deuda a las entidades financieras. Siguiendo a la teoría de la jerarquía ("*pecking order theory*" Myers, 1984), el empresario preferirá obtener estos recursos en forma de deuda en lugar de buscar otros socios que aporten estos recursos en forma de capital. Sin embargo, como apuntan Berger y Udell (1998), los bancos no siempre estarán dispuestos –y menos en estos momentos– a financiar empresas de nueva creación (empresas pequeñas), debido a la opacidad de la información asociada a los altos costos de agencia, los problemas de riesgo moral y falta de transparencia. Todo esto puede llevar a que, aunque los empresarios fundadores puedan preferir recurrir a su banco para completar la financiación necesaria para poder iniciar la empresa, a menudo y, sobre todo en épocas de restricciones crediticias como las actuales, deberán recurrir a los ángeles inversores para completar la financiación necesaria. Así lo corrobora, en parte, el trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007), ya que, si bien el efecto del nivel de disponibilidad de deuda de un país está negativamente relacionado con el porcentaje de ángeles inversores que forman parte de la población de este país, esta relación no es estadísticamente significativa.

La relación entre el fenómeno ángel y la disponibilidad de deuda tiene dos posibles lecturas o planteamientos que el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) resume perfectamente. Considérese en primer lugar una situación en la que el crédito bancario es abundante. En este contexto los ángeles inversores pensarán que, si pudiendo ir a una entidad financiera a pedir dinero prestado, un emprendedor apuesta por el capital ángel es porque cree firmemente en su negocio y quiere capitalizarlo para encarar mejor el crecimiento posterior. Supóngase ahora que el crédito es escaso y que, por tanto, a los emprendedores les cuesta mucho encontrar financiación bancaria. En

este contexto, un emprendedor, aun no siendo muy optimista sobre las posibilidades de crecimiento de su negocio, puede plantearse acudir a los ángeles en busca de financiación. Ante estas dos posibilidades, la forma más lógica de proceder de los ángeles es mostrarse más reacios a proporcionar financiación a proyectos relacionados con empresas no cotizadas cuando existan fuertes restricciones crediticias; en definitiva, bajo esta perspectiva los ángeles preferirán que exista una amplia disponibilidad de crédito.

Sin embargo, los ángeles pueden contemplar esta situación desde otra perspectiva. En este caso tan sólo se presentará la situación en la que el crédito bancario es escaso. En este contexto los ángeles también pueden pensar que, si los bancos no proporcionan financiación a las jóvenes empresas, sus equipos directivos deberán recurrir a ellos para conseguir financiación, lo cual les permitirá disponer de una mejor posición negociadora que no si estas empresas pudieran obtener esta financiación por vía bancaria. Bajo esta perspectiva los ángeles preferirán operar en un entorno donde existan fuertes restricciones al crédito. En definitiva, será la forma de pensar de cada ángel la que determinará sus preferencias en relación a que el crédito sea abundante o bien que esté restringido. En todo caso, señalar una vez más que el trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) mostró que la disponibilidad de deuda de un país estaba negativamente relacionada con el porcentaje de ángeles inversores.

Comportamiento del mercado bursátil y el mercado inmobiliario

La relación entre los cambios o fluctuaciones en los precios del mercado de valores y el mercado inmobiliario ha sido analizada por Mason y Harrison (2000a, 2002b). Según estos trabajos la tendencia del mercado de valores podría influir en la actividad de los ángeles inversores en tres aspectos: primeramente, porque el mercado de valores ejerce una influencia determinante en la riqueza de los inversores y, por lo tanto, puede influir en la cantidad de capital disponible para invertir en empresas no cotizadas; segundamente, podría esperarse que los rendimientos esperados de la inversión en empresas no cotizadas sigan la misma tendencia que los rendimientos de las empresas que si cotizan en los mercados, con lo cual, subidas en estos mercados incentivarían también las inversiones informales. Finalmente, porque justamente podría darse la situación contraria a la descrita en el punto anterior, ya que una tendencia al alza en los mercados de valores podría desalentar las inversiones en empresas no cotizadas, debido a que los inversores podrían obtener buenos rendimientos con mucho menor riesgo invirtiendo en las empresas que cotizan en estos mercados.

Mason y Harrison (2000a) reportaron que más de la mitad de los ángeles encuestados habían manifestado que las condiciones del mercado de valores no tenían ninguna influencia en sus inversiones. Por consiguiente, cabría considerar que, como grupo, los ángeles inversores parecen ser indiferentes a los cambios en el mercado de valores en cuanto a su disposición a invertir en las Pymes no cotizadas, y sería poco probable que la evolución del mercado de valores tuviera un efecto sobre las cantidades invertidas. Estos resultados, sin duda, refuerzan la creencia que existe una

motivación más allá de la económica para invertir en empresas no cotizadas tal y como han apuntado numerosos trabajos (Baty, 1964; Wetzel, 1981, 1983; Mason y Harrison, 1994, 2002b; Sullivan y Miller, 1996).

Sin embargo, si se analizan a fondo los datos presentados por Mason y Harrison (2000a, p. 16), se verá que un buen comportamiento del mercado bursátil desincentiva la inversión a un 7% de los ángeles y, a su vez, un mal comportamiento de este mercado incentiva la inversión a un 15% de los ángeles. Aunque son minoría, son porcentajes suficientemente significativos como para plantearse establecer una proposición que relacione el mal comportamiento de los mercados con la propensión de un individuo a convertirse en ángel.

Por otro lado, un factor que el estudio de Mason y Harrison (2000a) también consideró relevante es la existencia del mercado AIM (Alternative Investment Market). El AIM es el mercado para las pequeñas empresas en crecimiento de la bolsa de Londres y su existencia es considerada positiva por más de la mitad de los ángeles inversores consultados. Según Mason y Harrison, esto puede deberse a dos motivos: de entrada, ofrece una vía de salida a las inversiones tanto de los ángeles como del capital riesgo formal y, además, debería incentivar la actividad informal de capital riesgo, permitiendo que los beneficios obtenidos por la venta de empresas no cotizadas fueran reinvertidos en este tipo de empresas. Lo más parecido al mercado AIM que existe en Cataluña y en España sería el MAB (Mercado Alternativo Bursátil).

2.2.3.2 Entorno Gubernamental

De los distintos factores que conforman el entorno, probablemente el gubernamental sea con diferencia el más tratado por los estudiosos del fenómeno ángel. Por otra parte debe tenerse en cuenta que con anterioridad a los estudios que analizan los efectos del entorno gubernamental sobre la inversión ángel se publicaron varios estudios que analizaban el efecto de este tipo de entorno en relación con las inversiones en capital riesgo formal o institucional. Así, por ejemplo, el trabajo de Bygrave y Timmons (1992) explicaba o, más bien justificaba, el crecimiento de la actividad institucional de capital de riesgo en los Estados Unidos a partir de los cambios regulatorios que favorecieron la capacidad de los fondos de pensiones para invertir en fondos de capital riesgo y la fortaleza del mercado de IPOs¹³. Por otra parte Gompers y Lerner (1997, 1998) argumentaron que la disminución del impuesto sobre plusvalías también había jugado un papel clave, no tanto desde el punto de vista de la oferta de capital, sino a través de su efecto positivo sobre la actividad empresarial que, a su vez, había creado más oportunidades de inversión. Evidentemente, el primer aspecto tiene poco interés para este estudio, pero si es enormemente pertinente el segundo, el que afecta a los impuestos que graban a las inversiones.

¹³ Proviene de *Initial Public Offering* y significa oferta pública de venta de activos financieros.

Más recientemente, numerosos estudios se han centrado en analizar el impacto de determinadas acciones gubernamentales en diferentes países. El interés por el análisis de estas acciones se debe según Álvarez y Urbano (2011, p. 29) “a la creciente incidencia que tienen los Gobiernos en el diseño de políticas de fomento para la creación de empresas, las cuales requieren estudios y evidencias empíricas para su correcta planificación e implementación.” Así, a modo de ejemplo, se pueden citar –por orden cronológico– trabajos como el de Harding (2000) que realiza una revisión crítica de las propuestas del gobierno del Reino Unido para desarrollar fondos de capital riesgo en las regiones inglesas para hacer frente al déficit de capital; el de Mason y Harrison (2001) donde se critica un programa público dirigido a las Pymes del Reino Unido llamado *Investment Readiness* realizando una contrapropuesta; el de Harding (2002) en el que se examina el papel gubernamental en la creación de estructuras de capital riesgo que soportan las empresas innovadoras de alto crecimiento, realizando una comparación en países como Estados Unidos, Alemania, Singapur, Francia, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido; el de Chang, Shipp y Wang (2002) que analiza el Programa de Tecnología Avanzada (*Advanced Technology Program*) (ATP) que apoya la fase inicial de los esfuerzos de desarrollo de tecnología por empresas de Estados Unidos; el de Dubocage y Rivaud-Danset (2002) en que analizan el papel de los organismos públicos en el desarrollo del capital riesgo en Francia y concluyen que la acción gubernamental puede ser eficaz en el desarrollo del capital riesgo; el de Lawton (2002) donde se defiende que los gobiernos deberían utilizar la industria del capital riesgo para fomentar la creación y el crecimiento de las Pymes y el empleo, en lugar de inversiones del tipo MBO y MBI; el de Mason y Harrison (2003) en que se analiza la iniciativa del gobierno laborista del Reino Unido de proporcionar apoyo a la creación de fondos regionales de capital de riesgo en cada una de las regiones inglesas, concluyendo que la iniciativa no es eficiente y que se requiere un enfoque integral para hacer frente al déficit de capital en el plano regional; el de Leleux y Surlemont (2003) donde analizan el papel del sector público en la industria del capital riesgo europea concluyendo que esta intervención es beneficiosa para la industria en su conjunto y para finalizar el de Cumming (2007) que analiza un programa del gobierno australiano llamado “Fondo de Inversión en Innovación (IIF)”, establecido por primera vez en 1997.

Centrando la atención en los ángeles inversores, se pueden encontrar trabajos como el de Lerner (1998) que proporciona una visión general de las motivaciones de los esfuerzos públicos para alentar a los ángeles inversores y donde se cuestiona la idoneidad de estas políticas. En total oposición al anterior trabajo, varios trabajos de Rudy Aernoudt proponen distintas posibilidades de intervención por parte de los gobiernos para incentivar el mercado ángel (Aernoudt, 1999, 2005a, 2005b). El mismo autor se ha centrado también en revisar las prácticas existentes de ayuda a la inversión ángel por parte de los distintos gobiernos europeos (Aernoudt, San José y Roure, 2007). En esta misma línea, un trabajo de Mason (2009) describe la naturaleza cambiante de las formas de intervención pública y ofrece una revisión crítica de su eficacia.

Como ya se ha indicado en el apartado dedicado a las RAIs, existen también varios trabajos dedicados a analizar los efectos y la conveniencia del apoyo gubernamental a las RAIs (algunos de

los más destacados son los de Harrison y Mason, 1991, 1996a; Mason y Harrison, 1995b; Gullander y Napier, 2003a, 2003b, 2004; Collewaert, Manigart y Aernoudt, 2010; Christensen, 2011). La mayoría de estos trabajos como el de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010), realizado en Flandes, concluyen que la subvención de RAIs por parte de las autoridades gubernamentales genera muchos efectos positivos, tanto directos como indirectos.

Finalmente, indicar que trabajos como los de Mason y Harrison (2008) y Mason (2009) abogan por que todos los países desarrollados produzcan series de datos temporales de las actividades de inversión de los ángeles inversores para proporcionar a los responsables políticos una visión general del entorno financiero y un seguimiento de los efectos de las intervenciones en el mercado.

Como se ha visto, el entorno gubernamental es amplio y complejo, esto significa que los gobiernos pueden implementar una gran variedad de políticas y acciones para incentivar la inversión ángel como por ejemplo: la creación de esquemas de coinversión pública privada, iniciativas públicas para crear RAIs, políticas públicas para estimular la demanda de capital riesgo, iniciativas publicas para alentar a los ángeles inversores, creación de organismos públicos de ayuda o “*matching*” entre oferentes y demandantes de capital, un marco regulador de protección de las oportunidades, programas gubernamentales para fomentar el emprendimiento, etc. Algunas de estas políticas, ya han sido analizadas en algunos países, por ejemplo, el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007), realizado en 31 países del GEM, mostró que las políticas y programas a favor del emprendimiento tenían un efecto positivo en la proporción de ángeles inversores, aunque no de forma significativa. Sin embargo, a pesar de la amplia variedad de acciones con que cuentan los gobiernos para incentivar la inversión ángel, esta tesis doctoral se limitará a estudiar los efectos de la política impositiva o fiscal.

Política impositiva o fiscal sobre los ingresos

La política fiscal, sin duda, es un instrumento que puede alentar o desalentar el nivel de inversiones en un país, incluyendo por supuesto la inversión ángel. La política fiscal puede incidir en la propensión de los individuos a convertirse en ángeles inversores por al menos los siguientes cuatro motivos: porque afectará a sus ganancias de capital, por el efecto que puede tener sobre los dividendos que los ángeles inversores pueden obtener de sus inversiones, porque incidirá en los resultados de las empresas en las que invierten los ángeles y porque influirá en los resultados de toda la actividad económica en general.

Existen varios estudios que han tratado la relación entre la fiscalidad y el nivel de inversión. Por ejemplo, un estudio de Jeng y Wells (2000), realizado sobre 21 países, encontró que ciertas estructuras fiscales ayudaban al desarrollo del capital privado y a los fondos de capital riesgo. A nivel de los ángeles inversores, la creencia general (representada por trabajos como los de Aernoudt, 1999; Mason y Harrison, 2002b) es que las deducciones fiscales a la inversión ángel aumentan la

oferta de la inversión informal. Sin embargo, esta creencia, aunque es mayoritaria, no es compartida por todos los investigadores; así, por ejemplo, Carpentier y Suret (2007) dudan de la eficacia de este tipo de deducciones. La idea que subyace en la bondad de las desgravaciones fiscales es que, en la medida que estas existan, los inversores dispondrán de mayores fondos para dedicar a sus preferencias personales, entre ellas también la inversión informal.

De los tres elementos analizados por Mason y Harrison (1999a, 2000a, 2002b), el entorno económico, las fluctuaciones en los mercados (bursátil e inmobiliario) y una política fiscal basada en la reducción de impuestos, es esta última la que tiene un mayor efecto sobre la voluntad de los ángeles inversores a invertir en empresas no cotizadas. Según Mason y Harrison (2000a), las desgravaciones fiscales y las reducciones en el impuesto sobre las plusvalías tienen un impacto muy importante en el fomento de la actividad de inversión en capital riesgo informal. En este sentido, un aspecto importante que destacan los autores del estudio es que la eficacia de estos incentivos fiscales se reducirá si las normas que los regulan son excesivamente complejas y/o si se cambian con frecuencia. Igualmente, la reducción de los impuestos que gravan los dividendos y la creación de sistemas de garantía de capitales (sistemas en los que el gobierno asume un porcentaje de las pérdidas de la inversión) también pueden tener efectos positivos, aunque menos significativos. Por el contrario, altas tasas impositivas que gravan tanto las ganancias de capital como los dividendos desincentivan la inversión de los ángeles inversores en las empresas no cotizadas.

Asimismo, el trabajo de Mason y Harrison (2002b) muestra que mayores tipos impositivos sobre las plusvalías y sobre los ingresos obtenidos en forma de dividendos desalentarían la inversión en empresas no cotizadas a la mitad de los encuestados. Por el contrario, una reducción en el tipo impositivo que graba las plusvalías animaría al 52% de los ángeles inversores a invertir más, mientras que la reducción de los impuestos que gravan los ingresos vía dividendos animaría al 43% de los inversores. Por último, un 74% de los ángeles inversores se verían alentados a invertir más si existiese exenciones fiscales a la inversión en empresas no cotizadas. También el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) corroboró que los países con mayores niveles de impuestos sobre la renta de los individuos son menos propensos a tener inversores informales en general y ángeles inversores en particular entre su población.

Un documento de la Dirección General de Empresa e Industria de la Comisión Europea (European Commission, 2003) señala que la reducción de impuestos y el aumento de la desgravación fiscal aumenta la disposición de los ángeles a invertir y propone que todos los países europeos concedan determinados privilegios a la inversión ángel. También en el estudio de Arís, et al. (2009) donde se compara la tributación de los ángeles inversores en diferentes países se indica que *“se puede concluir que en tanto las actividades de los business angels permiten conseguir los objetivos de competitividad y empleo, y asumen los mismos riesgos que las empresas de capital riesgo, la industria de Venture Capital, pueden recibir el mismo tipo de ayudas e incluso algunas especiales,*

dada la aportación adicional de capital en una fase especialmente arriesgada como es la de capital semilla.” Arís, et al. (2009, p. 31).

2.2.3.3 Entorno Cultural y Empresarial

El entorno empresarial de una determinada región o zona geográfica puede también influir en el desarrollo y la amplitud del mercado ángel. El entorno empresarial y, más concretamente, la relación entre el entorno empresarial y la existencia de un mayor o menor número de ángeles puede venir determinado por un amplio número de variables, como podrían ser la valoración que los empresarios y emprendedores realizan de los ángeles inversores que operan en su entorno, el hecho de vivir en un entorno muy emprendedor (Wong, Ho y Autio, 2004), la existencia de informantes de confianza, la existencia de buenos emprendedores con cierto déficit de conocimientos que posibiliten a los ángeles aportar fácilmente valor al negocio, el nivel de confianza generalizada (Harrison, Dibben y Mason, 1997; Dibben, Harrison y Mason, 1999), o, incluso, como señala Saetre (2003), la posibilidad que sean los propios emprendedores los que empujen a determinados individuos a convertirse en ángeles (lo que podríamos denominar caza de ángeles por parte de los emprendedores).

En relación a esta última variable, Saetre (2003) considera que los ángeles pueden aportar tres tipos distintos de capital a las empresas en las que invierten: capital financiero, capital competente y, finalmente, capital pertinente. El capital financiero es sólo eso, capital, por tanto los inversores que sólo aportan capital financiero por lo general son inversores pasivos. El término “capital competente”, tal como se utiliza en la literatura académica, generalmente se refiere a un inversor con uno o más de los siguientes cuatro aspectos: experiencia emprendedora (experiencia en la fundación y en la gestión de su propia empresa), liderazgo y experiencia en negocios (esto es, experiencia en gestión en general y en los negocios), educación superior, y experiencia como inversor (en otras palabras, experiencia en la inversión en empresas no cotizadas).

Los ángeles que reúnen estas características son claramente competentes, pero no necesariamente cuentan con la experiencia ni con los contactos deseables en una determinada industria en concreto, por tanto no constituyen lo que Saetre (2003, p. 83) denomina “capital relevante” (“*relevant capital*” en inglés). Los inversores de capital competente no sólo aportan capital financiero a las empresas, sino que, en la medida en que están comprometidos con la empresa, también le proporcionan competencia. Se trata, pues, de ángeles activos que aportan “tres Cs¹⁴” (capital, competencia y compromiso). En general, se acepta que el capital competente es mucho más valioso para las empresas innovadoras que el mero capital. Por último los inversores con experiencia en una industria o nicho determinado que proporcionan capital competente, pero que además proporcionan acceso a sus redes y contactos en esa industria son los inversores de capital pertinentes. Estos ángeles

¹⁴ Proviene de los términos ingleses “*capital, competence and commitment*” aunque en su traducción al español siguen manteniéndose las tres Cs.

proporcionan “cuatro Cs¹⁵” (capital, competencia, compromiso y contactos). Cabe destacar la última C (los contactos), ya que distingue el capital pertinente del capital competente y, además, siguiendo a Coleman (1988) convierte el capital humano en capital social. Según Saetre (2003) son los propios emprendedores los que empujan a los individuos que poseen un elevado capital pertinente a convertirse en ángeles y a invertir en sus proyectos.

De todas las variables citadas, este trabajo tan sólo se interesará por la primera, o sea, por como valoran los empresarios y emprendedores a los ángeles inversores. Esta valoración por parte de los empresarios será también analizada a nivel de toda la sociedad, por lo que en realidad la variable relativa al entorno cultural y empresarial que se analizará será el reconocimiento social a la figura del ángel inversor, aunque distinguiendo entre el entorno empresarial y el social.

En cuanto al entorno cultural, de la misma manera que sucede en el entorno económico, existen una gran variedad de factores susceptibles de analizar; sin embargo, se considera que los más interesantes son la educación, más concretamente, la formación en emprendimiento y, además, el reconocimiento social al emprendimiento y a la figura del ángel inversor.

En relación a la educación, por distintas razones, pero sobre todo por una cuestión de extensión, no será tratada en este trabajo. Sin embargo, si conviene apuntar que la educación o formación en emprendimiento es indudablemente muy importante, tanto que en países como Estados Unidos se realizan y publican trabajos como el de Brush, et al. (2003) donde se propone una amplia lista de recomendaciones a los programas de doctorado que se imparten en sus universidades. Asimismo, varios estudios (como los de Reynolds, Bygrave y Autio, 2004; Acs, et al., 2005) reconocen el impacto que la educación tiene en la estimulación de la actividad emprendedora. Más interesante, si cabe, es el estudio de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) donde se analiza el impacto de la formación en emprendimiento que a nivel universitario se está dando en un determinado país en el porcentaje de ángeles inversores de este país. Los resultados muestran que existe una relación positiva y significativa entre estas dos variables; por tanto, aquellos países en cuyas universidades se ofrecen más y mejores programas de educación emprendedora, son más propensos a tener un mayor porcentaje de ángeles inversores entre su población. A nivel del estado español, tan sólo destacar un par de estudios, los dos realizados a partir de datos del GEM (Global Entrepreneurship Monitor). El primero de Coduras, et al. (2008) muestra que no existe una relación estadísticamente significativa entre el apoyo universitario al emprendimiento y el nivel de actividad emprendedora en España. El segundo de Álvarez, et al. (2011) indica que la educación primaria y superior únicamente se asocia con la actividad emprendedora masculina.

Se entiende que tratar de reproducir este tipo de análisis en Cataluña sobrepasa con mucho los objetivos de esta tesis doctoral, con lo que este estudio se limitará a analizar la relación que existe

¹⁵ Proviene de los términos ingleses “*capital, competente, commitment and contacts*” aunque en su traducción al español siguen manteniéndose las cuatro Cs.

entre el reconocimiento social al emprendimiento –y especialmente a la figura del ángel inversor– y el número de ángeles que operan en una determinada zona, en este caso Cataluña.

El reconocimiento social y empresarial a la figura del ángel inversor

Aunque prácticamente todos los estudios que tratan sobre los ángeles inversores subrayan la importancia de esta figura en el desarrollo económico (Mason y Harrison, 1992; Aernoudt, 2005b; Mason, 2009), apenas existen estudios que traten el reconocimiento social a la figura del ángel inversor. Sin llegar a este extremo, sí que el estudio de Lawton (2002) señala que los gobiernos deberían eliminar las barreras estructurales, tanto las tangibles como las intangibles, que impiden el desarrollo y la difusión de ángeles inversores, lo cual implica no sólo hacer frente a los obstáculos de regulación, sino también proporcionar la información necesaria para crear una cultura que disipe el miedo incrustado al riesgo y al capital riesgo, que existe en toda Europa.

Si existen unos pocos estudios que relacionan el entorno cultural con el emprendimiento. Por ejemplo, Szerb, Terjesen y Rappai (2007) anotan que la cultura influye en los entornos nacionales a través de estructuras de creencias y cambios en los sistemas. Entre los pocos estudios que relacionan el entorno cultural (en términos de emprendimiento) y la propensión a participar en la actividad emprendedora, el trabajo de Reynolds, Bygrave y Autio (2004) muestra que los individuos son más propensos a convertirse en emprendedores cuando esta carrera profesional tiene un reconocimiento elevado entre la sociedad.

Asimismo, estudios del GEM muestran que la enseñanza reglada del emprendimiento proporciona mejoras significativas en el ámbito de las actitudes emprendedoras de la población, lo que sin duda podrá traducirse en un incremento de la población que se interesa por el proceso emprendedor. Además, en Cataluña, según datos del GEM (2011), aproximadamente un 65 % de la población adulta considera que emprender es una buena alternativa profesional y alrededor del 60% estima que si el emprendedor tiene éxito conseguirá una buena posición social y económica. Estos datos son muy similares a los reportados por la población adulta española GEM (2012) donde además un 44,6% valora que los medios de comunicación difunden informaciones sobre experiencias emprendedoras que han gozado de éxito. En relación a este último, indicar que un estudio de Hormiga y Batista-Canino (2009) señala que para determinar si un empresario o emprendedor ha tenido éxito en su negocio, se muestran más eficaces los indicadores relacionados con la clientela de la empresa que los típicos indicadores financieros.

Por último, cabría indicar que el trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) encontró que aquellos países que gozan de un mayor reconocimiento social y cultural al emprendimiento tienden también a tener un mayor porcentaje de ángeles inversores entre su población. De esta manera, los ángeles inversores representan mayores porcentajes de la población en entornos o países desarrollados, con

altos índices de crecimiento, donde el emprendimiento tiene un estatus elevado y donde existe una baja distancia de poder.

2.2.3.4 Proposiciones sobre el entorno

Partiendo de la revisión de literatura realizada en el apartado anterior se propone la siguiente proposición:

Proposición 3. El entorno en el que se desarrolla un individuo influye en la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Como sucedía con las dos proposiciones anteriores, esta tercera también se descompone en otras tantas, concretamente en las 7 siguientes:

Proposición 3A: La existencia de un entorno económico que transmita una alta percepción de buenas oportunidades de inversión tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3B: La existencia de un entorno económico que estimule el crecimiento de la economía (PIB) tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3C: La existencia de un entorno económico con un fácil acceso y elevada disponibilidad de crédito tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3D: La existencia de un entorno económico donde tanto el mercado bursátil como el inmobiliario presenten una mala evolución tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3E: La existencia de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y su rápido desarrollo tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3F: La existencia de una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas (deducciones, desgravaciones, tipos impositivos reducidos) a la inversión ángel tendrá un efecto

positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3G: La existencia de un entorno cultural y empresarial donde se genere un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado y de la sociedad en general tendrá un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

2.3 Propuesta de modelo de investigación

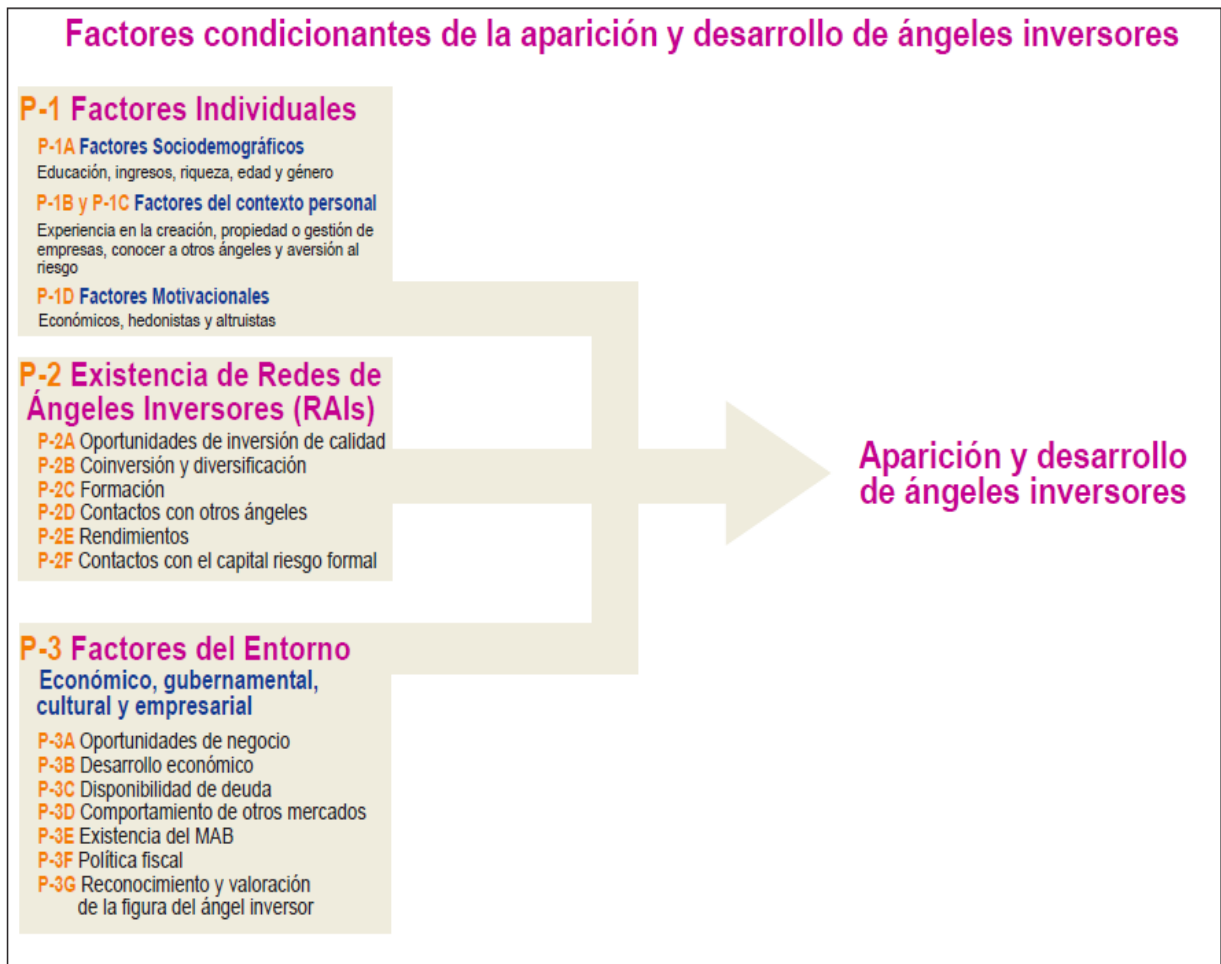
A partir de la revisión realizada y de las proposiciones planteadas en el apartado anterior en este epígrafe se propondrá un modelo que permita discutir, identificar y analizar cuales son los factores que condicionan a que un individuo pueda convertirse en un ángel inversor y contribuyan además en su actividad de inversión en empresas no cotizadas una vez iniciada su carrera como ángel.

En la Figura 4, se presenta este modelo de investigación que conjuga los 3 factores analizados: individuo, RAIs y entorno. Conviene señalar que una de las principales características de este modelo es que los factores propuestos impulsan tanto la aparición como el desarrollo de ángeles inversores, esto significa que además de condicionar la aparición de nuevos ángeles, los factores analizados también incentivan a todos los ángeles existentes a seguir invirtiendo en empresas no cotizadas propiedad de terceras personas que, por lo general, se encuentran en sus primeras etapas de vida. En definitiva todos los factores analizados y mostrados en la Figura 4 colaboran decisivamente en el desarrollo profesional de los ángeles inversores y por tanto en la financiación en las primeras etapas de nuevas empresas, muchas de ellas del ámbito tecnológico.

Como puede observarse, la Figura 4, además de mostrar los 3 grandes factores que condicionan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores (las 3 principales proposiciones de este trabajo) también presenta todos los subfactores analizados en el estudio que dan pie al conjunto de 17 proposiciones secundarias.

El eje central del proceso de creación de ángeles es el individuo, ya que la posibilidad y la voluntad de un individuo de convertirse en ángel está en uno mismo. Un entorno adecuado puede incidir en la voluntad del individuo orientándole hacia la conversión en ángel de muchas formas, mostrándole el camino, facilitándole el proceso, etc. Finalmente, una vez el individuo tiene la posibilidad y el entorno le ha inculcado la voluntad o, por lo menos, el interés por convertirse en ángel es cuando aparecen las redes de ángeles inversores (RAIs) para empujarle a que se convierta en ángel y para acompañarle y facilitarle su actividad inversora durante toda su carrera profesional.

Figura 4. Propuesta de modelo sobre los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores



Fuente: Elaboración propia

El individuo

En relación al individuo, existen tres grandes tipologías de factores que pueden impulsarle a convertirse en ángel. De entrada, los sociodemográficos: la edad, el género, la educación y, especialmente, los ingresos y riqueza. Estos factores son los que sostienen al ángel inversor –metafóricamente diríamos que son sus piernas–, ya que sin ellos difícilmente existiría. En segundo lugar, debido a que por si solos estos factores no son suficientes, necesita disponer de un conjunto de elementos relacionados con sus experiencias previas y pautas de conducta, factores que se han agrupado bajo el paraguas de contexto personal: la experiencia en la propiedad y gestión de empresas, la experiencia en la creación o fundación de empresas, conocer o haber tenido contacto con ángeles inversores y, finalmente, un bajo grado de aversión al riesgo. Todos estos factores, –continuando con la metáfora–, serán su corazón. Por último, el individuo requerirá una determinada motivación para finalmente adquirir la voluntad de convertirse en ángel. Esta motivación –su mente– no puede basarse simplemente en la búsqueda de un rendimiento económico, sino que debe incluir también el placer y la satisfacción por la actividad realizada, así como el deseo de contribuir o aportar a la sociedad.

En definitiva, tendríamos tres tipos de factores relacionados con el individuo: los sociodemográficos que serían las piernas que sustentan al individuo, los factores del contexto personal que serían el corazón que empuja al individuo a encaminarse hacia la conversión en ángel y, finalmente, las motivaciones que serían la mente del individuo que refrendará lo que las piernas y especialmente el corazón le dictan.

El orden de importancia de estos factores va de abajo a arriba, esto significa que los más importantes son las piernas, luego, el corazón y, finalmente, la mente. El factor motivacional (la mente) es, sin duda, el menos importante. De hecho, es posible que un individuo se convierta en ángel inversor sin contar con el triple factor motivacional, aunque, sin duda, si cuenta con él le ayudará a validar lo que los factores sociodemográficos (las piernas) y los factores relacionados con el contexto personal del individuo (corazón) le proponen. En cambio, es bastante improbable que un individuo se convierta en ángel si no posee una buena educación, riqueza o ingresos y, además, una amplia experiencia previa en emprendimiento y gestión de empresa y una alta tolerancia al riesgo.

El entorno

El entorno es otro gran factor que puede incidir en la propensión de un individuo a convertirse en ángel y en su posterior desarrollo como inversor. Por tanto, en función de las características del entorno se impulsará o incentivará a los individuos a convertirse en ángeles o por el contrario puede que se les desincentive.

Aunque el entorno puede desglosarse en diferentes aspectos, en este estudio se han considerado tan sólo tres. Así pues, el entorno se descompondrá en tres subentornos: el económico, el gubernamental y por último el cultural y empresarial. Cada uno de estos entornos o subentornos está afectado por múltiples factores, pero en este estudio se han considerado los siguientes: dentro del entorno económico se ha analizado el impacto que tienen factores como la existencia de oportunidades de negocio en la región, el desarrollo económico, la disponibilidad de deuda y la existencia y comportamientos de mercados como el bursátil, el inmobiliario y el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). En cuanto al entorno gubernamental tan sólo se han analizado los efectos que puede tener una política fiscal específica para los ángeles inversores y finalmente en relación al entorno cultural y empresarial se ha analizado un aspecto muy poco tratado por la literatura ángel como es el reconocimiento social a la figura del ángel inversor.

La conjunción de todos estos factores puede tener una gran influencia en la conversión de un individuo en ángel. Sin duda alguna, un entorno donde los centros educativos de todos los niveles fomenten el emprendimiento como forma de vida y creación de riqueza para el país, donde se generen muchas oportunidades de inversión, donde se incentive fiscalmente a que las personas apoyen y apuesten por estas iniciativas en sus primeras etapas y donde todos los estamentos de la sociedad conozcan y valoren el papel que realizan los ángeles inversores impulsará a muchos de los

individuos con capacidad para convertirse en ángeles a dar este paso. Por el contrario, entornos hostiles a este tipo de inversión, no sólo no impulsarán la aparición de nuevos ángeles, sino que incluso desincentivarán a muchos individuos que tienen la posibilidad e incluso un alto interés en el fenómeno ángel a dar el último paso y de esta forma nunca llegaran a realizar su primera inversión.

La existencia de redes de ángeles inversores (RAIs)

De los tres factores descritos, individuo, entorno y RAIs, son estas últimas las que por lo general intervienen en último lugar actuando como lanzaderas de nuevos ángeles. Lo más habitual es que las RAIs actúen cuando el individuo –gracias quizás al entorno en el que opera– ya haya manifestado un claro interés por la figura del ángel inversor y de “motu proprio” se acerque a una de ellas. En algunos casos son incluso las propias RAIs las que lanzan sus tentáculos en busca de individuos con capacidad para convertirse en ángeles sin que hasta el momento estos hayan manifestado un especial interés por la inversión ángel.

Las RAIs además de colaborar decisivamente en la conversión de un individuo en ángel inversor, realizan un importante papel de acompañamiento a lo largo de toda la carrera del ángel. Por tanto no sólo son fundamentales en la aparición de nuevos ángeles, sino que su principal rol consiste en garantizar que estos individuos ejerzan como ángeles durante muchos años, por tanto son vitales para el desarrollo profesional del ángel inversor gracias a los diferentes servicios que les proporcionan. Estos servicios se han sintetizado en los siguientes: suministro constante de oportunidades de inversión de calidad, posibilidades de coinversión con otros ángeles, más posibilidades de diversificación sectorial, formación sobre los procesos de inversión ángel, la posibilidad de obtener mejores rendimientos gracias a todos estos servicios, contactos tanto formales como informales con otros ángeles con los cuales compartir experiencias y finalmente pueden proporcionar al ángel un contacto formal con el capital riesgo, lo que puede traducirse tanto en algún tipo de coinversión como en una posible fuente de salida o desinversión.

Los ángeles

Finalmente en el modelo aparecen los ángeles inversores. Como ya se ha indicado, los factores analizados no sólo condicionan la aparición de nuevos ángeles, sino que inciden de manera decisiva en que todos los ángeles (novatos y expertos) sigan realizando inversiones y desarrollen una gran carrera como inversores. En definitiva, que todos estos individuos se conviertan en ángeles experimentados que realizan inversiones periódicamente y que puedan incluso ejercer como mentores de emprendedores y otros ángeles.

Capítulo 3. Metodología

Tal como se mencionó anteriormente, este estudio exploratorio analiza cuáles son los factores que condicionan que un individuo se convierta en un ángel inversor en el contexto de Cataluña. Dada la complejidad del fenómeno ángel, el elevado grado de desconocimiento que la sociedad catalana posee de este fenómeno y la escasa o prácticamente nula literatura dedicada a la inversión ángel en el entorno de Cataluña, se ha creído conveniente utilizar una metodología basada en el estudio de casos, para de esta forma estudiar el fenómeno en profundidad (Yin, 1984). Además, siguiendo a Yin (2003), la metodología del caso es adecuada y pertinente cuando se trata de analizar eventos o fenómenos contemporáneos. Asimismo, Gartner y Birley (2002, p. 387) señalan que *“muchas de las cuestiones más importantes relacionadas con el emprendimiento sólo pueden ser respondidas a través de métodos y enfoques cualitativos.”*

Una vez definida la metodología de investigación a utilizar —el estudio de casos—, el siguiente paso sería determinar la tipología concreta de estudio a realizar. En este sentido, esta investigación se inclina por la utilización de un estudio de caso simple o único y delimitado a un ámbito geográfico muy concreto como es Cataluña. Según Yin (2003), el estudio de caso único es pertinente básicamente en cinco situaciones o circunstancias, y se entiende que en esta investigación se dan, en mayor o menor medida, tres de estas circunstancias. La primera se da cuando se pretende probar una teoría bien formulada; Yin (2003, p. 40) indica que *“la teoría ha especificado un conjunto claro de proposiciones así como las circunstancias dentro de las cuales se cree que las proposiciones son ciertas. Para confirmar, desafiar, o extender la teoría, un caso simple puede encontrar todas las condiciones para probar la teoría. El caso simple puede usarse para determinar si las proposiciones de una teoría son correctas o si algún conjunto alternativo de explicaciones podría ser más pertinente”*. La segunda concurre cuando se pretende mostrar un caso representativo o típico; en este sentido, se entiende que Cataluña representa un ámbito geográfico tan representativo o típico para el objeto de estudio como puede serlo cualquier otro. Además, Cataluña, por las posibilidades que proporciona al investigador, dado su reducido tamaño, por la elevada concentración del fenómeno ángel en la ciudad de Barcelona y también porque hasta ahora nadie se ha aventurado a realizar un estudio de estas características se considera que encaja también en lo que Yin (2003) denomina caso revelador. Esta última situación concurre cuando *“un investigador tiene una oportunidad para observar y analizar un fenómeno previamente inaccesible a la investigación científica”* Yin (2003, p. 42).

Se entiende, por tanto, que en el contexto de los ángeles inversores en Cataluña, *“la utilización del caso simple puede representar una significativa contribución al conocimiento y a la construcción de la teoría”* Yin (2003, p. 40).

3.1 Recogida y análisis de datos

Según Yin (2003), las pruebas o evidencias para los estudios de casos pueden provenir de muchas fuentes entre las que destaca: los documentos, el material de archivo, las entrevistas, la observación directa, la observación participante y determinados artefactos físicos. Asimismo, Eisenhardt (1989) destaca que en los estudios de casos se combinan distintos métodos de recolección de datos como archivos, entrevistas, cuestionarios y observaciones; de la misma forma, indica que la evidencia puede ser cualitativa, cuantitativa, o una mezcla de ambas (en este sentido Kathleen Eisenhardt muestra como ejemplo de estudio que combina ambas evidencias el trabajo de Mintzberg y McHugh, 1985). En cuanto a la información cuantitativa Yin (2003, p. 15) señala que *“el estudio de casos puede basarse en una mezcla de evidencias cuantitativas y cualitativas. Además los estudios de casos no siempre necesitan incluir directas y detalladas observaciones como fuente de evidencia”*.

Así pues, este trabajo se centrará en un estudio de caso único: el caso de Cataluña; y, para su desarrollo, se contará con distintas y variadas fuentes de datos, tanto cualitativas –básicamente entrevistas, aunque de diferentes tipos–, como también cuantitativas, procedentes de diversos orígenes. Es importante destacar que, a pesar de contar con importante y valiosa información de carácter cuantitativo, esta formará parte del estudio de caso y su función básica será corroborar las informaciones de carácter más cualitativo (este es el caso por ejemplo de estudios como los de Yin, 1979; Hanna, 2000).

Por otra parte, tal y como indica Yin (2003, p. 10) *“... el estudio de casos, como los experimentos, es generalizable a las proposiciones teóricas y no a poblaciones o universos. En este sentido, el estudio de casos, al igual que los experimentos, no representa una "muestra", y en la realización de un estudio de caso el objetivo del investigador debe ser extender y generalizar las teorías (generalización analítica) y no enumerar frecuencias (generalización estadística)”*. Destacar también que debido al largo tiempo dedicado a la realización de este estudio, se produjo un cierto solapamiento entre la recogida, codificación y análisis de los datos (un solapamiento ampliamente defendido en la obra de Glaser y Strauss, 1967).

Aunque la principal fuente de datos ha sido las entrevistas en profundidad propias del análisis cualitativo, estas se han complementado con una gran variedad de datos cuantitativos obtenidos básicamente a partir de dos encuestas. Una primera (ver anexo 2) dirigida especialmente a los ángeles inversores registrados en alguna de las RAIs que operan en Cataluña, aunque sin descartar la posibilidad que la respondieran otros ángeles que no estuvieran registrados en ninguna red. La segunda (figura en el anexo 3), se distribuyó a individuos no ángeles a partir de organizaciones de empresarios y directivos y tenía la intención de recabar la predisposición a convertirse en ángeles de aquellas personas que con mayor frecuencia acaban convirtiéndose en ángeles inversores, o sea, empresarios, directivos y ejecutivos de empresas. Además de averiguar si estas personas tienen una

alta o baja probabilidad de convertirse en ángeles, también se recabó su opinión en relación a los tres factores objeto de estudio: individuo, RAIs y entorno.

Los datos obtenidos en estas dos encuestas no sólo complementan la información cualitativa, sino que han ayudado a enfocar de forma mucho más precisa la metodología basada en el análisis de casos; y, por tanto, han permitido aportar un mayor grado de profundidad en aquellos aspectos que las encuestas han revelado como más interesantes.

Profundizando en los datos de carácter más cuantitativo, señalar que a partir de la revisión de la literatura existente, se identificaron diferentes factores que podían tener relación con el hecho que una persona se convirtiera en ángel. Así pues, se obtuvieron un total de 25 factores que se agruparon en tres grandes dimensiones: individuo, RAIs y entorno. Estos factores se introdujeron en un cuestionario anónimo (ver anexo 2) que, con la colaboración de algunas redes de ángeles inversores catalanas, se distribuyó a los ángeles registrados en estas redes. Un total de 23 ángeles inversores respondieron el citado cuestionario, con lo cual se dispuso de valiosa información de carácter más cuantitativo o, si se quiere, descriptivo para complementar las informaciones obtenidas mediante la entrevista en profundidad a los 10 ángeles inversores entrevistados en este estudio.

Posteriormente, se elaboró una segunda encuesta (anexo 3), muy parecida a la primera, con un doble objetivo: primeramente, disponer de algunos datos sobre si en Cataluña los hombres y mujeres que ejercen como empresarios o directivos/ejecutivos estaban o no interesados en convertirse en ángeles inversores; segundamente, detectar aquellos factores que podían incentivar a estos individuos a convertirse en ángeles y, de esta forma, poder realizar una primera comparación entre los resultados proporcionados por los ángeles y los no ángeles. Aunque evidentemente no era el objetivo de este trabajo, gracias a los resultados de esta segunda encuesta también se han podido detectar posibles diferencias entre hombres y mujeres que convendría analizar y en todo caso validar en un futuro.

Por tanto, esta segunda encuesta complementaba la primera y, globalmente, proporcionaba ideas muy útiles a la hora de estructurar las entrevistas que posteriormente se mantendrían con los 10 ángeles seleccionados.

Por lo que respecta a los datos cualitativos de este estudio, todos se obtuvieron en forma de entrevistas. En total, se realizaron una treintena de entrevistas, de las cuales 22 fueron transcritas y posteriormente analizadas con la ayuda del software Atlas.ti, ya que como señala Friese (2012, p. 1) *“mediante el uso de Atlas.ti, es mucho más fácil analizar datos sistemáticamente y hacer preguntas que de otra manera no se harían, porque las tareas manuales implicadas llevarían demasiado tiempo”*. El Atlas.ti es uno de los paquetes más conocidos y utilizados de lo que se denomina *“Computer Assisted Qualitative Data Analysis Software (CAQDAS)”*. Hwang (2008, p. 524) señala que *“este tipo de software se puede utilizar en cualquier punto a lo largo del espectro de la investigación”*

cualitativa". Por su parte Lonkila (2012) indica que el "grounded theory"¹⁶ ha ejercido una fuerte influencia en el programa Atlas.ti. Siguiendo al mismo autor, Lonkila (2012, p. 42) el "grounded theory" puede definirse como "un método para la generación inductiva (y verificación provisional) de hipótesis y teorías sociológicas a partir de datos empíricos". Por tanto el software Atlas.ti es muy válido tanto para la construcción de teoría como para la comprobación de hipótesis y está claramente recomendado por algunos trabajos (como los de Kelle y Laurie, 1995; Lonkila, 1995; Prein, Kelle y Bird, 1995). Por su parte Weitzman y Miles (1995) en referencia a este software señalan que: "ATLAS.ti es un programa potente, bien diseñado y fácil de usar para la codificación e interpretación de textos. Pero más que eso, ofrece una gama inusualmente amplia de herramientas poderosas para la construcción de la teoría, como un editor de red que te permite crear gráficamente, manipular y examinar las relaciones lógicas (jerárquicas o no) entre tus códigos. También puede incluir segmentos de texto en las vistas de la red." En definitiva, la utilización del software Atlas.ti presenta importantes ventajas, una de ellas es la posibilidad de tratar una gran variedad de datos con la máxima precisión y flexibilidad para de esta forma detectar posibles interconexiones. Asimismo, la utilización de este software permite al investigador interpretar las implicaciones teóricas de la investigación de forma paralela al proceso de la codificación de los datos, lo cual enriquece mucho el proceso. Por último señalar que Atlas.ti también permite elaborar gráficos de las relaciones e interconexiones detectadas, como por ejemplo los que se presentan en las figuras 7, 8, 9 y 10.

En cuanto a las entrevistas señalar que se realizaron en tres fases distintas. En una primera fase, se mantuvo una o varias entrevistas con cada uno de los responsables de las diferentes RAIs que operan en Cataluña (ver anexo 4). Dado que durante la realización del estudio aparecieron dos nuevas redes (Economistas BAN y Camelot Capital), las entrevistas con los responsables de estas dos redes se hicieron con posterioridad al resto de redes. También se concertaron entrevistas con responsables de empresas, que sin tener la consideración de una RAI, realizan funciones de "matching" entre inversores y emprendedores, sería el caso, por ejemplo, de "The Crowd Angel". Finalmente, cabría indicar que, a lo largo de esta fase, se mantuvo varias entrevistas con el Sr. Oriol Sans responsable del programa XIP de ACCIÓ, la agencia catalana de apoyo a la competitividad de la empresa adscrita al Departamento de Empresa y Ocupación de la Generalitat de Catalunya. Todas estas entrevistas, con excepción de las realizadas a los responsables de Economistas BAN y Camelot Capital, fueron analizadas mediante el software Atlas.ti con el fin de detectar si los factores condicionantes de la inversión ángel derivados de la revisión de literatura desarrollada en el capítulo anterior coincidían con las opiniones de estos responsables.

En la fase intermedia se realizaron entrevistas a diferentes ángeles muy vinculados a RAIs, como el Sr. Albert Colomer (BANC), el Sr. Fernando Zallo (ESADE); vinculados a organizaciones empresariales, Sr. Joan Rovira y Sr. Àlex Fernández (Consell Empresarial d'Osona); o ángeles

¹⁶ Se ha optado por mantener el término "grounded theory" en su versión original inglesa, ya que no existe una única y aceptada traducción al español del mismo, sino que se pueden encontrar versiones tan distintas como por ejemplo "teoría fundamentada", "muestreo teórico" o "teoría anclada".

vinculados tanto a redes como a organizaciones empresariales, como el Sr. David Garrofé (BANC y CECOT). En esta fase también se mantuvo una entrevista con la Sra. Teresa Torres, directora del IFEM¹⁷.

Ya en la última fase del estudio, se realizaron entrevistas en profundidad a 10 ángeles inversores de Cataluña (ver anexo 5). Conviene indicar que en esta última etapa el estudio de estos 10 ángeles se planteó como si se tratara de un estudio de casos múltiple. Esto significa que una parte del estudio de caso se ha elaborado utilizando parte de la metodología utilizada para el estudio de casos múltiples, y es precisamente siguiendo esta metodología que se escogieron 10 casos, ya que, como indica Eisenhardt (1989), es recomendable utilizar entre 4 y 10 casos. En este sentido, a pesar del esfuerzo que ha significado, se ha optado por mostrar el máximo número de ángeles para de esta forma poder ofrecer una mejor visión y representación del mercado ángel en Cataluña.

Aunque todos los datos que se presentarán en este trabajo son importantes, se cree que la mayor fuente de evidencia proviene de estos 10 ángeles o subcasos, ya que como indica Mintzberg (1979, p. 587): *“Mientras que los datos sistemáticos crean las bases de nuestras teorías, son los datos anecdóticos los que nos permiten construir el edificio. La construcción de la teoría parece exigir una rica descripción, la riqueza que proviene de la anécdota. Descubrimos todos los tipos de relaciones en los datos duros, pero es sólo a través del uso de estos datos blandos que somos capaces de explicarlos”*.

Además, no sólo es interesante lo que dicen los ángeles, sino que también lo es como lo dicen, ya que con sus gestos y expresiones pueden dotar de mayor o menor credibilidad a sus palabras. En este sentido, conviene destacar que todas las entrevistas han sido realizadas por el autor del trabajo cara a cara con cada uno de los 10 ángeles seleccionados. Esta forma de actuar viene respaldada por Mintzberg (1979, p.587): *“Creo que el investigador que recoge los datos cuantitativos a distancia sin contar con anécdotas, para apoyarlos, siempre tendrá dificultades para explicar las relaciones interesantes (aunque puede descubrirlas)”*.

En cuanto a la selección de los 10 ángeles que se presentan en este trabajo, conviene indicar que no se realizó de forma aleatoria, ya que, como indica Eisenhardt (1989), no es habitual el uso de la técnica del muestreo de los casos de la población elegida en la construcción de teoría a partir de estudios de caso. En la misma línea, Glaser y Strauss (1967) sostienen que los casos se seleccionan por razones teóricas y no estadísticas. Es por ello que en este estudio, con excepción de las dos

¹⁷ El IFEM Instruments Financers per a Empreses Innovadores, SLU es una filial del Institut Català de Finances (ICF) que gestiona los fondos aportados conjuntamente por el FEDER (Fondo Europeo de Desarrollo Regional) y la Generalitat de Cataluña en el marco del programa JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises). Los fondos distribuidos por el IFEM se dirigen principalmente a la creación de empresas, a proyectos de transferencia de tecnología y a fondos de tecnología y de innovación.

mujeres, que encajan en el mismo perfil, cada uno de los ángeles seleccionados respondía a un perfil distinto que se estableció sobre todo a partir del género, la edad en que se convirtieron en ángeles, la edad actual y la procedencia de cada individuo, también, aunque en menor medida, a partir de su perfil de inversión (número de inversiones realizadas, importe invertido, sectores invertidos).

Así pues, se mostrarán 10 ángeles –8 hombres y 2 mujeres– que encajan en 9 perfiles distintos que se establecieron, tanto a partir de los datos cualitativos recogidos en las entrevistas mantenidas con los responsables de las RAI catalanas y de las conversaciones que en los últimos tres años el autor de este trabajo ha mantenido con distintos ángeles y otras personas implicadas en el desarrollo del fenómeno ángel en Cataluña, como también a partir de los datos cuantitativos recogidos en la primera encuesta realizada.

Se considera que los 9 perfiles descritos abarcan todo el panorama actual, aunque es importante destacar que no hay dos ángeles iguales y que, por tanto, es posible que pudiera haber alguna tipología de ángel que no quedase suficientemente bien representada en este trabajo. A pesar de todo lo indicado, es conveniente indicar que estos perfiles o tipologías de ángeles responden a la realidad de Cataluña de un periodo temporal muy concreto (2011-2012). Es probable que dentro de 5 o 10 años estos perfiles hayan evolucionado y, por tanto, que algunos de ellos puedan carecer de validez.

Así pues los 9 perfiles seleccionados responden a una situación temporal muy acotada, donde la figura del ángel inversor es todavía muy poco conocida, como así lo evidencia la encuesta realizada tanto a ángeles como a empresarios y directivos, donde de media se indica que sólo un 5% de la población catalana conoce la figura del ángel inversor o “business angel”. Una situación temporal, donde el número de miembros de las RAIs catalanas se mueve alrededor de los 400 pero teniendo en cuenta que:

- una misma persona (física o jurídica) puede estar registrada en más de una red y, por tanto, estar duplicada o triplicada en este registro,
- de estos miembros, no todos son personas físicas y por tanto posibles ángeles,
- de las personas físicas no todos son ángeles, ya que una parte nunca ha realizado ninguna inversión ángel,
- de los que si son ángeles no todos son catalanes,
- de los ángeles catalanes solo una parte son realmente activos.

Por último, en cuanto a los ángeles catalanes no registrados en las RAIs catalanas, actualmente, nada se sabe, excepto que existen; de hecho, este trabajo da prueba de ello, pero a día de hoy no hay ningún estudio que haya podido cuantificar con un mínimo de fiabilidad cuantos ángeles pueden estar operando en Cataluña al margen de las RAIs existentes.

3.2 Perfil de los ángeles inversores analizados

El **perfil 1** se ha denominado **ángel novato** y correspondería a un individuo que se convierte en ángel muy joven, con una edad inferior a los treinta y cinco años. En la actualidad sigue siendo joven con lo cual lleva poco tiempo ejerciendo de ángel y únicamente ha realizado una inversión en empresas no cotizadas que no son propiedad de familiares ni amigos.

El **perfil 2** se ha denominado **ángel de internet**. Correspondería a un individuo que se convierte en ángel siendo bastante joven, con una edad comprendida entre los treinta y pocos y los cuarenta años. En la actualidad este ángel tendrá entre treinta y cinco y cincuenta y pocos años. Es un ángel que ha obtenido gran parte de su riqueza a partir de la creación y posterior venta de una empresa de internet. Es por lo general un ángel muy activo en cuanto a inversiones, todas ellas realizadas en el sector de internet. El sector de internet es un sector muy atractivo para todos los ángeles, con independencia de su perfil, casi todos habrán realizado alguna inversión en empresas que de una u otra forma basan su negocio en internet. Sin embargo, el ángel de internet es un ángel que sólo se interesa por internet, un entorno en el cual es un verdadero experto. En cuanto a la edad, el rápido desarrollo de las nuevas tecnologías y la novedad que todavía suponen la gran mayoría de negocios vinculados a internet provoca que actualmente la mayoría de ángeles que invierten en estos sectores sean bastante jóvenes. Buena prueba de ello, es que actualmente una forma rápida de contactar con esta tipología de ángeles en Cataluña es precisamente la utilización de internet, especialmente aplicaciones como Twitter donde fácilmente se podrán detectar algunos de estos ángeles, concretamente este fue el mecanismo de contacto que se utilizó en este estudio para contactar con el ángel representante de este perfil.

El **perfil 3** se ha denominado **ángel del capital riesgo**. Este perfil no se corresponde con ninguna edad en concreto, aunque es difícil encontrar ángeles de este perfil que no hayan cumplido los cuarenta. Este perfil de ángel trabaja o ha trabajado como gestor de fondos o sociedades de capital riesgo y/o “family offices”. Por tanto, se ha dedicado a gestionar fondos de terceros, no los suyos propios, pero conoce muy bien la problemática de la inversión en empresas no cotizadas. Muchos de estos gestores de empresas de capital riesgo acaban invirtiendo también su propio dinero en este tipo de empresas y por tanto se convierten en ángeles inversores.

El **perfil 4** se ha denominado **ángel familiar**. Al igual que el anterior, este perfil tampoco se corresponde con ninguna edad concreta, aunque es probable que empiece a ejercer esta actividad siendo relativamente joven. Se trata de ángeles que gestionan el patrimonio familiar. Son, por tanto, gestores de “family offices”, pero a diferencia de los anteriores, estos son propietarios (por lo menos en parte) de los fondos que gestionan. En la mayoría de casos, estos ángeles son miembros jóvenes de familias más o menos adineradas con una elevada formación que quieren gestionar el patrimonio familiar, de forma diferente a como lo han venido haciendo sus padres y abuelos, mucho más acostumbrados a las tradicionales inversiones bursátiles e inmobiliarias.

El **perfil 5** se ha denominado **ángel polifacético** y correspondería a un ángel que empieza a invertir a mediana edad entre los 45 y 55 años. Este perfil ha desarrollado su actividad profesional en diferentes facetas. Así, en muchos casos, es una persona que ha trabajado como asalariado en varias empresas, que ha constituido nuevas empresas y que, finalmente, se ha incorporado a la dirección de la empresa familiar. Este largo recorrido, como es lógico, requiere cierto tiempo y, por consiguiente, este ángel suele aparecer bien entrados los cuarenta. En muchos casos, estos ángeles también han mostrado un gran interés por la docencia, tarea que suelen compaginar con el resto de actividades. Se trata, pues, de un ángel con una gran variedad de registros, entre ellos por supuesto el de invertir en empresas no cotizadas.

El **perfil 6** se ha denominado **ángel emprendedor**. Lo definiríamos como un individuo que ha constituido una (o varias) empresas a edad temprana y con la(s) que ha conseguido aprender el funcionamiento del negocio, establecer todo tipo de contactos y, sobre todo, ganar dinero. En definitiva, se trata de un empresario de éxito. En función de lo que tarde en lograr el éxito empezará su carrera más o menos joven, sin embargo la mayoría iniciarían esta actividad en una edad comprendida entre los 38 y los 50 años. Probablemente, se trate del ángel más activo, tanto en lo que se refiere al número de inversiones realizadas como a los importes invertidos, por lo general muy elevados. Su carácter emprendedor le impulsa a financiar y a colaborar aportando su experiencia a una gran variedad de proyectos de diferentes sectores. Seguramente, para la mayoría de personas, este perfil es el más asociado con la figura del ángel inversor.

El **perfil 7** se ha denominado **ángel ejecutivo internacional**. Generalmente, serían ángeles con una excelente formación, que han desarrollado una carrera de éxito en grandes multinacionales, donde, a cambio de una gran implicación y dedicación, han conseguido ascender a puestos de gran responsabilidad que les han permitido aprender en determinadas parcelas de la gestión empresarial y sobre todo ganar mucho dinero. Además, la mayoría de estas personas han trabajado fuera del país varios años y, por ello, han desarrollado una completa carrera internacional. Su total dedicación a estas empresas implica que apenas conocen el mundo de las Pymes y menos el de las *start-ups*, ya que su dedicación a la empresa es total; sin embargo, cumplidos los 45 años, llega un día en que se cansan de este ritmo de vida y dan un vuelco a su carrera profesional. Este es el único perfil que contará con dos representantes. El motivo es simplemente que se quería que de los 10 ángeles seleccionados dos fueran mujeres y, como se justificará más adelante, la mayoría de mujeres ángeles encajan en este perfil.

El **perfil 8** se ha denominado **ángel directivo maduro**. Correspondería a un ángel que ha ejercido, o sigue ejerciendo como directivo en grandes empresas, a diferencia del perfil anterior su carrera profesional se ha desarrollado básicamente en nuestro país, lo cual no le ha generado tanto estrés y por tanto suele permanecer más tiempo en estas empresas. Algunas de estas personas pueden abandonar voluntariamente sus empresas o, en otros casos, con edades próximas a los 60 años, es

la propia empresa quien les invita a irse. Al igual que en el perfil anterior, por lo general estas personas nunca han participado en la creación de ninguna empresa, ni tampoco antes de convertirse en ángeles han sido propietarios de ninguna, aunque si pueden haber participado en la compra venta de empresas desde sus cargos directivos. A parte de no poseer una carrera internacional tan dilatada como los ángeles del perfil anterior, la otra principal diferencia es que suelen convertirse en ángeles a mayor edad, por lo general superados los 55 o incluso los 60 años.

El **perfil 9** se ha denominado **ángel sénior**. Este perfil se corresponde al de un ángel ya muy maduro, con una edad igual o superior a los 65 años. Actualmente no hay muchos ángeles de este perfil en Cataluña ya que la aparición del fenómeno ángel ha sido bastante tardía. Conforman este perfil ángeles procedentes de cualquiera de los ocho perfiles anteriores, aunque mayoritariamente son o bien personas muy emprendedoras que a pesar de tener una edad avanzada siguen interesándose por la creación de empresas o bien directivos que empezaron a ejercer de ángeles a una edad relativamente tardía y quieren aprovechar la experiencia que han obtenido en sus primeras inversiones para seguir invirtiendo hasta que la edad, y sobre todo la salud se lo permita.

En la Tabla 10 se presentan algunas de las características de los 9 perfiles descritos anteriormente. En cuanto a los sectores invertidos, conviene indicar que, aunque en la mayoría de perfiles se indique que están dispuestos a invertir en todo tipo de sectores, todos sin excepción manifiestan una gran preferencia por las tecnologías de la información y la comunicación, las TIC.

Para finalizar esta apartado metodológico señalar nuevamente que, para desarrollar este estudio, se han realizado entrevistas, aunque con diferentes enfoques y objetivos, a más de 20 ángeles inversores de Cataluña. Asimismo, se han obtenido vía encuesta las opiniones de otros 23 ángeles. Se han mantenido además una (o varias) entrevistas con al menos uno de los responsables de cada una de las RAIs actualmente operativas en Cataluña, también con responsables de la administración catalana encargada de dar apoyo a los ángeles inversores y, por último, se han obtenido respuestas de 46 hombres y mujeres catalanes mayoritariamente empresarios y directivos de empresas interesados en el fenómeno ángel, sobre las posibilidades de cada uno de ellos de convertirse en ángel y también su opinión en relación a los factores que se proponen como condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.

Tabla 10. Presentación de los 9 perfiles de ángeles inversores que operan en Cataluña

Nº de perfil	Nombre del perfil de ángel	Edad en la que se convierte en ángel	Edad Actual	Nº de inversiones realizadas	Sectores invertidos
1	Novato	Muy joven, inferior a los 35 años	30 - 40	Sólo una	Clara preferencia por Internet y nuevas tecnologías
2	De internet	Joven, entre los 30 y 40 años	30 - 55	Muchas, más de 10.	Sólo internet
3	Del capital riesgo	Distintas edades, por lo general más de 40 años	40 - 65	No muchas, aunque dependerá de la edad	Todo tipo de sectores
4	Familiar	Distintas edades, por lo general joven entre 35 y 45 años	35 - 65	Dependerán en gran parte del patrimonio familiar.	Todo tipo de sectores
5	Polifacético	Entre 45 y 55 años	45 - 65	Entre 3 y 6	Sectores tradicionales donde tenga experiencia y TIC.
6	Emprendedor	Entre 38 y 55 años	40 - 65	Muchas y de importante cuantía	Todo tipo de sectores.
7	Ejecutivo Internacional	Superados los 45 años	45 - 65	Bastantes, entre 4 y 10	Todo tipo de sectores.
8	Directivo maduro	Entre 55 y 65 años	55 - 65	No demasiadas, entre 3 y 6	Todo tipo de sectores
9	Sénior	Cualquier edad	Más de 65	Bastantes, más de 6	Todo tipo de sectores

Fuente: elaboración propia.

Capítulo 4. Resultados y discusión

Como se ha descrito en el apartado metodológico, los resultados de este estudio exploratorio que se presentarán a continuación provienen de distintas fuentes. Los datos más interesantes y que guiarán el desarrollo de este apartado se han obtenido de entrevistas en profundidad a 10 ángeles inversores y se expondrán de forma parecida a un estudio de casos múltiple. Sin embargo, a efectos de triangulación, estos datos serán complementados y, por tanto, enriquecidos con los obtenidos mediante entrevistas con más de 20 personas, en su mayoría también ángeles, muchos de ellos vinculados a alguna de las redes de ángeles inversores que actualmente operan en Cataluña o bien con organizaciones empresariales.

Finalmente estos datos cualitativos serán ampliados con otros de carácter cuantitativo que se han obtenido a partir de dos encuestas, la primera contestada por 23 ángeles inversores anónimos distintos de los 10 que se presentan en forma de estudio de caso múltiple y la segunda a un grupo de 46 hombres y mujeres que ejercen como empresarios o bien directivos y ejecutivos de empresas en Cataluña.

4.1 Los ángeles inversores en Cataluña

En este apartado se realizará una breve presentación de cada uno de los 10 ángeles representativos de los distintos perfiles mostrados en el apartado metodológico. Una vez presentados se mostrará el proceso o situaciones que les ha llevado a convertirse en ángeles y por último se aportará información sobre las inversiones ángel realizadas y sobre sus preferencias de inversión.

4.1.1 Presentación de los ángeles inversores

Antes de presentar brevemente a cada uno de los 10 ángeles que constituyen la principal fuente de datos de este estudio es conveniente indicar que, con el fin de preservar su anonimato, se han modificado sus nombres y se han omitido los nombres de las empresas donde han trabajado. Sin embargo, se quiere subrayar que, en la mayoría de casos, a estos ángeles no les hubiera importado figurar con su verdadero nombre y que, por tanto, muchos de ellos no han mostrado ningún deseo de mantenerse en el anonimato. Aún así, por diversas cuestiones, se ha preferido esconder sus verdaderos nombres y unos pocos detalles de sus carreras. En la Tabla 11 se presentan siguiendo el orden descrito en el apartado metodológico.

Tabla 11. Presentación de los 10 ángeles inversores analizados en el estudio

Nº de perfil	Ángel	Edad Actual	Ocupación actual **	Nº de inversiones realizadas	Perfil de ángel
1	Joel	31	Consultor y ángel inversor	1	Novato
2	David	36	Empresario	12	De internet
3	Óscar	38	Gerente de family office	2	Del capital riesgo
4	Víctor	37	Propietario de family office	4	Familiar
5	Eric	47	Empresario	4	Polifacético
6	Daniel	48	Empresario emprendedor	15	Emprendedor
7	Laura	49	Inversora privada a tiempo completo	6	Ejecutivo Internacional
7	Olga	54	Emprendedora y ángel inversor	2	Ejecutivo Internacional
8	Oriol	62	Consultor y ángel inversor	4	Directivo maduro
9	Álex	77	Ángel inversor jubilado	6	Sénior

Fuente: Elaboración propia.

** En cuanto a la ocupación actual, evidentemente todos son ángeles inversores, pero su dedicación a esta actividad puede variar bastante de unos a otros. Así Laura y Víctor dedican todo su tiempo a controlar y gestionar activamente las empresas donde han invertido, Joel y Oriol comparten la actividad de ángeles inversores con la de consultor, Eric y David dedican la mayor parte de su tiempo a gestionar las empresas de las que son propietarios, Daniel y Olga están inmersos en la creación de una nueva empresa de la cual son los principales emprendedores, Óscar trabaja como empleado gestionando una family office y finalmente Álex, ya jubilado, gracias a su actividad como ángel se sigue manteniendo activo.

Joel (31 años)

Joel empezó a trabajar a los 14 años en una tienda de informática, sin cobrar, sólo con la voluntad de aprender. Unos años más tarde, cuando cursaba el antiguo COU pasó a formar parte de la plantilla de una caja de ahorros. Compaginó sus estudios de ADE con el trabajo en la caja, los primeros años en ventanilla y luego en el departamento de préstamos y riesgos. Al obtener la licenciatura, decidió realizar un máster en finanzas que finalmente cursó en el IEF y, poco antes de terminarlo, le contrató una de las más importantes multinacionales de la alimentación donde trabajó durante tres años. Su posterior trabajo lo realizó en una empresa catalana dedicada a la fabricación de motocicletas donde ejerció como analista financiero de inversiones también durante tres años. Joel comenta que disfrutó mucho con este trabajo, pero que, al ser una persona muy inquieta a la que le gustan los retos, optó por cambiar de nuevo de empleo. Su nuevo trabajo lo desarrolló en una multinacional farmacéutica catalana que le ofreció la posibilidad de aplicar nuevos modelos financieros para valorar su amplísima cartera de moléculas, lo cual le atrajo enormemente. Al cabo de dos años y debido a importantes problemas con el desarrollo de algunas de estas moléculas Joel tuvo que abandonar esta tarea, y aunque le ofrecieron quedarse en la empresa, optó por abandonarla e incorporarse a una gran

empresa del mundo del reciclaje donde también ejerció como analista de inversiones. A los dos años, y sin haber cumplido todavía los 30, decidió poner fin a su etapa como ejecutivo en diferentes multinacionales para convertirse en autónomo y poder así dedicarse a su gran pasión, el emprendimiento.

Aparición del ángel

Según Joel el principal motivo por el cual se ha convertido en un ángel inversor es su perfil emprendedor. Aunque desde muy joven trabajó para diferentes empresas, sobre todo multinacionales, siempre tuvo la inquietud de ser emprendedor. Con el paso de los años Joel cada vez se sentía más atraído por el mundo del emprendimiento, se interesaba por cómo funcionaba la interacción entre emprendedores e inversores. El propio Joel lo define de esta forma; *«considero que soy un ángel inversor porque me apasiona esta función, a pesar de ser muy joven llevo trabajando desde los 14 años, he trabajado para diversas multinacionales, que pagaban muy bien y siempre he sido una persona de pocos caprichos, muy moderado, con lo cual he conseguido ahorrar lo suficiente para poder convertirme en un ángel inversor»*. Joel manifiesta que no sólo busca proyectos para invertir, sino también para aportar toda su experiencia en el campo de las finanzas. *«Soy un emprendedor frustrado, tengo un e-commerce que va más o menos bien, pero no es un éxito. Por lo tanto, si no soy capaz de crear algo por mi cuenta, me aprovecho de otras personas aportando mis conocimientos y mi dinero»*.

David (36 años)

El padre de David era médico, quizás por esto David estudió medicina, y realizó el MIR con posterioridad. David tenía claro que no quería ejercer de médico toda la vida y, por ello, pensó que para abandonar la carrera de medicina más adelante, mejor abandonarla inmediatamente. Por consiguiente, una vez terminado el MIR, reenfocó completamente su carrera profesional. Desde muy pequeño le había interesado el mundo de la tecnología; de hecho, dudó entre estudiar medicina o ingeniería de telecomunicaciones, ya que ambos campos le apasionaban. Una vez decidido el cambio de rumbo profesional, cursó un MBA en ESADE y trabajó dos años para dos importantes aseguradoras realizando tareas de gestión y relacionadas con la tecnología. Cansado de la gran empresa, a los 29 años decidió alejarse de este mundo y, junto con dos socios, creó una empresa que desarrolló una aplicación parecida al actual "Linkedin", la cual consiguieron vender a una importante empresa alemana competidora. En el pacto de venta se estableció que David trabajaría para la empresa alemana absorbente durante un año, y fue durante este año, a la edad de 32 años, que David inició su carrera como ángel invirtiendo en varios proyectos que comenzaban.

David es un ángel de internet, considera que *«internet es un sector muy específico, donde opera gente nativa del sector que entiende de que va y donde invertir es cada día es más barato, sólo hay que sufragar el coste del personal, no se necesita infraestructura»*. David opina que en este sector uno se convierte en ángel cuando tiene disponibilidad para serlo. *«En el mundo de internet la gente*

que inicia proyectos suele ser bastante joven, por tanto si un proyecto funciona y tienes éxito eres empresario de éxito mucho más joven de lo que serías si emprendieras en sectores tradicionales. Al ser joven, tienes pocos gastos lo cual conlleva una especie de tendencia a reinvertir en el sector, más teniendo en cuenta que las inversiones no suelen ser de importes elevados». Para David las start-ups sirven como departamentos de I+D para empresas más grandes. «Haces algo más o menos innovador, tienes un mercado, viene alguien con más dinero, termina queriendo entrar y te lo compra». Afirma que en internet pasa lo mismo que en la economía general con las grandes empresas, pero que en internet es mucho más rápido.

Aparición del ángel

Al abandonar la empresa alemana David se involucró mucho e invirtió en diferentes proyectos, «quería ayudar a gente a montar cosas y también participar en proyectos para ganar dinero y aprender conocimientos». En esta época junto con otros dos socios también fundó la empresa que actualmente a los 36 años ocupa la mayor parte de su tiempo. Esta empresa con un nombre muy parecido a “Doctor” cuenta con 11 trabajadores y permite a David combinar sus dos grandes pasiones: la medicina e internet.

Óscar (38 años)

Óscar estudió ADE en la Universidad de Barcelona y se licenció en 1997. En su último curso de ADE, básicamente por insistencia de su padre, empezó a estudiar Derecho, carrera que terminaría en 2005 estando ya casado y con hijos. Óscar afirma que tiene una vocación jurista que inicialmente no conocía y ello le ayudó a terminar Derecho. Cuando finalizó ADE trabajó una temporada para una conocida empresa de refrescos como auditor de mercado, también estuvo trabajando para un banco y luego para una importante compañía eléctrica. Después de estas cortas experiencias Óscar recibió una oferta de una caja de ahorros que pretendía expandirse en Cataluña. En esta entidad financiera, empezó como gestor, al cabo de dos años pasó a ser subdirector de una oficina de Granollers, donde más tarde fue director durante dos años y desde este puesto pasó a ser responsable de la unidad de negocio (en aquella época inmobiliaria). Óscar cuenta, mientras esboza una sonrisa, que dejó la unidad de financiación inmobiliaria en el año 2007, justo antes de estallar la burbuja inmobiliaria. Del 2007 al 2009, ejerció como jefe de zona teniendo bajo su responsabilidad 18 de las 35 oficinas que la entidad bancaria tenía en Cataluña. Fue durante su última etapa en esta caja de ahorros cuando Óscar se interesó por el emprendimiento, básicamente debido a la fuerte apuesta que hizo la entidad en este ámbito proporcionando créditos y también participando en el capital de proyectos emprendedores. En febrero de 2009 recibió una oferta para gestionar una family office, cargo que ocupa actualmente y que complementa con su carrera de ángel inversor que inició con 36 años.

Aparición del ángel

Aunque hasta hoy nunca se ha lanzado a crear su propia empresa, Óscar considera que siempre ha tenido una actitud emprendedora. Cree que se ha convertido en ángel debido a una mezcla de

inquietud emprendedora e inversora. Óscar manifiesta que *«tan sólo tres años atrás no tenía ninguna sospecha que algún día me convertiría en un ángel inversor, pero lo que sí tenía claro es que no me jubilaría trabajando en la caja de ahorros y, que más tarde o más temprano redirigiría mi actividad profesional»*.

Óscar se considera un ángel inversor privilegiado, ya que la family office que gestiona le ha brindado la posibilidad de entrar como accionista en las mismas empresas donde invierta la family office que gestiona y con el mismo precio de entrada, pero durante un periodo máximo de 3 años a partir de la entrada del fondo familiar. Por tanto, Óscar puede decidir si invertir o no a título individual en las mismas empresas que la family office, pero con la ventaja de conocer de primera mano cuál ha sido la evolución de estas empresas en sus últimos tres años de vida. El propio Óscar define esta particular situación como si se tratara de un trapecista *«soy un ángel que actúa con red»*.

Víctor (37 años)

Una vez finalizados sus estudios de Administración y Dirección de Empresas en 1999, Víctor se incorporó como empleado en una compañía catalana de seguros fundada por su abuelo y otras personas en 1965. Durante tres años Víctor trabajó en el departamento de estadísticas y también en la gestión de las delegaciones de Bilbao y San Sebastián. Desde el 2002 y hasta el 2006 formó parte del departamento de control de gestión. Víctor aprovechó ese período para realizar un máster en Control de gestión y Contabilidad y Finanzas para entidades aseguradoras en el IDEC y un máster en Gestión de entidades aseguradoras y financieras en la Universidad de Barcelona. Estando Víctor en el departamento de control de gestión, la empresa fue comprada por otra aseguradora madrileña, lo que comportó ciertos cambios de personal. Aunque estos cambios inicialmente no afectaron a Víctor, al cabo de unos meses sí provocaron ciertas discrepancias que le llevaron a buscar un acuerdo para abandonar la empresa en 2008.

Al abandonar la empresa estuvo un año buscando trabajo, pero durante todo este periodo no encontró ninguna oferta que colmara sus aspiraciones. Fue en este contexto que sus padres le mencionaron la posibilidad de incorporarse como analista en la empresa patrimonial familiar. Esta empresa había sido fundada en 2007 por su familia (padres y abuelos) a raíz de la venta de la aseguradora parcialmente propiedad de su abuelo. Finalmente Víctor accedió a dirigir la empresa patrimonial familiar con la condición que sus familiares (ahora ya solo sus padres) aceptaran una nueva política de inversión mucho más centrada en lo que representa la inversión ángel. Por tanto, a los 35 años Víctor empieza a ejercer como ángel inversor gestionando el patrimonio familiar, donde permanece en la actualidad.

Aparición del ángel

Víctor es un buen ejemplo de aquellos individuos que se convierten en ángel sin apenas haberlo deseado, sino más bien por casualidad. Nunca antes de que sus padres le ofrecieran esta posibilidad

se había planteado convertirse en un ángel inversor, ni tan siquiera conocía esta terminología. En el caso de Víctor la aparición del ángel se debió a la conjugación de dos factores: el hecho de disponer de una empresa patrimonial familiar y haber perdido su anterior trabajo.

Eric (47 años)

Después de finalizar sus estudios universitarios, Eric trabajó durante siete años en el área de marketing de gran consumo en dos importantes empresas del sector de alimentación y bebidas. A los 30 años decidió incorporarse a la empresa familiar que había creado su padre. Se trata de una empresa del sector del mueble y complementos de la cual actualmente es gerente. Cuando Eric se incorpora a la empresa, inicia un proceso de reestructuración y reenfoque consensuado con su padre quien delega en Eric las tareas de gestión y gerencia, reservándose las responsabilidades del área técnica, unas responsabilidades que el fundador de la empresa ejercerá hasta que cuestiones relacionadas con la salud y la edad le obligan a abandonar.

A los 34 años y trabajando ya como gerente de su actual empresa Eric decidió crear una nueva empresa. Se trataba de una empresa del sector “retail”¹⁸ que fundó con un socio industrial al que le vendería su participación cuatro años más tarde. Fue al poco de vender esta empresa, a los 39 años cuando al disponer de más tiempo y tener inquietudes por la docencia, empezó a colaborar con una prestigiosa escuela de negocios con sede en Barcelona como tutor de MBA. A raíz de los conocimientos adquiridos empezó a desarrollar su propia asignatura que impartió en varias escuelas de diseño.

Aparición del ángel

En 2010, cuando tenía 45 años, Eric asumió que le interesaba seguir vinculado al mundo del emprendimiento y buscó alguna fórmula para acercarse a este mundo sin las obligaciones que conlleva situarse en primera línea. Se apuntó a un curso para “Business Angels” en ESADE donde descubrió que como ángel y dada su experiencia en gestión y creación de empresas, tenía mucho que aportar al desarrollo de nuevas empresas, básicamente en temas de financiación, conocimientos y *networking*. A diferencia del caso anterior de Víctor la aparición del ángel en Eric fue muy pausada y meditada.

Daniel (48 años)

Al finalizar el servicio militar, a Daniel le ofrecieron la dirección de una empresa de administración de fincas. A los 18 años había obtenido el título de administrador de fincas siendo el titulado más joven de España. Al poco tiempo de trabajar en la empresa pasó a formar parte del accionariado. Trabajó en esta empresa durante 5 años y luego se fue a Inglaterra a realizar cursos de banca, con lo cual se

¹⁸ El sector retail se refiere a la venta de bienes y servicios por parte de individuos o empresas a los consumidores finales.

interesó por las finanzas. Antes de los 30 regresó a Cataluña y creó una empresa financiera que se dedicaba a gestionar fondos de inversión y al asesoramiento financiero. Aunque su familia era propietaria de un holding compuesto por empresas de distintos sectores como el inmobiliario, la locomoción, el retail y la tecnología y empleaba a más de 300 personas, Daniel nunca quiso trabajar en la empresa familiar.

Así pues fue a la edad de 34 años y gestionando la empresa financiera que él mismo había creado que empezó a ejercer de ángel inversor financiando empresas vinculadas al ámbito financiero y de la tecnología. En la actualidad Daniel ha abandonado el sector financiero para dedicarse al mundo de la tecnología donde participa como ángel inversor y, sobre todo, a la creación y desarrollo de una nueva empresa dedicada al retail.

Aparición del ángel

Daniel manifiesta que cuando se convirtió en ángel en 1997, conocía perfectamente el significado de la terminología “business angel”, de hecho se considera un pionero del sector. Quizás fue por sus avanzados conocimientos al respecto que no tuvo que pensárselo mucho para acometer su primera inversión; *«un día un emprendedor se presentó en mi oficina con un interesante proyecto en busca de financiación y esa misma noche ya me había convertido en un ángel inversor»*.

Al preguntarle por qué se había convertido en un ángel inversor Daniel responde: *«nací en una familia de empresarios y nací emprendedor, lo cual hizo que montara muchos negocios. En un momento de la vida al no disponer de suficiente tiempo para iniciar nuevos negocios, colaboras y participas con otra gente aportando capacidad financiera, experiencia y contactos»*. Daniel atribuye parte de responsabilidad del hecho de ser ángel a la “genética” el resto nos lo explica de la siguiente forma: *«imagina que quieres coger agua con las manos pero ves que se te escapa y te preguntas qué puedes hacer para coger más agua, sobre todo, cuando ves proyectos muy interesantes»*. Daniel se convirtió en ángel para poder recoger más agua (proyectos) de la que sus propias manos le permitían.

Laura (49 años)

Laura tiene 49 años, está casada y es madre de tres hijos. Laura es la tercera hija (la pequeña) de una familia empresaria. Su abuelo materno había creado una empresa y su padre otra, sin embargo desde muy joven Laura tuvo claro que no quería desarrollar su carrera profesional en las empresas familiares, ya que consideraba que siempre sería tratada como la hija o hermana pequeña.

Laura finalizó sus estudios de licenciatura y MBA en ESADE a los 22 años. Realizó el último curso entre Francia y Alemania, lo cual le permite hablar francés y alemán, además de inglés y un poco de italiano. Su primer trabajo lo desarrolló en una multinacional química alemana donde estuvo tres años, empezó como “assistant” y finalizó como “product manager”. En 1989 empezó a trabajar para

una conocida multinacional panificadora, inicialmente como “*product manager*” y acabando 14 años más tarde como vicepresidenta de marketing. En 2003 se incorporó como presidenta a una empresa francesa del mismo sector, inicialmente compaginando este nuevo trabajo con el anterior. Estuvo al frente de esta empresa, que facturaba 140 millones de euros, hasta 2006. De 2006 a 2009 ejerció como vicepresidenta sénior de la división de cafés de una de las mayores multinacionales de alimentación mundial. Desde este puesto tenía bajo su responsabilidad los mercados de Australia, Francia, Brasil, Grecia y España. Aunque inicialmente trabajaba en Francia, a los pocos meses consiguió desarrollar las funciones propias del cargo desde Barcelona.

El 30 de abril de 2009, mientras viajaba en avión con destino a Sevilla, Laura decidió que con sus recursos y su capital intelectual invertiría en proyectos en los cuales ella pudiera aportar valor; en definitiva, concluyó que el valor que hasta ahora había generado para sus accionistas, ahora lo generaría para ella misma. En junio de 2009 abandonaría su carrera en la empresa multinacional para dar un reenfoque a su vida profesional que la llevaría a convertirse en ángel inversora.

Aparición del ángel

Nunca antes del 30 de abril de 2009 Laura se había interesado por el fenómeno ángel, ni tan siquiera era consciente de la existencia de unos individuos llamados ángeles. Laura manifiesta que: «*cuando estás en puesto de responsabilidad en una multinacional no tienes tiempo para nada*». Por tanto, no fue hasta mediados del 2009 que Laura se interesó por las *start-ups* y la inversión ángel. Al abandonar su trabajo en el mundo de las multinacionales estuvo casi un año colaborando con una amiga en un proyecto en Francia donde quería entrar como ángel y también como ejecutiva a tiempo parcial, sin embargo debido a una propuesta de pacto de socios que Laura consideró «*infirmary*», abandonó el proyecto recuperando la pequeña inversión que había realizado inicialmente. Su primera inversión la realizó en abril de 2010 en una *start-up* relacionada con el mundo del marketing y de la innovación que le presentó otra mujer.

Olga (54 años)

Olga estudió económicas en Zurich (Suiza). Cuando finalizó sus estudios a los 22 años trabajó en Ginebra durante dos años para una empresa especializada en *trading* de “commodities” sobre materias primas. Posteriormente se incorporó a uno de los principales bancos de inversión norteamericanos, donde estuvo desarrollando su carrera profesional durante quince años. En medio de esta etapa, Olga tomó una excedencia de tres años que utilizó para crear y posteriormente vender un fondo de inversión. A lo largo de toda su carrera en la banca de inversión, Olga se ha dedicado a la banca institucional, teniendo como clientes los grandes fondos mundiales. Desarrolló esta actividad en cuatro países distintos: Suiza, Alemania, Inglaterra y España hasta que en el año 2000, con 41 años, decidió poner fin a esta etapa.

Acabada su etapa en la banca, realizó un MBA en la Universidad de Chicago y colaboró con distintas empresas. Ya de vuelta a Cataluña trabajó unos años como directora de inversiones en una family office y desde 2006 ocupa varios puestos de consejera en diferentes empresas. Actualmente, compagina su función de ángel inversora con el de emprendedora de un nuevo proyecto empresarial destinado a mejorar la financiación de muchas empresas.

Aparición del ángel

Olga considera que *«para ser un ángel inversor debes tener una estabilidad financiera, no puedes ser ángel inversor con poco dinero porque la probabilidad de que ese dinero desaparezca es muy alta»*. Por tanto, hasta el año 2000, que no tuvo un patrimonio suficientemente consolidado, nunca se planteó la posibilidad de convertirse en ángel. Fue en 2006 gestionando una family office cuando Olga consideró seriamente la posibilidad de invertir en empresas no cotizadas propiedad de terceros. Afirma que algunos de los proyectos que le llegaban eran demasiado pequeños para ser considerados por la family office, pero, en cambio, si eran adecuados para un ángel inversor, con lo cual, junto con una de las mujeres propietarias del fondo familiar, estuvieron valorando la posibilidad de invertir en alguno. Finalmente no fue así, con lo que la aparición del ángel tardaría algunos años más en llegar.

Oriol (62 años)

Al finalizar sus estudios de económicas, Oriol, en compañía de unos amigos, abrió un despacho profesional que nunca llegó a funcionar ya que a las pocas semanas de abrirlo le contrataron para formar parte del equipo de gestión de una empresa donde trabajó durante un breve periodo de tiempo. Al finalizar esta etapa Oriol se interesó por la gestión de los concursos de acreedores y se hizo perito.

A los 28 años recibió una propuesta para dirigir una empresa mayoritariamente participada por un importante grupo empresarial catalán muy vinculado a las TIC. Su buen hacer como director general en la empresa de Reus le permitió escalar hasta la dirección de una de las 4 actividades del grupo y al cabo de unos años se convirtió en el director general del grupo. A principios de los noventa el grupo vivió sus mejores años, contaba con 1.250 empleados repartidos en varias divisiones internacionales. Sin embargo en la segunda mitad de los noventa el grupo padeció una importante crisis que le obligó a desprenderse de todas sus divisiones internacionales y en el año 2000 fue adquirido por una conocida empresa española del sector de la telefonía. Durante todo este proceso, Oriol se mantuvo como director general y siempre luchando por la independencia de la compañía. En 2006 la nueva propiedad le propuso ocupar el cargo de presidente (sin poder ejecutivo) de la compañía, propuesta que Oriol se negó a aceptar y decidió abandonar la empresa. El abandono, sin embargo, no fue total, ya que siguió colaborando intensamente como *coach* del nuevo director general de la empresa durante un año. Fue a los pocos meses de abandonar completamente la empresa, a la edad de 58 años, que Oriol se convirtió en ángel.

Aparición del ángel

A lo largo de toda su carrera profesional, Oriol nunca se había planteado convertirse en ángel y, en línea con Laura, ni tan siquiera había tenido conocimiento de la terminología ángel. Fue a los 58 años, al abandonar su cargo como director general en el grupo empresarial donde había trabajado toda su vida, cuando Oriol se planteó diferentes posibilidades para acabar su carrera profesional. Mientras se estaba planteando diferentes opciones –abrir un despacho profesional, comprar un negocio,...– recibió una invitación de la red de ángeles inversores del IESE para asistir a una jornada dirigida a los ángeles inversores. La presencia de Oriol en este acto fue decisiva para su futuro como ángel, ya que, a raíz de esta jornada, Oriol decidió que quería ser ángel y, pocos meses después, realizaba su primera inversión.

Oriol, a diferencia de Laura y Olga, no abandonó su puesto como director general por cansancio o con la voluntad de reenfocar su vida profesional, él estaba a gusto en su puesto y habría finalizado allí su carrera si no hubiera sido la propia empresa quien le invitara a dejarlo. Por tanto, a diferencia de Laura y Olga que ya tenían muy meditado su nuevo futuro profesional, cuando Oriol abandona su puesto de director general lo hace sin una idea clara de cuál debe ser la nueva trayectoria profesional a seguir.

Álex (77 años)

Álex nació en una familia de empresarios del textil, la primera empresa del grupo familiar dedicada a la confección y distribución de prendas textiles la fundó su bisabuelo en 1875. Sus primeros años en la empresa Álex los complementó con sus estudios: primero de bachillerato y después de derecho en la Universidad de Barcelona. En relación a los estudios, Álex comenta que le hubiera gustado estudiar económicas, pero que en 1952 estos estudios todavía no se impartían en Cataluña, sin embargo, años más tarde si pudo realizar un MBA en el IESE. Toda su carrera profesional la desarrolló en el área comercial del grupo, gestionando la expansión del mismo, sobre todo desarrollado nuevas redes de distribución; en este sentido, Alex cuenta como intentó aprovechar para su compañía la revolución que supuso en algunas prendas de vestir la aparición de los Beatles. En el año 2000, con 65 años y debido a problemas de gobernabilidad en la empresa familiar, decide vender su participación a sus primos e iniciar una nueva etapa que muy pronto le llevaría a convertirse en ángel.

Aparición del ángel

Al abandonar su etapa en la empresa familiar, y a pesar de contar ya con 65 años Álex se interesa por el fenómeno ángel y decide realizar un curso de seis meses sobre ángeles inversores en el IESE. Su primera inversión la realizaría en una conocida empresa que realiza ofertas de viajes y espectáculos por internet, Álex consideró esta experiencia muy positiva, lo cual le llevó a participar en la fundación de BCN Business Angels, red a la cual sigue vinculado y desde donde ha desarrollado la mayor parte de su carrera como ángel inversor.

4.1.2 Inversiones de los ángeles inversores

Conviene indicar que muchos de los ángeles analizados en este estudio, además de realizar inversiones ángel, han realizado también inversiones similares pero que sin embargo no encajan en lo que se consideran inversiones ángel. Así, por ejemplo, Joel ha realizado tres inversiones, pero sólo una se ajusta al perfil ángel, ya que una se trata de una empresa 100% de su propiedad; y en la otra, aunque invirtió de forma minoritaria, la empresa la creó y desarrolló su hermano y, por tanto, Joel no actuaría como un ángel inversor, sino como un inversor familiar o F&F.

En la Tabla 12, se muestra el número de inversiones ángel realizadas por cada uno de los 10 ángeles, distinguiendo el número de inversiones total, de las realizadas recientemente (a partir del uno de enero de 2010).

Tabla 12. Número de inversiones realizadas por los 10 ángeles analizados

Ángel	Número total de inversiones ángel	Inversiones ángel desde 01/01/2010
Joel	1	1
David	12	4
Óscar	2	2
Víctor	4	4
Eric	4	4
Daniel	15	2
Laura	6	5
Olga	2	2
Oriol	4	3
Álex	6	2
Media	5,6	2,9

Fuente: Elaboración propia.

Los datos que figuran en la Tabla 12 se refieren al número de inversiones realizadas, que conviene no confundir con el número de empresas donde han invertido, ya que en muchos casos un inversor puede realizar más de una inversión en la misma empresa. Este sería el caso de David, donde de las 4 inversiones realizadas a partir de 2010, dos correspondían a segundas rondas de inversión en empresas en las que ya había invertido anteriormente.

Por otro lado, es conveniente resaltar que algunos ángeles han indicado su interés por cerrar nuevas inversiones próximamente, así por ejemplo, lo ha manifestado Óscar, que ya está concretando su entrada en el capital de dos nuevas empresas. Ya por último, un breve comentario sobre las inversiones realizada por los dos gestores de family offices: Óscar (gestor de patrimonio de terceros) y Víctor (gestor de su propio patrimonio familiar). En el caso de Óscar, aunque profesionalmente ha gestionado 7 inversiones para la family office donde trabaja, él a nivel individual sólo ha realizado dos

inversiones, una ejerciendo su opción de invertir en las mismas empresas que el fondo que gestiona y otra completamente al margen de su actual trabajo. En el caso de Víctor, a pesar de que la empresa patrimonial de su familia ha realizado 8 inversiones, desde que Víctor la dirige tan solo ha realizado las 4 que se indican.

Importes invertidos y participaciones

La Tabla 13 resume los importes invertidos en las inversiones efectuadas por los 10 ángeles analizados. Como puede observarse la inversión media más común se sitúa alrededor de los 30.000 euros.

Tabla 13. Importes de las inversiones realizadas por los 10 ángeles analizados

Ángel	Inversión máxima	Inversión media	Inversión mínima
Joel	30.000 €	30.000 €	30.000 €
David	100.000 €	20.000-30.000 €	2.000 €
Óscar	150.000 €	30.000-35.000 €	20.000 €
Víctor	250.000 €	45.000 €	40.000 €
Eric	30.000 €	30.000 €	30.000 €
Daniel	250.000 €	100.000 €	30.000 €
Laura	150.000 €	100.000 €	45.000 €
Olga	50.000 €	30.000 €	12.000 €
Oriol	30.000 €	25.000 €	20.000 €
Álex	100.000 €	70.000 €	40.000 €

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los importes invertidos, como puede observarse la mayoría de ángeles suelen realizar inversiones de muy distintos importes, quizás los casos más extremos son los de David que ha realizado una inversión de 100.000 € y, en cambio, otra de sólo 2.000 €; y los de Daniel y Víctor. En el otro extremo encontramos a Eric que ha realizado 4 inversiones de exactamente el mismo importe 30.000 € y que además quiere mantenerlo en las inversiones que haga en el futuro. Un caso que merece un comentario especial es el de Oriol. Este ángel ejerce como cabeza visible de un pequeño grupo formado por 5 ángeles amigos que invierten de forma conjunta. Así cuando Oriol detecta una inversión interesante la plantea al grupo y en caso de participar lo hacen invirtiendo el mismo importe los cinco, por tanto todas las inversiones de Oriol, salvo un par, representan la quinta parte de la inversión que realiza el grupo, así una inversión de 20.000 € de Oriol implica que el pequeño grupo de ángeles que coordina Oriol invierte 100.000 €. Conviene indicar que los datos recogidos y mostrados resumidamente en la Tabla 13 concuerdan con los recogidos por el estudio de San José, Roure y Aernoudt (2005) donde se indicaba que los ángeles catalanes realizan inversiones comprendidas entre los 30.000 y 120.000 euros. También encajan con la inversión media (27.500 libras) realizada por los ángeles inversores del Reino Unido (Gardner, 2003) y en cambio son muy inferiores a las

inversiones realizadas por los ángeles argentinos que de media invierten cerca de 400.000 dólares por empresa (Pereiro, 2001).

Por lo que respecta a las participaciones en las empresas invertidas, como corresponde a la inversión ángel, siempre son minoritarias. Así, por ejemplo, la participación de Joel en su única inversión, una empresa de apuestas por internet, es del 2,5%. En el caso de Eric, con 4 inversiones de 30.000 € en 4 empresas distintas los porcentajes de participación en el capital de estas empresas oscilan entre el 0,5% y el 2%.

Etapa, sector y distancia

En cuanto a la etapa del ciclo de vida de la empresa, la mayoría de las inversiones se han realizado en *start-ups*. No obstante, también existen casos donde la inversión se realiza en una etapa anterior, como una que realizó Eric justo en el momento de constitución de la sociedad liderada por un “*serial entrepreneur*” que le generó mucha confianza; y, por supuesto, también encontraríamos inversiones mucho más maduras como la que realizó Óscar en una empresa industrial tradicional, donde, a los pocos meses, ya tenía ofertas de compra de su participación.

Eric indica que *«la etapa en la que nos corresponde entrar a los ángeles inversores, la que nos invitan, es aquella en que podemos ejercer nuestra función, que va más lejos de solo aportar dinero, y esto se da en todas las fases hasta que la empresa se convierte en una empresa con una facturación consolidada, reconocida y que puede tener acceso a los mercados de capital riesgo»*.

Otra cuestión interesante es si se exige o no que la empresa en la que se plantean invertir genere ingresos. Para algunos ángeles como Oriol, es absolutamente imprescindible, ya que actualmente está teniendo muchos problemas con una inversión que realizó en una empresa que no generaba ingresos y no quiere repetir esta experiencia. El requisito de la facturación, en cambio, no es necesario para Joel.

En cuanto al sector, los hay para todos los gustos, pero si se observa una clara preferencia por las TIC. Además de las TIC, por lo general los ángeles suelen invertir en sectores en los que tengan un conocimiento previo, así lo afirma Daniel quien además muestra sus preferencias por sectores tangibles y sectores no intensivos en capital. Contrariamente, Eric no se ha circunscrito a un solo sector, sino que cree más en la metodología de selección de proyectos y de equipos o en el *feeling*, que no en el conocimiento a fondo de un sector. Está convencido que una persona que tiene mucho conocimiento de un sector tiene ventajas, pero también tiene inconvenientes. Más o menos en la misma línea se sitúa Víctor quien opina que el sector no es muy importante y no descarta ningún sector excepto el biotecnológico. Precisamente una de las quejas que realiza Víctor es que la mayoría de proyectos que le llegan están muy vinculados a las TIC lo cual dificulta una buena diversificación sectorial.

Ya por último en cuanto a la distancia, por supuesto todos prefieren invertir cuanto más cerca mejor, pero en algunos casos esta preferencia se convierte en exigencia, es el caso de Oriol, Álex y también de Daniel, quien afirma que no quiere invertir en empresas que no estén dentro de la misma provincia, puesto que su experiencia en las empresas que estaban lejos siempre ha sido negativa debido a la dificultad de poder controlar el negocio. Asimismo, Joel manifiesta sus preferencias por las empresas ubicadas en Barcelona o alrededores.

Para algunos, como Víctor, aunque la relación y el contacto con la empresa es mucho más cómodo si la empresa se encuentra en Cataluña, la distancia no es un factor insalvable a la hora de invertir; por ello, una de sus inversiones la realizó en Rumania. En la misma línea, tampoco Eric da excesiva importancia a la distancia, aunque hasta ahora todas las inversiones que ha realizado están ubicadas a menos de 15 Km. de su casa. Por otro lado, tanto Oscar como Laura, no tienen ningún inconveniente en desplazarse por España: Oscar participa en una empresa de Pamplona y Olga en una de Madrid; sin embargo, opinan que sería bastante difícil que invirtieran fuera de España. En el caso de David, todas las empresas que tiene en cartera tienen su origen en Barcelona, aunque ahora algunas también tengan sede en Silicon Valley. De todos los ángeles analizados, sólo Laura ha manifestado que estaría encantada de tomar el avión para ir a visitar alguna de sus empresas participadas y que por tanto la distancia no representa ningún impedimento para ella, de hecho una de sus empresas tiene basado su negocio en Brasil.

Una de las conclusiones que se pueden extraer de este estudio en relación al perfil de inversión, es que la mayoría de los ángeles tiene un perfil muy abierto, por lo menos hasta que no se produce una mala experiencia. En el momento en que alguna inversión va mal, automáticamente excluyen de sus posibles inversiones todos aquellos factores o condicionantes que ellos creen que han sido los culpables de la pérdida de su inversión, ya sea la distancia, un determinado sector o el hecho de que la empresa no estuviera facturando.

Participación e involucración en las empresas invertidas

Se ha pedido a los 10 ángeles que valoraran globalmente su participación e involucración en las empresas en las cuales habían invertido, los resultados se muestran en la Tabla 14.

En la mayoría de los casos, la participación e involucración de los ángeles analizados en las empresas invertidas, ha sido muy diferente de una empresa a otra y además como indican algunos ángeles ha pasado por distintas fases. Así, por ejemplo, David fue un inversor muy activo en su primer año como ángel, pero ahora, con 12 inversiones en cartera, ya asume un papel mucho más pasivo. En cuanto a que un mismo ángel puede desarrollar un papel muy distinto en una u otra inversión, Eric manifiesta que es bastante pasivo en la primera inversión que realizó, totalmente pasivo en la segunda, bastante activo en la tercera y activo, aunque algo menos en la cuarta. Por su

parte, Laura trabaja a tiempo parcial en una de sus participadas y, en cambio, es muy pasiva en las restantes.

Tabla 14. Grado de participación e involucración en las empresas en las cuales ha invertido como ángel inversor

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Totalmente pasivo										
Más pasivo que activo	■				■					■
Ni muy pasivo ni muy activo		■	■					■		
Más activo que pasivo				■		■	■			
Totalmente activo									■	

Fuente: Elaboración propia.

Cabría destacar que Oriol es con diferencia el inversor que más se involucra en las empresas que invierte, lo hace por varios motivos, primero porqué dispone de tiempo y también porqué se siente responsable de la marcha de las empresas ante sus 4 amigos y compañeros de inversión. Se involucra tanto que en una de sus empresas ha sustituido los emprendedores del proyecto por un nuevo gerente.

En relación a las funciones realizadas, por lo general tienen que ver con la formación propia de cada ángel y con la participación en el consejo de administración de la sociedad. Así, Daniel considera que tiene un perfil financiero que es importante para ser ángel y, además, un perfil comercial para entender y estructurar el negocio. Sus funciones en las empresas invertidas han sido aportar contactos, y sobre todo experiencia en gestión, ejecución y administración. Todo esto él lo define como «*aportar sensatez*».

En el caso de Eric sus aportaciones se basaban en su experiencia profesional y se centraban en la visión de marketing, de consumidor, de diseño, es decir en aquellas áreas donde profesionalmente tiene más experiencia, también algunas aportaciones en *networking*. Además ocupa un cargo en el consejo de dirección en la cuarta inversión. En el caso de Óscar por su formación como abogado, participa en tareas de asesoría jurídica, revisión de contratos, algún pleito, estrategia y también facilitando contactos.

Rendimientos

No se dispone de muchos datos sobre rendimientos, ya que la gran mayoría de inversiones que han realizado los 10 ángeles analizados en este estudio siguen todavía vivas. En relación a estas inversiones (más de 30), como era de esperar, presentan diferentes perspectivas; sin embargo, todos los ángeles entrevistados manifiestan tener alguna inversión en la que confían mucho y le ven muy buenas perspectivas. Después de escuchar a todos los ángeles inversores se considera que estos

son más proclives a reconocer que una inversión va muy bien que a reconocer que va mal, ya que el grado de certeza con que los distintos ángeles entrevistados han afirmado una u otra situación ha sido muy distinto.

En cuanto a las inversiones ya cerradas, donde ya se ha realizado la desinversión, se pueden citar resultados positivos moderados en una inversión realizada por David. En el caso de Óscar, aunque no ha desinvertido, dispone de una oferta firme para vender la participación que posee en una empresa industrial consolidada, que en caso de aceptar le reportaría una rentabilidad del 50% en un solo año, pero de momento Óscar no quiere vender. Eric nos manifestó que tenía previsto vender su participación en una de sus 4 inversiones, con un tiempo record de 1,5 años y multiplicando la inversión inicial por 3. También Álex vendió su participación en la primera empresa que invirtió con una muy buena rentabilidad, aunque dado el tiempo transcurrido, no pudo precisar cual fue exactamente.

Para concluir este apartado, cabría subrayar que el ángel con más experiencia en desinversiones es Daniel con un total de 10, de las cuales dos han sido buenas, dos neutras y seis malas. El resultado global de estas inversiones ha sido más bien modesto. Sin embargo, Daniel confía en que el resultado global de las 15 inversiones realizadas sea muy positivo, ya que, de las cinco inversiones que aun están vivas, en cuatro de ellas tiene muy buenas perspectivas.

4.2 Presentación de los individuos encuestados

Aunque este trabajo se centra en el estudio cualitativo de los 10 ángeles presentados en el apartado anterior, como ya se ha indicado en el apartado metodológico, se ha optado también por recoger las opiniones tanto de un grupo complementario de ángeles inversores como de un grupo de individuos no ángeles formado por hombres y mujeres empresarios, directivos y ejecutivos de Cataluña. Esta extensión del estudio tiene por objeto proporcionar un soporte todavía más sólido a las distintas proposiciones presentadas mediante la triangulación de los resultados obtenidos en las entrevistas realizadas a los 10 ángeles presentados anteriormente con los resultados proporcionados por los dos colectivos enunciados que se presentan a continuación.

4.2.1 Descripción de los ángeles encuestados

En este apartado se realizará una breve presentación de los ángeles que respondieron la primera de las dos encuestas presentadas con anterioridad en el apartado metodológico. Dicha encuesta, dirigida exclusivamente a ángeles inversores catalanes (ver anexo 2), contenía 25 preguntas. La encuesta obtuvo un total de 30 respuestas de ángeles, aunque, 7 fueron incompletas.

De los 23 ángeles que respondieron a todas las preguntas, 15 eran miembros de redes (cinco de Technova (La Salle), tres de BCN Business Angels, dos de Camelot Capital y de ESADE, y uno de SeedRocket y BANC). A pesar de los esfuerzos realizados para conseguir el apoyo de todas las RAIs que operan en Cataluña en la difusión de la encuesta, lamentablemente no se pudo contar con ninguna respuesta de ángeles de las redes del IESE y Keiretsu. Por otra parte, aunque si se dispone de ángeles representantes de ESADE, BANC y SeedRocket, conviene indicar que su obtención tampoco se debe a las gestiones realizadas por estas redes, sino a un esfuerzo de búsqueda personal. Realmente, tan sólo tres redes proporcionaron respuestas útiles para este trabajo fueron: Technova (La Salle), BCN Business Angels y Camelot Capital. Los otros 8 ángeles que respondieron la encuesta indicaron que no eran miembros de ninguna red.

En cuanto a su lugar de residencia, dieciocho residen en la provincia de Barcelona, de los cuales ocho en la capital, tres en la provincia de Girona, uno en la provincia de Lleida y otro en la de Tarragona. Los 23 ángeles son hombres, tres de los cuales están jubilados y veinte siguen en activo. En cuanto a ocupación, como puede observarse en la Tabla 15, la gran mayoría manifiestan que son empresarios. Así empresarios y emprendedores representan casi el 70%, el resto se reparte entre directivos y ejecutivos de empresas, de organizaciones sin ánimo de lucro, de asesorías y consultorías y un inversor privado a tiempo completo.

Tabla 15. Ocupación de los 23 ángeles inversores que respondieron la encuesta

Ocupación	Nº ángeles
Empresario	15
Emprendedor	1
Directivo/ejecutivo de empresa multinacional (no financiera)	1
Directivo/ejecutivo/gerente de PYME	1
Empleado/a de organización sin ánimo de lucro	1
Empleado/a en empresa del sector financiero	1
Empleado/a en asesoría y consultoría	2
Inversor privado a tiempo completo	1
TOTAL	23

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al número de inversiones realizadas por estos 23 ángeles, la media total es de 4,57, algo más reducida que la de los 10 ángeles entrevistados (5,6). Además, con toda probabilidad, si se identificaran las inversiones realizadas por los 23 ángeles que realmente se ajustan al perfil ángel (se excluyera la inversión propia y la inversión en F&F), probablemente se obtendría un valor inferior. En todo caso, a partir de los datos proporcionados, se puede concluir que la media de inversiones de perfil ángel realizadas por los ángeles de Cataluña se sitúa alrededor de las 4 o 5.

En la Tabla 16 se presenta información relacionada con el grado de participación en las empresas invertidas por parte de estos 23 ángeles. Como puede observarse, la mayoría ejercen un papel bastante activo.

Tabla 16. Grado de involucración en sus inversiones ángel por parte de los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta

Grado de involucración en sus inversiones ángel	Nº de ángeles
Totalmente pasivo	2
Más pasivo que activo	2
Ni muy pasivo ni muy activo	4
Más activo que pasivo	9
Totalmente activo	6
Total	23

Fuente: Elaboración propia.

El resto de informaciones obtenidas en esta encuesta se mostraran a lo largo del trabajo vinculándolas a cada uno de los distintos factores objeto de estudio.

4.2.2 Descripción de los/as empresarios/as y directivos/as encuestados/as

Dado que la literatura sobre ángeles inversores muestra que, en su gran mayoría, los ángeles son o han sido empresarios y/o directivos, se consideró conveniente recoger la opinión de una muestra de estos individuos en relación a los factores que condicionan a un individuo a convertirse en ángel. Para este fin, se elaboró una segunda encuesta de 23 preguntas que se distribuyó a hombres y mujeres empresarios, directivos y ejecutivos (HyMEyD) de Cataluña con la colaboración de algunas organizaciones patronales. Aunque se contactó con muchas de las organizaciones patronales que operan en Cataluña, las que finalmente colaboraron en la distribución de la encuesta y generaron respuestas fueron las 8 siguientes (citadas por orden alfabético y respetando su nombre en catalán):

- ADEDE Associació de Dones Empresàries, Directives i Emprenedores
- ADEG Associació d'Empresaris de l'Alt Penedès, el Baix Penedès i el Garraf
- AGE Associació Gironina d'Empresàries
- ASDEM Associació de Directives, Empresàries, i Professionals de Montcada
- CEO Consell Empresarial d'Osona
- Dones d'Empresa
- FAJEEC Federació d'Associacions de Joves Empresaris i Emprenedors de Catalunya
- FUNDE Associació d'empresàries, directives i professionals

De esta encuesta se obtuvieron un total de 63 respuestas, aunque, 17 fueron incompletas, con lo cual a lo largo del trabajo se presentaran los datos de las 46 encuestas completas. Como puede intuirse por la lista de organizaciones empresariales colaboradoras –cinco de ellas son asociaciones de mujeres–, en la distribución de esta encuesta se intentó contar con un número representativo de mujeres, para de esta forma poder establecer también algunas diferencias preliminares entre hombres y mujeres. Así, de las 46 personas que respondieron completamente la encuesta, 22 eran mujeres y 24 hombres, por tanto prácticamente mitad y mitad.

A continuación se presentan algunos datos del perfil de las personas que formaron parte de esta muestra. Así en la Tabla 17 se detalla la distribución de estas 46 personas en relación al género y a la provincia de residencia y en la Tabla 18 los estudios (formación) de estos 46 HyMEyD diferenciando por género.

Tabla 17. Distribución de la muestra por género y origen geográfico (provincia)

	Hombres		Mujeres		Total individuos	
	Individuos	%	Individuos	%	Individuos	%
Barcelona CIUDAD	7	29,2 %	3	13,6%	10	21,7%
Barcelona PROVINCIA	12	50,0%	8	36,4%	20	43,5%
Girona	4	16,7%	5	22,7%	9	19,6%
Lleida			4	18,2%	4	8,7%
Tarragona	1	4,2%	2	9,1%	3	6,5%
Total	24	100%	22	100%	46	100%

Fuente: Elaboración propia.

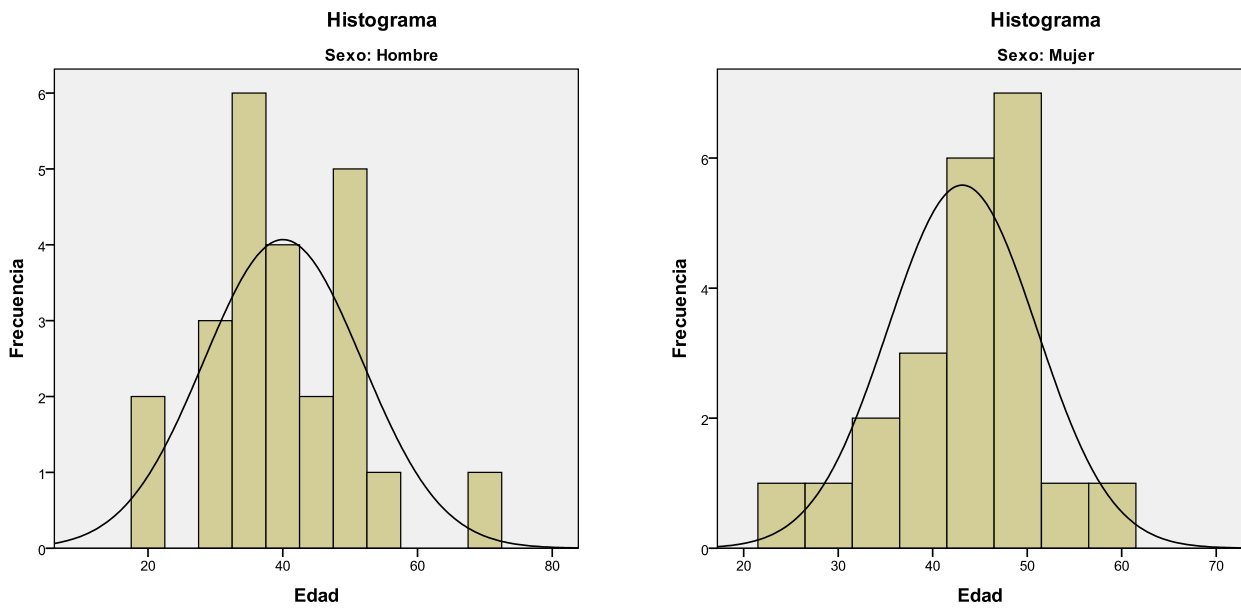
Tabla 18. Estudios (formación) de los miembros de la muestra diferenciando por género

	Hombres		Mujeres		Total individuos	
	Individuos	%	Individuos	%	Individuos	%
Secundarios	3	12,5%	1	4,5%	4	8,7%
Universitarios no terminados	6	25,0%	3	13,6%	9	19,6%
Diplomado	2	8,3%	8	36,4%	10	21,7%
Licenciado	11	45,8%	8	36,4%	19	41,3%
Doctorado	2	8,3%	2	9,1%	4	8,7%
Total	24	100%	22	100%	46	100%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la edad, los hombres están comprendidos entre los 20 y 72 años con una media de 40, mientras que las mujeres se encuentran entre los 24 y 60 años con una media de 43. La media global es de 41 años y la mediana de 42. En la Figura 5 se muestran los histogramas de edad de hombres y mujeres.

Figura 5. Histogramas de la edad de los 24 hombres y 22 mujeres de la muestra



Fuente: Elaboración propia.

Ya por último en la Tabla 19 se presenta la ocupación de estos 46 HyMEyD diferenciando por género.

Tabla 19. Ocupación diferenciando por género

Ocupación	Hombres	Mujeres	Total
Empresario/a	16	10	26
Emprendedor/a	1	3	4
Directivo/ejecutivo de empresa multinacional (no financiera)		1	1
Directivo/ejecutivo gran empresa (no financiera)		1	1
Directivo/ejecutivo/gerente de PYME	3	4	7
Empleado/a de organización sin ánimo de lucro	2	2	4
Empleado/a en asesoría y consultoría	2	1	3
Total	24	22	46

Fuente: Elaboración propia.

El resto de informaciones de estos individuos relacionadas con cada uno de los distintos factores objeto de estudio se irán mostrando a lo largo del trabajo.

4.3 Los factores condicionantes relacionados con el individuo

4.3.1 Factores sociodemográficos

Los factores sociodemográficos analizados en este estudio exploratorio son la formación o estudios, el nivel de ingresos y riqueza, el género y la edad. La información correspondiente a este apartado, como puede suponerse, es básicamente descriptiva.

Nivel educativo

Lo primero que puede reseñarse de los ángeles inversores catalanes es que su nivel educativo es muy alto; de hecho, es de los más altos que se han documentado. En la Tabla 20 se muestra la formación de cada uno de los 10 ángeles inversores entrevistados. Como puede observarse, casi todos son licenciados y la gran mayoría posee estudios de máster.

Tabla 20. Formación de los 10 ángeles inversores entrevistados.

Ángel	Formación de grado	Formación de postgrado y otros
Joel	Licenciado en ADE	Máster en finanzas por el IEF
David	Licenciado en Medicina	MIR y MBA en ESADE
Óscar	Licenciado en ADE y Derecho	
Víctor	Licenciado en ADE	Máster sobre entidades aseguradoras en IDEC y UB
Eric	Licenciado en Empresariales	MBA en ESADE
Daniel	Estudios universitarios sin completar	Estudios de Banca en Reino Unido
Laura	Licenciado en Empresariales	MBA en ESADE
Olga	Licenciada en Empresariales (Suiza)	MBA en la Universidad de Chicago
Oriol	Licenciado en Económicas y Graduado Social	PDG (Programa de Perfeccionamiento Directivo) en IESE
Álex	Licenciado en Derecho	MBA en el IESE

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la formación de los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta, el nivel formativo es también muy alto, ya que 2 son diplomados, 17 licenciados, 3 poseen el título de doctor y tan sólo uno no ha concluido sus estudios universitarios.

Así pues, la formación de los ángeles catalanes es muy elevada y, si quiere contrastar a nivel internacional, se puede indicar que es muy parecida a la reportada por Callahan y Mazzarol (2003) sobre los ángeles del oeste de Australia, y la presentada por Aram (1987, 1989) sobre los ángeles de la Región de los Grandes Lagos al este de los Estados Unidos. Por el contrario, se muestra claramente superior a la de los ángeles de Canadá (Riding, et al., 1993), e incluso a los de Suecia (Månsson y Landström, 2006) y del Reino Unido (Stevenson y Coveney, 1994).

Con toda la precaución a que obliga el hecho de disponer de tan solo dos datos referidos a mujeres, parece interesante remarcar la excelente formación que muestran las mujeres ángel analizadas en el estudio, probablemente superior a la de los hombres, lo cual quizás pueda constituir uno de los factores explicativos de por qué no hay tantas mujeres ángeles. Se cree que una de las hipótesis que podría derivarse de este estudio y, que en caso de probarse, podría contribuir a explicar la baja proporción de mujeres ángeles en todo el mundo, es que sólo se atreven a convertirse en ángeles aquellas mujeres que poseen una excelente formación. Para las mujeres, la formación previa es absolutamente imprescindible, mientras que para los hombres, este factor, siendo importante, no lo es tanto, lo cual lleva a proponer que un hombre se atreverá a convertirse en ángel con un nivel formativo inferior al que lo haría una mujer.

En definitiva, más allá de consideraciones de género, el alto nivel educativo de los ángeles catalanes en su conjunto parece confirmar que existe una relación positiva entre disponer de una buena educación y la propensión a convertirse en un ángel inversor (tal y como ya habían mostrado los estudios de Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong, Ho y Autio, 2004; Wong y Ho, 2007).

Riqueza e Ingresos del hogar

A continuación, se muestran los datos obtenidos en este estudio, desagregándolos en 3 categorías: patrimonio, origen o fuente de la riqueza e ingresos.

Patrimonio

Tabla 21 Valor del patrimonio personal, incluyendo la vivienda habitual de los 10 ángeles inversores entrevistados. Datos en millones de euros

Patrimonio personal	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Inferior a 0,5										
Entre 0,5 y 2										
Entre 2 y 4										
Entre 4 y 6										
Superior a 6										

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al valor del patrimonio personal, incluyendo la vivienda habitual de los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta, en primer lugar, cabría indicar que 5 de ellos no quisieron facilitar esta información. Por tanto, tan sólo se tienen 18 respuestas. De estos 18 ángeles, 5 mostraron poseer un patrimonio inferior al medio millón de euros, 6 dijeron que estaba comprendido entre el medio millón y los dos millones de euros, otros 5 indicaron que se encontraba entre los dos y cuatro millones de euros y, finalmente, tan sólo 2 ángeles manifestaron poseer un patrimonio valorado en más de cuatro millones de euros, uno de los cuales era superior a los seis millones.

Los datos sobre el patrimonio de los ángeles catalanes muestran que prácticamente la mitad –5 de los 10 entrevistados (Tabla 21) y 11 de los 23 encuestados– manifiestan poseer un patrimonio inferior a los 2 millones de euros incluyendo su vivienda habitual. Por otro lado, los datos proporcionados por estos ángeles parecen indicar que tan sólo una minoría –imposible de cuantificar con exactitud– posee un patrimonio valorado en más de 6 millones de euros.

La comparación de estos datos monetarios (tanto patrimonio como ingresos) a nivel internacional es un tanto compleja, básicamente por las siguientes razones: primeramente, la distinta temporalidad de los estudios; segundamente, porque los datos están expresados en distintas divisas con paridades cambiantes a lo largo de los años y, finalmente, porque disponer de datos en valores absolutos, sin tener en cuenta el nivel de vida de cada país, puede proporcionar interpretaciones gravemente erróneas. Aún con todas estas limitaciones, todo parece indicar que los ángeles catalanes no poseen un patrimonio tan elevado como los ángeles alemanes con un patrimonio promedio superior a los 5,5 millones de dólares (Brettel, 2003); ni mucho menos como los suecos, cuyo patrimonio medio se situaría en los 16,1 millones de euros (Månsson y Landström, 2006). Insistiendo en las limitaciones que tiene este tipo de comparación, se podría considerar que a nivel patrimonial los ángeles catalanes estarían más en línea con los ángeles del Reino Unido (Mason y Harrison, 2002b) y con los de Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004).

Origen o fuente de la riqueza

Tabla 22. Porcentaje del patrimonio personal actual que los 10 ángeles entrevistados han obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Menos del 25%										
Entre el 25 y el 50%										
Entre el 50% y el 75%										
Más del 75%										

Fuente: Elaboración propia.

Por lo que respecta a los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta, se dispone de datos de 20 de ellos, ya que 3 no quisieron facilitar esta información. Entre estos 20, el porcentaje de su patrimonio personal actual que han obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen no supera el 25% en 3 casos; se encuentra entre el 25 y el 50% en un único caso; entre el 50 y el 75% en 7 casos y, finalmente, supera el 75% en 9 casos.

En cuanto a si los ángeles son individuos que se han hecho ricos gracias a su propio esfuerzo y no a través de la herencia familiar, tal y como sugieren Mason y Harrison (2002b), los datos de la Tabla 22 muestran a individuos como Joel, Olga y Oriol que efectivamente han conseguido prácticamente todo su actual patrimonio a base de su esfuerzo personal. Sin embargo, los otros 7 ángeles reconocen

haber heredado por lo menos el 25% de su actual patrimonio. Uno de estos siete, Víctor, actualmente gestiona un patrimonio, que si bien algún día será suyo, es fruto del esfuerzo de sus abuelos y padres más que del suyo propio.

En cuanto a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, se puede observar que los grupos más numerosos corresponden a los ángeles que se han generado su propio patrimonio: sólo 3 ángeles han manifestado haber contribuido en menos del 25% con su esfuerzo personal a la generación de su riqueza actual. La conclusión que se puede extraer de estos datos es que, si bien una parte importante de los ángeles catalanes ha conseguido su actual patrimonio a base de su esfuerzo personal, más de la mitad de los ángeles han obtenido una parte sustancial, como mínimo el 25% de su actual patrimonio a través de su familia, lo cual no concuerda del todo con los datos aportados por Mason y Harrison (2002b) sobre los ángeles inversores del Reino Unido.

Por otra parte, los datos presentados muestran que, a diferencia de lo que pueda ocurrir en Suecia (Månsson y Landström, 2006) o en el Reino Unido, donde según Mason y Harrison (2002b) los ángeles han logrado su riqueza a través de la actividad empresarial y no a través de altos sueldos en grandes o pequeñas empresas, en Cataluña existe una alta proporción de ángeles (representados por Joel, Laura, Olga y Oriol), que han obtenido los ingresos necesarios para convertirse en ángeles a partir de sus empleos en empresas multinacionales, y no como resultado de una carrera emprendedora. Por supuesto, existen ángeles como David y Daniel que encajan mucho mejor en el perfil descrito por Mason y Harrison, pero, a diferencia del Reino Unido y Suecia, en Cataluña no parecen ser una clara mayoría.

Ingresos

Tabla 23. Ingresos brutos anuales de los 10 ángeles inversores entrevistados

Ingresos brutos anuales €	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Inferiores a 40.001 €										
Entre 40.001 y 60.000										
Entre 60.001 y 100.000 €										
Entre 100.001 y 200.000 €										
Entre 200.001 y 300.000 €										
Superiores a los 300.000 €										

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los ingresos, la gran mayoría de ángeles inversores catalanes entrevistados manifiestan obtener unos ingresos brutos anuales comprendidos entre los 100.000 y los 300.000 euros; como puede verse en la Tabla 23, esto sucede en 7 de los 10 ángeles. Por lo que respecta a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, este porcentaje representa poco más de la mitad de las respuestas obtenidas, eso si teniendo en cuenta que 3 de los 23 ángeles no quisieron responder esta pregunta. De todas formas, es conveniente notar que de los 20 que respondieron, 7 indicaron obtener ingresos

inferiores a los 60.000 euros anuales y el grupo más numeroso, 9 ángeles, situaron sus ingresos anuales entre los 100.000 y los 200.000 euros.

Aun con todas las limitaciones señaladas anteriormente, si se intenta realizar una comparación de los ingresos de los ángeles catalanes con los de otros países, excluyendo algunos estudios (como los de Aram, 1987; Haar, Starr y MacMillan, 1988) por haberse realizado casi un cuarto de siglo antes, los ingresos de la mayoría de ángeles catalanes están en línea con los del Reino Unido (Mason y Harrison, 2002b), los de Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004) e incluso los de Suecia (Månsson y Landström, 2006). Estarían, en cambio, por debajo de países como Australia con una media de 180.000 dólares anuales (Hindle y Wenban, 1999) y, especialmente, de Alemania (Brettel, 2003) y de Japón, cuyos ángeles manifestaron obtener unos ingresos medios anuales de 59.000 yenes (472.000 dólares) (Tashiro, 1999). Por el contrario, los datos proporcionados por este estudio parecen evidenciar que de media los ángeles catalanes pudieran tener ingresos incluso algo superiores a los ángeles de Noruega, cuya media se situaba en los 76.300 dólares (Reitan y Sørheim, 2000).

La literatura siempre ha identificado a los ángeles inversores como individuos ricos con elevados ingresos (Freear, Sohl y Wetzel, 1994; Mason y Harrison, 2002b). En la misma línea, este estudio muestra que la mayor parte de los ángeles catalanes (probablemente un 70% o más), son individuos con elevados ingresos e importantes patrimonios que les permiten afrontar posibles pérdidas en sus inversiones sin demasiadas consecuencias tal y como los describen Mason y Harrison, (2002b). No obstante, en este estudio se ha detectado una significativa proporción de ángeles (podría situarse entre el 10% y el 30%) que operan sin cumplir la premisa de ser más o menos ricos. Se trata de un segmento minoritario de ángeles que se atreven a invertir en empresas no cotizadas propiedad de terceros sin tener unos extraordinarios ingresos y, mucho menos, un gran patrimonio. Por lo general son ángeles jóvenes, con treinta y pocos años, como Joel, que ven en este tipo de inversiones una fórmula para ganar dinero al tiempo que disfrutan y aprenden con esta actividad. En estos casos, sin llegar a conocer el efecto real que podría tener en estos ángeles la quiebra de alguna de sus primeras inversiones, si parece probable que pudiera comprometer seriamente su patrimonio y que incluso alguno de ellos tuviera que abandonar su carrera como ángel.

En cuanto a ingresos y patrimonio, ya por último, señalar que, a partir de las informaciones obtenidas por los 10 ángeles inversores entrevistados, se ha podido constatar que el patrimonio de determinados ángeles como, por ejemplo, Daniel ha sufrido importantes oscilaciones a lo largo de los años, en gran parte debido a los diferentes resultados de sus inversiones como ángel. Por otro lado, se ha detectado que el nivel de ingresos de algunos ángeles se ha reducido considerablemente con su conversión a ángel: sería el caso del ángel con perfil ejecutivo y directivo que decide abandonar su empleo y, por tanto, renunciar a su elevado sueldo. Así, por ejemplo, Laura indica que mientras trabajaba para las multinacionales sus ingresos brutos anuales superaban los 300.000 € y ahora, dado que lleva dos años sin ingresos en su actividad profesional, estos han caído por debajo de los

200.000 €. Situaciones parecidas han experimentado Olga y Oriol, con perfiles muy similares; también sería este el caso de Joel.

Se ha preguntado a los 10 ángeles entrevistados que porcentaje de su patrimonio tienen actualmente invertido en empresas no cotizadas que no pertenecen a familiares ni amigos: las respuestas figuran en la Tabla 24. Como puede observarse, con la excepción Joel –el ángel con menor patrimonio de los 10– estos porcentajes nunca superan el 20%.

Tabla 24. Porcentaje de su patrimonio que tienen invertido actualmente en inversiones ángel

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Porcentaje	30%	20%	6%	18%	4%	20%	10%	7%	5%	10%

Fuente: elaboración propia.

Respecto al porcentaje que en el futuro querrían mantener, las respuestas han sido muy variadas. Sin embargo, la gran mayoría opinan que aumentarán este porcentaje en el futuro. De esta forma, Joel quiere incrementar este porcentaje desde el 30% actual hasta el 50%. En la misma línea, Óscar tiene previsto aumentar su actual 6% hasta un 15%. Aunque no se lo plantea como una necesidad, Víctor considera que estaría dispuesto a invertir en este tipo de proyectos hasta un 35% de su patrimonio. Asimismo, Eric y Olga quieren aumentar su participación hasta aproximadamente el 10%, aunque en el caso de Olga manifiesta que no tiene ninguna prisa. Por su parte, Daniel, que actualmente tiene invertido el 20%, se siente cómodo con este porcentaje aunque considera que el porcentaje ideal se sitúa alrededor del 10%. Respecto a Laura y Álex, están a gusto con su 10% y no tienen previsto modificarlo.

Algunos ángeles como Olga han manifestado la creencia que un ángel debería invertir como mínimo en 10 proyectos. No es extraña esta creencia, ya que esta recomendación puede verse en algunos blogs de reconocidos ángeles inversores como, por ejemplo, el de Carlos Blanco. Así, en un artículo de su blog, publicado el 22 de septiembre de 2010 y titulado *Como debemos invertir los business angels*¹⁹, puede leerse textualmente: “Luis Martín Cabiedes dice que lo ideal es hacer inversiones en múltiplos de 10 empresas, ya que así aciertas con 1-2 en las que ganas mucho dinero, recuperas la inversión con 2-3 empresas, mientras que 2-3 proyectos se convierten en autoempleo (fracaso para el inversor) y 3-4 startups fracasan.”

Así pues, muchos ángeles aspiran a crearse una cartera que contenga una cifra cercana a los 10 proyectos, y de ahí su interés en aumentar su participación. De hecho, la idea o creencia que un ángel debería invertir en 10 proyectos es el principal argumento de venta que utilizan empresas dedicadas a la comercialización de pequeñas participaciones de *start-ups* como, por ejemplo, “The Crowd Angel”, al menos así lo manifestó su gerente David Saltor en una entrevista mantenida el 29 de junio de 2012 en su sede de Barcelona.

¹⁹ Este artículo puede leerse en <http://www.carlosblanco.com/2010/09/22/inversiones-business-angels/>

Se concluye este apartado indicando que los datos presentados referidos a los ángeles inversores catalanes parecen confirmar que existe una relación positiva entre disponer de un elevado patrimonio y la propensión a convertirse en un ángel inversor. Además, esta propensión a convertirse en un ángel inversor por parte de un individuo también está relacionada positivamente con el hecho de obtener unos elevados ingresos, como ya había mostrado el trabajo de (Wong, Ho y Autio, 2004) y también parcialmente el de (Szerb, et al., 2007).

Género

De los 10 ángeles entrevistados en este estudio tan sólo dos son mujeres; sin embargo, conviene indicar que han sido mucho más difíciles de encontrar y contactar las dos mujeres que los ocho hombres. En cuanto a los ángeles que anónimamente respondieron la encuesta, como ya se ha indicado reiteradamente, todos los 23 son hombres. Se complementan estos datos con los obtenidos en la encuesta realizada a los 46 hombres y mujeres empresarios y directivos (HyMEyD) que respondieron la segunda encuesta y que figuran en la Tabla 25.

Tabla 25. Probabilidad de convertirse en ángel (por género) en los 46 HyMEyD

	Hombres		Mujeres		Total individuos	
	Individuos	%	Individuos	%	Individuos	%
Nula, sin interés			1	4,5%	1	2,2%
Nula, pero con interés	1	4,2%	1	4,5%	2	4,3%
Baja probabilidad	11	45,8%	14	63,6%	25	54,3%
Alta probabilidad	9	37,5%	5	22,7%	14	30,4%
Ángel con total seguridad	3	12,5%	1	4,5%	4	8,7%
Total	24	100%	22	100%	46	100%

Fuente: Elaboración propia.

Si se observan los datos proporcionados por los 46 HyMEyD no ángeles de la Tabla 25, la probabilidad de convertirse en ángel es algo mayor en los hombres que en las mujeres. Un 37,5% de los hombres encuestados probablemente serán ángeles, mientras que en las mujeres este porcentaje baja hasta el 22,7 %. Respecto a los que afirman con rotundidad que se convertirán en ángeles, en los hombres el porcentaje es del 12,5%, mientras que en las mujeres es sólo del 4,5%. La deducción lógica de estos datos es que actualmente en Cataluña es mucho más probable que se convierta en ángel inversor un hombre que una mujer.

En cuanto a los ángeles, es evidente que el porcentaje de mujeres es muy inferior al de los hombres, y en todo caso lo difícil es cuantificarlo. Dado que dos de los diez ángeles que se han entrevistado son mujeres, el porcentaje –a diferencia de los mostrados por los trabajos de Hindle y Wenban (1999) en Australia, Tashiro (1999) en Japón, Vækstfonden (2002) en Dinamarca y Lahti (2011b) en Finlandia– no puede ser nulo. En este estudio se defiende que este porcentaje se sitúa entre el 1 y el

5% en línea con Alemania (Stedler y Peters, 2003), Reino Unido (Mason y Harrison, 1994; Gardner, 2003), Noruega (Reitan y Sørheim, 2000) o Suecia (Månsson y Landström, 2006).

La creencia que en Cataluña el porcentaje de mujeres ángeles no supera el 5% se puede justificar de muy distintas formas. La primera, se basa en la gran dificultad que ha representado encontrar dos mujeres ángeles a las que plantearles la posibilidad de participar en el estudio, afortunadamente, las dos únicas que se han encontrado han aceptado la invitación a participar en él. El segundo motivo tiene que ver con la información proporcionada por los propios ángeles, así cuando se ha preguntado a los ángeles hombres si conocían a alguna mujer ángel catalana con nombre y apellido, la respuesta casi siempre ha sido que no. Una tercera justificación provendría de las propias RAIs que operan en Cataluña, ya que la mayoría de ellas no cuentan con más de una o dos mujeres ángeles entre sus asociados. Una cuarta se basaría en los contactos realizados con organizaciones de mujeres empresarias y directivas catalanas durante la realización de este estudio, algunas de estas organizaciones han colaborado intensamente y se han implicado en la búsqueda de alguna mujer ángel entre sus asociadas, pero a pesar de los esfuerzos realizados no ha sido posible localizar ninguna. La quinta proviene de las propias mujeres ángeles analizadas en este estudio (Laura y Olga); aunque en una primera impresión ellas manifiestan conocer varias mujeres ángeles y consideran que el porcentaje de mujeres ángeles es claramente mayor que el 5%, existen razones para pensar que su visión está bastante sesgada. Una de estas razones es que en algunos casos confunden mujeres que invierten en sus propias empresas, “*serial entrepreneurs*”, con mujeres ángeles. Otra de las razones es que la mayoría de las mujeres ángeles que dicen conocer no son catalanas y, por tanto las dos mujeres del estudio, tienen una percepción más española que catalana. Evidentemente en el conjunto de España hay más mujeres ángeles que en Cataluña, pero también más hombres, con lo cual la proporción probablemente no sea muy diferente. La sexta y última razón que se presenta la aporta un estudio realizado en 2008 por ESBAN donde se indicaba que, de los 1.465 ángeles inversores identificados en España, tan sólo 57 eran mujeres, lo que representaba poco menos del 4% de la población total de ángeles inversores españoles (Colomer, et al., 2008). Por todo lo expuesto, se cree que existen suficientes motivos para pensar que la proporción de mujeres ángeles no supera el 5%.

Cuando se ha preguntado a los ángeles entrevistados por los motivos, que según ellos, explicaban esta baja presencia de mujeres, la mayoría de respuestas apuntan a teorías bastante tradicionales como la creencia que las mujeres tienen una mayor aversión al riesgo y, sobre todo, la dificultad con que se encuentran las mujeres para conciliar la vida familiar y la profesional. Una teoría algo más novedosa la aportaba una de las mujeres ángel del estudio, Olga, quien opina que las mujeres quieren involucrarse más en el proyecto que los hombres, quieren ser más activas y participar también en la parte ejecutiva del proyecto, mientras que los hombres están dispuestos a ejercer un rol más pasivo. Según Olga, en la mayoría de casos, «*los emprendedores buscan inversores relativamente pasivos, no les interesa que los nuevos socios se inmiscuyan en el día a día y, por tanto, en muchos casos, los proyectos que presentan los emprendedores van más dirigidos a*

hombres que a mujeres, lo cual no incentiva la existencia de mujeres ángel». Este trabajo defiende una última teoría ya apuntada anteriormente al analizar la formación de los ángeles. Los datos aportados inducen a pensar que, para ejercer como ángel, en los hombres la formación académica no es tan importante como en las mujeres. Por tanto, en la medida que los hombres consideren que no es necesaria tanta formación, tendrán acceso a ser ángeles un mayor número de hombres que de mujeres. Similar planteamiento se puede realizar en lo relativo a la experiencia empresarial.

Para finalizar, cabría indicar simplemente que el elevado porcentaje de hombres (bajo porcentaje de mujeres) ángeles que operan en Cataluña parece confirmar que existe una relación positiva entre ser hombre y la propensión a convertirse en un ángel inversor, tal y como ya habían mostrado los estudios de (Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong y Ho, 2007).

Edad

Como puede observarse en la Tabla 26, los ángeles entrevistados tienen edades comprendidas entre los 32 y los 77 años con una media de casi 48 años. Estos datos son similares a los proporcionados por los 23 hombres ángeles que respondieron la encuesta y cuyas edades se sitúan entre los 26 y 75 años con una media de 46 años. En la Tabla 27 y en la Figura 6 pueden observarse las edades de este segundo colectivo de ángeles y sus frecuencias.

Tabla 26. Edades de los 10 ángeles entrevistados

Ángel	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Edad actual	31	36	38	37	47	48	49	54	62	77

Fuente: Elaboración propia.

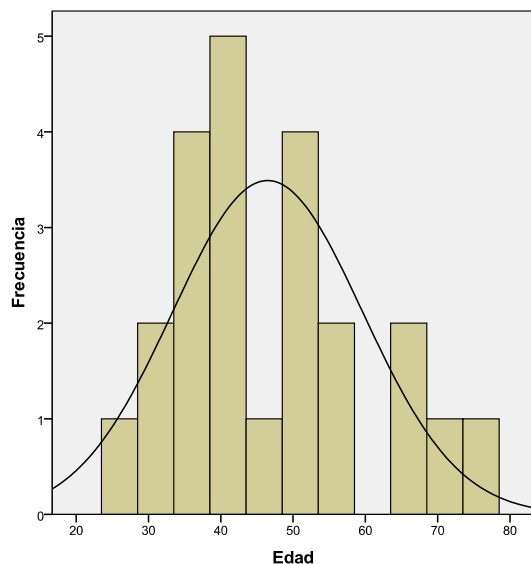
La media de edad de los 33 ángeles catalanes contemplados en este estudio (10 entrevistados más 23 encuestados) es de 46,9 años. Partiendo de este dato, se puede afirmar que de media los ángeles catalanes son algo más jóvenes que la gran mayoría de los ángeles estudiados alrededor del mundo. Si se compara la media de Cataluña con la de otros países (Tabla 2), se observa que es ligeramente inferior a la de los ángeles de Alemania (Brettel, 2003; Stedler y Peters, 2003), a los Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004), Reino Unido (Mason, Harrison y Chaloner, 1991) y Canadá (Short y Riding, 1989). Los ángeles de Cataluña son bastante más jóvenes que los escoceses (Paul, Whittam y Johnston, 2003) y los suecos (Landström, 1993; Månsson y Landström, 2006); y mucho más que los japoneses (Tashiro, 1999). Tendrían una edad muy parecida a la de los ángeles noruegos (Reitan y Sørheim, 2000) y a los de la región de los Grandes Lagos al este de los Estados Unidos (Aram, 1989); y, por el contrario, serían algo mayores que los argentinos (Pereiro, 2001).

Tabla 27. Frecuencias de las edades de los 23 ángeles que respondieron la encuesta

Edad	26	29	32	36	38	39	40	41	42	48	49	50	54	57	65	66	70	75	Total
Nº de ángeles	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	2	2	1	1	1	1	1	1	23

Fuente: Elaboración propia.

Figura 6. Histograma de la edad de los 23 ángeles que respondieron la encuesta



Fuente: Elaboración propia.

Es interesante complementar los datos anteriores con los proporcionados por la Tabla 28 relativos a los HyMEyD, ya que arrojan una variable interesante en relación al género. No sólo puede observarse que entre los/as empresarios/as y directivos/as la media de edad de los hombres que tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles es bastante inferior a la de las mujeres (36,83 contra 44,94), sino que, además, se constata que los hombres que manifiestan una mayor probabilidad de convertirse en ángeles algún día son más jóvenes que los que tienen una baja o nula probabilidad de ser ángeles inversores, justamente, todo lo contrario que sucede en las mujeres. Estas evidencias pueden conducir a pensar que en Cataluña las mujeres se convierten en ángeles a una edad más avanzada que los hombres, –en parte muy probablemente debido a los motivos descritos en el apartado anterior dedicado al género–, lo que a su vez también implica que haya muchas menos mujeres ángeles que hombres. En línea con estos datos, si se calcula la media de edad de los 31 hombres ángeles analizados en este estudio y se compara con la de las 2 mujeres se puede comprobar que la de los primeros (46 años) es significativamente inferior a la de las segundas (51 años), lo que corroboraría esta teoría.

Tabla 28. Datos sobre la edad en los 46 HyMEyD clasificados por género y probabilidad de convertirse en ángel

Edad	Hombre		Mujer	
	Probabilidad de convertirse en ángel		Probabilidad de convertirse en ángel	
	Alta	Baja o nula	Alta	Baja o nula
Media	36,83	43,25	44,94	38,33
Mediana	37,50	42,50	46,00	40,50
Moda	20 y 37	34 y 49	47	
Desv. típica	10,338	12,657	7,085	8,406
Mínimo	20	28	30	24
Máximo	52	72	60	47

Fuente: elaboración propia.

En relación a la edad, indicar también que 20 de los 33 ángeles (60,6%) tienen edades incluidas entre los 35 y 50 años, y un 78,8% entre 35 y 65 años. Si se consideran franjas de diez años, la que contendría el grupo más numeroso de ángeles sería la comprendida entre los 30 y los 39 años con un 33,3% de ángeles seguida de la de 40 a 49 años con un 27,3%. El hecho de que en Cataluña existan más ángeles en la franja de 30 a 39 años que en la de 40 a 49 años es muy inusual, de hecho, esta situación tan sólo ha sido documentada en Australia (Hindle y Wenban, 1999) y quizás (los datos no permiten aclararlo) en Argentina (Pereiro, 2001). Por otra parte reseñar que los datos sobre la edad de los ángeles en Cataluña aportados en este estudio coinciden en gran parte con los aportados por el trabajo de San José, Roure y Aernoudt (2005) y por tanto permiten apoyar la proposición que establece una relación positiva entre tener una edad comprendida entre los 35 y los 65 años y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor. Además, a diferencia de otros países, en Cataluña toma mucha importancia la franja comprendida entre los 35 y 50 años.

Apoyo a la proposición 1A

Para concluir este apartado dedicado a los factores sociodemográficos señalar que los datos aportados en este estudio proporcionan un gran apoyo a la proposición 1A que establece una relación positiva entre los factores sociodemográficos de un individuo (como poseer una buena educación, disponer de un elevado patrimonio e ingresos, ser hombre y tener una edad comprendida entre los 35 y 65 años) y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor. De esta forma, se ha proporcionado apoyo a la relación que vincula la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor con un elevado nivel educativo, apuntando además que esta relación es más fuerte en Cataluña que en otros países. Los datos aportados también apoyan la relación entre altos ingresos y elevados patrimonios con la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor; sin embargo, esto no implica que se vislumbre una tendencia a que algunos individuos se lancen a realizar inversiones ángel sin contar con un gran patrimonio que les respalde. Asimismo, se ha hallado una clara vinculación entre el género masculino (ser hombre) y una mayor probabilidad de

convertirse en un ángel inversor. Por último, los datos aportados revelan que los ángeles de Cataluña de media son algo más jóvenes que los de la mayoría de países de su entorno; en este sentido, la constatación que casi el 80% de los ángeles catalanes tienen una edad comprendida entre los 35 y 65 años permite proporcionar un importante apoyo a la proposición que establece una relación positiva entre tener una edad comprendida entre los 35 y los 65 años y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor.

En definitiva, esta tesis doctoral, en línea con el resto de estudios sobre ángeles inversores realizados en distintas partes del mundo, proporciona un fuerte apoyo a la proposición que relaciona los factores sociodemográficos del individuo con su propensión a convertirse en un ángel inversor.

4.3.2 Contexto personal

Dentro del contexto personal, básicamente, se analizan cuatro aspectos: en primer lugar, la experiencia del ángel inversor en la gestión empresarial, ya sea como propietario, gerente, directivo o ejecutivo de empresas; en segundo lugar, su papel en la creación de nuevas empresas, ambos aspectos siempre con anterioridad a convertirse en ángel. En tercer lugar, se investiga si los actuales ángeles habían conocido a otros ángeles antes de convertirse ellos mismos en ángeles; y, por último, se examina su perfil de riesgo.

Como puede inferirse de la presentación realizada anteriormente, todos los ángeles entrevistados en este estudio poseen algún tipo de experiencia en la gestión de empresas, ya que todos ellos han sido propietarios, gerentes, directivos o ejecutivos de empresas. Aunque gran parte de su carrera profesional ya se ha presentado con anterioridad, este apartado se iniciará enfatizando la experiencia en la propiedad y en la creación de empresas de cada uno de los 10 ángeles entrevistados.

10 breves historias

Antes de convertirse en ángel Joel creó una empresa *e-commerce* que se dedica a la venta de material deportivo, actualmente sigue siendo propietario de esta empresa. Joel también invirtió en una empresa de videojuegos que había creado su hermano. En cuanto a David, como ya se ha indicado con anterioridad, fue un emprendedor de éxito en internet, la creación de una empresa y su posterior venta le posibilitaron que hoy ejerza como ángel. Por su parte, Óscar no tenía experiencia en la propiedad ni en la creación de empresas, pero tenía una gran experiencia en la gestión y evaluación de *start-ups* gracias a su último empleo como gerente de una family office que se dedica a invertir en este tipo de empresas. En la misma línea, Víctor no era propietario de ninguna empresa, ni tenía experiencia en la creación de ninguna; sin embargo, su abuelo había participado en la creación de una compañía aseguradora donde Víctor trabajó durante sus primeros años de vida profesional; la venta de esta participación le proporcionó a Víctor la posibilidad de gestionar el patrimonio familiar

como si de un ángel se tratara. Por su parte, Eric además de asumir la gerencia de la empresa que había fundado su padre, también había participado, junto con un socio industrial, en la creación de una empresa. Por otro lado, Daniel creó una empresa financiera hace muchos años desde donde iniciaría su carrera como ángel; actualmente, está creando otra. En cuanto a Laura no tenía ninguna experiencia en la creación de empresas, pero sí en la propiedad y sobre todo en la gestión gracias a su paso por diferentes multinacionales. En similar situación se encontraba Olga, provenía de una familia de empresarios, su hermano participó en la creación de una conocida compañía aérea catalana, y actualmente ella misma está desarrollando un nuevo proyecto empresarial para mejorar el acceso al crédito de las empresas. Respecto a Oriol, desarrolló toda su carrera como director general de diferentes empresas del mismo grupo, al inicio de su carrera constituyó un despacho profesional con unos amigos pero nunca llegó a funcionar. Finalmente, Álex continuó con el negocio familiar iniciado por su bisabuelo, tenía por tanto una dilatada carrera como empresario.

Experiencia en la propiedad y gestión de empresas

Como puede observarse en la rápida descripción realizada de estos 10 ángeles, muchos de ellos han tenido experiencia en la propiedad de empresas. Para algunos de ellos, esta propiedad les ha significado también obtener una importante experiencia en la gestión empresarial, serían los casos de Joel, David, Eric, Daniel y Álex; en otros, como en los casos de Laura y Olga, que prefirieron desarrollar su carrera alejada de las empresas familiares, simplemente les ha proporcionado un entorno familiar muy vinculado al emprendimiento. En los tres ángeles restantes, tanto Óscar como Víctor y Oriol tienen algún familiar próximo que ha sido propietario de alguna empresa: en el caso de Óscar fue un tío; en el de Víctor, como ya se ha comentado, su abuelo; y en el de Oriol, su padre. En este punto es conveniente recordar que en los casos de David y Eric, la venta de las empresas que crearon les permitió obtener gran parte de la riqueza necesaria para poder actuar como ángeles confirmando las teorías de Mason y Harrison (2002b).

En cuanto a la gestión empresarial, dado que lo que se analiza es el hecho de disponer de experiencia en la gerencia o dirección global de una empresa, a parte de los 5 ángeles que han actuado como propietarios gerentes, cabe añadir que también Laura y Oriol poseían experiencia en este campo, aunque eso sí, más centrada en la empresa multinacional que en la Pyme. En los casos de Óscar y de Olga, a pesar de contar con una amplia experiencia en el área de las finanzas empresariales, quizás no tuvieran demasiada experiencia en lo que sería la gestión global de una empresa. De los diez, el ángel con menor experiencia es, sin duda, Víctor; aún así había gestionado algunas delegaciones de la empresa aseguradora, fundada por su abuelo, donde trabajaba antes de ejercer como ángel. Por último, cabe indicar que algunos de los ángeles que habían actuado como propietarios gerentes, como Joel y Eric, también poseían una amplia experiencia en la gestión empresarial gracias a sus empleos como asalariados en empresas propiedad de terceros.

Si se tuviera que comparar los datos de los 10 ángeles catalanes analizados con los de otras partes del mundo como los que figuran en la Tabla 3 se diría que los ángeles catalanes tienen tanta o más experiencia en la gestión de empresas que los de cualquier otro país como por ejemplo Alemania (Stedler y Peters, 2003), Finlandia (Lahti, 2011b), Japón (Tashiro, 1999), Noruega (Reitan y Sørheim, 2000), Reino Unido (Harrison y Mason, 1992a; Gardner, 2003), Singapur (Hindle y Lee, 2002) o Suecia (Landström, 1993).

Si además se observan los datos que figuran en la Tabla 29, se puede ver que 19 de los 23 ángeles que respondieron la encuesta, antes de convertirse en ángeles ya tenían experiencia en la propiedad de cómo mínimo una empresa y la gran mayoría en más de una. Estos resultados sin duda muestran que los ángeles inversores catalanes están entre los que mayor experiencia cuentan en la propiedad y gestión de empresas en línea por ejemplo con los ángeles suecos analizados por Månsson y Landström (2006) donde prácticamente el 100% contaba con esta experiencia.

Tabla 29. Número de empresas de las que ha ejercido de propietario o bien de gerente o directivo antes de convertirse en ángel por parte de los 23 ángeles inversores que respondieron la encuesta

Número de empresas de las que ha sido propietario	Nº ángeles	Número de empresas de las que ha sido gerente o directivo	Nº ángeles
Ninguna	4	Ninguna	6
Una	5	Una	4
Dos	6	Dos	9
Entre 3 y 5	5	Entre 3 y 5	2
Más de 5	3	Más de 5	2
TOTAL	23	TOTAL	23

Fuente: elaboración propia.

Los datos presentados referidos a los ángeles inversores de Cataluña, parecen confirmar que existe una relación positiva entre la experiencia en la propiedad y gestión de empresas y la propensión a convertirse en ángeles inversores, tal y como ya habían mostrado los estudios de (Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong, Ho y Autio, 2004; Wong y Ho, 2007; Burke, et al., 2010).

En cuanto a si los ángeles catalanes se habían convertido en ángeles como consecuencia de su carrera profesional, tal y como la habían descrito Politis y Landström (2002), los 10 ángeles entrevistados se manifestaron afirmativamente. Además, en la mayoría de casos, estos 10 individuos se convirtieron en ángeles después de un periodo de transición, iniciado a partir de alguna de las situaciones que describen Politis y Landström (2002) relacionadas con una insatisfacción o conflicto o por el contrario con una oportunidad. En los casos de Víctor, Laura, Olga, Oriol y Alex la conversión en ángel vino provocada más por una insatisfacción o conflicto. Víctor y Oriol perdieron su empleo, Laura y Olga percibían que sus trabajos ya no respondían a sus expectativas y en el caso de Álex problemas de gobernabilidad en la empresa familiar le llevaron a vender la participación que poseía

en la empresa donde había trabajado toda la vida. En cambio, en los casos de Joel, David, Óscar y Eric se convirtieron en ángeles para aprovechar las oportunidades que esta nueva ocupación les generaba. En el caso de Joel, una mayor independencia y en los otros tres sobre todo influyó la posibilidad de desarrollar diferentes proyectos empresariales simultáneamente. De todas formas conviene apuntar que tal y como indicaron Joel, Laura y Olga, a veces la conversión en un ángel inversor vino provocada por una mezcla de situaciones, algunas relacionados con una cierta insatisfacción en sus empleos, pero también por el deseo de explotar nuevas oportunidades.

En relación a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, 21 de los 23 también consideraron que se habían convertido en ángeles como consecuencia de su carrera profesional. Por tanto, se puede convenir que los ángeles catalanes consideran que a lo largo de su carrera profesional han acumulado información y conocimientos, han adquirido habilidades y experiencia y han desarrollado múltiples redes relacionales (tal y como sugieren Sullivan, 1999; Arthur, Inkson y Pringle, 1999; Bird, 1994) y todo esto es lo que en última instancia les ha permitido convertirse en ángeles.

Experiencia en la creación de empresas

Como puede inferirse de la presentación realizada al inicio del apartado, 4 de los 10 ángeles entrevistados –Joel, David, Eric y Daniel– habían participado en la creación de alguna empresa antes de convertirse en ángeles, lo que en porcentaje representa un 40% de ángeles. Por otra parte, de los 23 ángeles que respondieron la encuesta, un total de 19 han manifestado haber participado en la creación de alguna empresa antes de convertirse en ángeles; de hecho, 15 de ellos habían participado en la creación de más de una, y entre ellos, un par de ángeles afirman haber participado en la creación de más de cinco, con lo cual podrían definirse como “*serial entrepreneurs*”.

En definitiva, de los 33 ángeles analizados en este estudio un total de 23 (casi un 70%) han participado en la creación de alguna empresa antes de convertirse en ángeles. Si se compara este porcentaje con los que figuran en la Tabla 4, se verá que a nivel de creación de empresas los ángeles de Cataluña siguen patrones muy parecidos a los ángeles de Alemania (Brettel, 2003) y del Reino Unido (Harrison y Mason, 1992a; Mason y Harrison, 2002b), tendrían más experiencia en la creación de empresas que los ángeles de Japón (Tashiro, 1999) y Noruega (Reitan y Sørheim, 2000), pero menos que los de Canadá (Short y Riding, 1989), Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004), Finlandia (Lumme, Mason y Suomi, 1998; Lahti, 2011b) y Suecia (Landström, 1993; Månsson y Landström, 2006).

Los resultados de este estudio vienen a confirmar toda la literatura previa que manifiesta que gran parte de los ángeles inversores son individuos que han participado en la creación de empresas; y, por tanto, corroboran que este es un factor que influye decisivamente en la propensión de un individuo a convertirse en ángel inversor (tal y como muestran los trabajos de Maula, Autio y Arenius, 2005; Wong y Ho, 2007; Szerb, et al., 2007).

Conocer personalmente a otros ángeles

Ninguno de los 10 ángeles entrevistados manifiesta haberse convertido en ángel atraído por las maravillosas historias que pudiera haber oído contar a otros ángeles. Sin embargo, antes de convertirse en ángeles, la gran mayoría de estos individuos tuvieron algún tipo de contacto con otros ángeles. Así por ejemplo, Eric y Oriol realizaron sus primeras inversiones bajo el amparo de RAIs y, por tanto, rodeados de ángeles. Los casos de Joel, Víctor y Laura fueron más autodidactas; aún así, antes de dar el paso de convertirse en ángeles, se interesaron por conocer la parte más humana del fenómeno y buscaron algún ángel para intercambiar opiniones. Por su parte, David se situaría en un punto intermedio entre los dos anteriores, ya que, si bien invirtió de forma autodidacta, lo hizo bajo el amparo de un grupo informal de ángeles de internet, un grupo que años más tarde crearía su propia red. En el caso de Óscar y Olga, los contactos con otros ángeles los obtuvieron en su etapa como gestores de family offices que es cuando realmente se plantearon la posibilidad de convertirse en ángeles. Sólo en los casos de Daniel y Álex, –que empezaron su carrera inversora antes de 2000 cuando prácticamente nadie había oído hablar de los ángeles inversores y con anterioridad a la creación de la primera red de ángeles inversores en Cataluña– la iniciativa de convertirse en ángel fue más íntima y personal y sin ningún contacto con ningún otro ángel.

En cuanto a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, 13 de ellos no habían conocido a ningún ángel antes de decidirse a ejercer como tal; sin embargo, los otros 10 habían establecido contacto con al menos otro ángel antes de convertirse ellos mismos en ángeles. Además, 4 de estos ángeles manifestaron tener contacto con más de 5 ángeles antes de decidirse a realizar su primera inversión ángel.

Los datos aportados por este estudio sugieren que, aún no siendo imprescindible, el contacto con otros ángeles puede reforzar la voluntad de un individuo a convertirse en ángel. Se entiende que la voluntad de ser ángel no se contagia, no por tener ángeles a su alrededor un individuo se convierte en un ángel inversor, pero sí que tener contacto con otros ángeles puede ayudar a concretar la voluntad o interés de convertirse en ángel en aquellos individuos que la han manifestado previamente. En consecuencia, se entiende que los datos presentados apoyan (al menos ligeramente) la proposición relativa a la existencia de una relación positiva entre conocer a ángeles inversores y la propensión de un individuo a convertirse también en ángel.

Aunque no tenga una relación directa con el objetivo de esta tesis, este estudio también se ha interesado por explorar el número de ángeles que conocen y, sobre todo, con cuántos mantienen un contacto regular cada uno de los 10 ángeles entrevistados. Los datos figuran en la Tabla 30.

Tabla 30. Ángeles que conocen y con los que se relacionan los 10 ángeles entrevistados

Número de ángeles	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
que conoce	50	20	50	10	30	70	20	19	50	60
con quienes se relaciona	30	12	15	4	10	10	8	9	10	7

Fuente: Elaboración propia.

De media los 10 ángeles entrevistados, conocen a 38 ángeles y mantienen un contacto regular con entre 11 y 12. Como puede verse, el ángel que mantiene un contacto regular con un mayor número de ángeles es Joel, ya que considera que *«puedo aprender mucho de otros ángeles y me interesa estar relacionado con muchos de ellos»*. Por tanto, la opinión de Joel refuerza la proposición defendida en esta tesis en cuanto que el contacto con otros ángeles es un factor que condiciona positivamente tanto la aparición de nuevos ángeles como especialmente su posterior desarrollo profesional.

En cuanto al perfil de los ángeles que conoce cada uno de los ángeles entrevistados, Joel manifiesta que los ángeles que conoce son casi todos mayores que él. Óscar considera que los ángeles con los que se relaciona tienen un perfil muy distinto al suyo, son familias empresarias que tienen una división de inversión en TIC o bien profesionales liberales. David en cambio indica que los ángeles con quienes se relaciona tienen un perfil similar al suyo, ya que *«en el mundo de internet los perfiles son muy parecidos»*. También Víctor se relaciona con ángeles de su mismo perfil. La mayoría de los ángeles con quienes se relaciona Eric pertenecen a la misma RAI, tienen en común que todos son profesionales con un amplio recorrido empresarial en diferentes sectores, profesionales en activo, pero con trayectorias diferentes. Eric señala que: *«algunos tienen un perfil emprendedor, otros de “management” o gestión pero que después les ha atraído el emprendimiento y gente que ha pasado del “management” al “angeling” sin haber pasado por el emprendimiento»*. A Eric le sorprende que haya tan pocos ángeles del mundo académico. Respecto a Daniel, afirma que todos los ángeles con quienes se relaciona habitualmente tienen un perfil diferente de aversión al riesgo y de selección de proyecto, según él existen muchos perfiles de ángeles. Los ángeles que conoce Oriol tienen un perfil más agresivo al suyo, considera que: *«tienen más recorrido y han realizado más inversiones»*. Finalmente, Álex indica que los ángeles con quienes se relaciona habitualmente tienen todos más de 70 años.

En relación a las dos mujeres del estudio, Laura manifiesta conocer a 20 ángeles inversores, de los cuales 15 son hombres y 5 mujeres, se relaciona habitualmente con las 5 mujeres y con sólo 3 hombres. Respecto al perfil de las mujeres ángeles con quienes se relaciona, Laura considera que la mitad son profesionales y la otra mitad provienen de familias muy adineradas que no son emprendedoras. Por su parte, Olga conoce a 9 mujeres ángeles inversores y 10 hombres, al igual que Laura habitualmente trata con las mujeres ángeles, ya que de hecho coincide con todas ellas en un proyecto. Con los 10 hombres, mantiene una relación que califica de *«más o menos fluida»*. Olga considera que las mujeres ángeles que conoce tienen un perfil parecido al suyo: *«son todas consejeras, han sido ejecutivas muy visibles, algunas todavía lo son»*.

Tolerancia al riesgo

Se les pidió a los ángeles, tanto a los 10 entrevistados como a los 23 que respondieron la encuesta, que especificaran su preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde el nivel 1 representaba una total intolerancia o miedo absoluto al riesgo y el nivel 7 una total tolerancia o preferencia al riesgo. Para ayudarles en su elección se les indicó que deberían marcar el nivel 4 si estaban dispuestos a tolerar el riesgo que supone invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa (las que forman el índice Ibex 35). Los resultados proporcionados por los 10 ángeles entrevistados pueden observarse en la Tabla 31 y los datos referidos a los 23 ángeles que respondieron la encuesta figuran en la Tabla 32. Viendo estas tablas puede comprobarse que la media tanto de los 10 como de los 23 ángeles es prácticamente igual: 5,1 sobre un máximo de 7.

Tabla 31. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 10 ángeles entrevistados

Ángel	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex	Media
Nivel de preferencia al riesgo	5	6	6	4	6	5	4	5	6	4	5,1

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 32. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 23 ángeles que respondieron la encuesta

Nivel de riesgo	Entre 1 y 7	Nivel de riesgo	Nº de ángeles
Media	5,17	3	1
Mediana	5	4	4
Moda	5	5	10
Mínimo	3	6	6
Máximo	7	7	2
		Total	23

Fuente: Elaboración propia.

La inversión ángel, o sea la inversión en empresas que por lo general son pequeñas, se encuentran en sus primeras etapas de vida y que por definición no cotizan en bolsa lógicamente debería tener más riesgo que invertir en las empresas que conforman el índice IBEX 35; por tanto, cabía esperar que los ángeles se decantaran por un valor claramente superior a 4. Sin embargo, aun superando este 4, el valor medio proporcionado (5,1) puede pensarse que es un tanto bajo; no obstante, algunos ángeles como, por ejemplo, Laura y Joel vinculan la percepción del riesgo al conocimiento que uno tenga sobre este tipo de inversiones. Más allá del valor medio, lo que si puede llegar a sorprender es que dos de los ángeles, Álex y Laura consideren que tienen un perfil de riesgo igual a 4, o sea, el mismo que tiene alguien que invierte en las principales empresas del IBEX 35 como, por ejemplo,

Telefónica o el Banco de Santander. Al indicar este perfil de riesgo tan aparentemente bajo y ante la expresión de sorpresa del entrevistador y autor del estudio, Laura realizó la siguiente argumentación: «cuando no conoces este mundo, este tipo de inversiones parecen muy arriesgadas, pero en la medida en que vas aumentando tus conocimientos la percepción del riesgo va disminuyendo». Cabe destacar que tanto Joel como Daniel esgrimieron razonamientos muy similares al de Laura para defender sus evaluaciones de riesgo. Por su parte Álex defendió que sus inversiones ángel tenían un riesgo similar a la inversión en bolsa amparándose en el hecho que realizaba todas sus inversiones coinvirtiéndose con otros ángeles y que esta forma de actuar proporcionaba una mayor seguridad a sus inversiones.

Para complementar los datos anteriores, en la Tabla 33 se muestran los resultados obtenidos en la encuesta realizada a los 46 HyMEyD clasificados por género y probabilidad de convertirse en ángel.

Tabla 33. Nivel de preferencia o aversión al riesgo en una escala de 7 puntos, donde 1 significa total aversión y 7 total preferencia por parte de los 46 HyMEyD clasificados por género y probabilidad de convertirse en ángel

Nivel de riesgo	Hombres (24)			Mujeres (22)			Total
	Probabilidad de convertirse en ángel			Probabilidad de convertirse en ángel			
	Alta (12)	Baja (12)	Total H. (24)	Alta (6)	Baja (16)	Total M. (22)	(46)
Media	4,50	3,92	4,21	3,33	2,81	2,95	3,61
Mediana	5	4	4	3	3	3	4
Moda (Se indica la menor)	5	4	5	2	3	3	3
Desv. típica	0,674	0,996	0,894	1,506	1,047	1,032	1,201
Mínimo	3	2	2	2	1	1	1
Máximo	5	5	5	6	4	6	6

Fuente: Elaboración propia.

Si se analiza con detalle la Tabla 33 pueden observarse dos peculiaridades. La primera es que entre estos 46 HyMEyD, los hombres tienen una mayor preferencia (menor aversión) al riesgo que las mujeres (media de 4,21 contra 2,95). Si retrocedemos y analizamos las diferencias entre hombres y mujeres ángel, aún teniendo en cuenta las limitaciones que implica contar con tan solo dos datos de mujeres ángeles, podemos constatar que la preferencia media al riesgo de estas es algo inferior a la de los ángeles hombres (4,5 contra 5,25). Así pues estos datos apoyarían la tesis que las mujeres (tanto las ángeles como las no ángeles) tienen una mayor aversión al riesgo que los hombres (Byrnes, Miller y Schafer, 1999; Whelan, 2001; Sohl y Hill, 2007; Becker-Blease y Sohl, 2011), lo cual explicaría en parte el bajo porcentaje de mujeres ángeles.

La segunda peculiaridad se concreta en el hecho que los individuos (hombres y mujeres) que han manifestado una mayor probabilidad de convertirse en ángeles presentan una mayor preferencia

(menor aversión) al riesgo que aquellos que tienen pocas probabilidades de convertirse en ángeles (media de 4,50 por 3,92 en los hombres y de 3,33 por 2,81 en las mujeres). Por tanto los datos mostrados proporcionan un total apoyo a la proposición planteada en relación a que los ángeles son individuos con una elevada preferencia (menor aversión) al riesgo, o como indicaban Duxbury, Haines y Riding (1996) son más capaces de asumir riesgos que la media de la población. Este apoyo vendría dado tanto por la constatación que entre los individuos no ángeles, aquellos que creen tener muchas probabilidades de convertirse en ángeles, tienen una menor aversión o mayor tolerancia al riesgo que aquellos que probablemente nunca serán ángeles, como por el hecho que la media proporcionada en las dos muestras de ángeles (5,1) es mucho mayor que la que poseen los 46 HyMEyD no ángeles en su conjunto que es de 3,61.

Todos los datos proporcionados confirman la creencia que un ángel inversor tiene un perfil de riesgo elevado, por encima de la media de la población; sin embargo, la media proporcionada en las dos muestras de ángeles (5,1) evidencia que por lo general no se trata de personas con un perfil de riesgo exageradamente alto, sino más bien moderadamente alto. La prueba de ello es que ninguno de los 10 ángeles entrevistados ha manifestado poseer el perfil 7 de máximo riesgo y este perfil tan sólo ha sido indicado por 2 de los 23 ángeles que respondieron la encuesta.

Considerando que el grado de preferencia por el riesgo medio de los ángeles inversores analizados en este estudio es superior a la media de la población de Cataluña, se puede inferir que los datos aportados apoyan la proposición que defiende una relación negativa entre la aversión al riesgo (miedo al fracaso) y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor. Dicho de otra forma, tener una baja aversión (alta tolerancia) al riesgo es un factor que influye en el hecho que un individuo pueda convertirse en ángel inversor (tal y como había mostrado parcialmente el trabajo de Szerb, et al., 2007).

Apoyo a las proposiciones 1B y 1C

Por todo lo expuesto, se concluye que los datos mostrados en este apartado proporcionan un gran apoyo a la proposición 1B que establece una relación positiva entre determinados factores relacionados con el contexto personal del individuo (como disponer de experiencia en la propiedad y/o gestión de empresas, haber participado en la creación de una o más empresas, conocer a un ángel inversor y tener una baja aversión (alta tolerancia) al riesgo) y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor. Los resultados de este estudio han proporcionado un fuerte apoyo a la relación entre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y todos los factores del contexto personal analizados, con la única excepción del hecho de conocer a ángeles inversores. En relación a este último factor, si bien este estudio considera que conocer a ángeles inversores es también un factor condicionante de la aparición de ángeles inversores, los datos obtenidos parecen mostrar que esta influencia es algo más débil que la que se ha obtenido en el resto de factores estudiados.

De la misma forma, puede considerarse que los datos aportados en este epígrafe apoyan con total rotundidad la proposición 1C que establece que la conversión de un individuo en ángel inversor es una consecuencia de la evolución de la carrera profesional de este individuo.

Ya por último señalar que el apoyo que esta tesis doctoral proporciona a la proposición que relaciona la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor con un conjunto de factores vinculados al contexto personal del individuo, como disponer de experiencia en la propiedad y/o gestión de empresas y haber participado en la creación de una o más empresas, está en línea con los distintos estudios que tratan sobre las características de los ángeles inversores en los distintos países y muy especialmente con el trabajo de Politis y Landström (2002) que considera que los individuos se convierten en ángeles inversores como consecuencia de su carrera profesional.

4.3.3 Factores motivacionales

Como se ha destacado en la revisión de literatura, el trabajo de Sullivan y Miller (1996) es uno de los más influyentes en relación a las motivaciones de los ángeles inversores. Este estudio utilizó el concepto de segmentación, ampliamente utilizado en el mundo del marketing, (Peter y Olsen, 1987) para aplicarlo a los inversores informales y establecer tres tipologías de inversores: los que invierten por razones económicas, los hedonistas y los altruistas. El objetivo de esta tesis doctoral no es, ni mucho menos profundizar en esta clasificación, sino, simplemente, mostrar que en mayor o menor medida estos tres tipos de factores motivacionales están siempre presentes en el proceso de conversión de un individuo a ángel inversor y difícilmente encontremos un ángel que no haya sido impulsado a serlo por una combinación de estas tres motivaciones. Evidentemente, y en esto se coincide con el planteamiento de Sullivan y Miller (1996), unas motivaciones pueden pesar más que otras, aunque como expresan los propios ángeles entrevistados, estas graduaciones también pueden variar con el tiempo.

Para determinar cuáles eran las motivaciones que habían impulsado a los individuos analizados a convertirse en ángeles se les presentó una tabla que contenía estas 3 opciones:

Puramente económica (ganar dinero)	Motivación económica
Placer y satisfacción por realizar este tipo de inversiones	Motivación hedonista
Deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad	Motivación altruista

Utilizando esta nomenclatura, en la Tabla 34 se muestra como los 10 ángeles entrevistados han repartido sus motivaciones entre las tres razones anteriormente especificadas.

Tabla 34. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les habían empujado a convertirse en ángeles. Los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex	Media
Motivación económica	40%	34%	50%	33%	40%	35%	50%	25%	25%	34%	36,6%
Motivación hedonista	30%	33%	30%	34%	30%	40%	40%	50%	50%	33%	37%
Motivación altruista	30%	33%	20%	33%	30%	25%	10%	25%	25%	33%	26,4%
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100%	100%	100 %	100 %	100%

Fuente: Elaboración propia.

Como puede observarse, los 10 ángeles entrevistados muestran una triple motivación a la hora de convertirse en ángeles. De hecho, contrariamente a lo que cabría esperar, la motivación económica (de media) no es la más importante. Aunque de media no sea realmente la más importante, conviene indicar que para 7 de los 10 ángeles la motivación económica, o bien es la más importante (casos de Joel, Óscar, Eric y Laura), o bien es tan importante como las demás (casos de David, Víctor y Álex). Por tanto, esta motivación no es la más importante tan sólo para 3 ángeles (Daniel Olga y Oriol).

Si bien a partir de la literatura previa (ver trabajos como los de Baty, 1964; Wetzel, 1981, 1983; Haar, Starr y MacMillan, 1988; Freear, Sohl y Wetzel, 1995; Baty y Sommer, 2002) se esperaba que tanto la motivación hedonista como la altruista tuvieran un peso significativo, realmente asombran las altas valoraciones que los 10 ángeles analizados han dado a estas categorías de motivaciones. Si bien es sorprendente que la motivación hedonista (placer y diversión), de media pueda superar a la económica, no lo es menos que la motivación altruista (el deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad) tenga un peso superior al 25%. En este sentido conviene advertir de un posible sesgo en los ángeles seleccionados. Como puede fácilmente intuirse, todos los ángeles seleccionados se prestaron a colaborar desinteresadamente en el estudio, lo cual no deja de ser una actividad claramente altruista. Sin embargo en el proceso de recolección de datos, se contactó con al menos dos ángeles distintos para cada perfil, y en muy pocos casos se obtuvo una respuesta positiva de más de un ángel, lo cual significa que un 30% o 40% de las invitaciones a participar en el estudio fueron rechazadas, casi todas con la justificación de falta de tiempo. Por supuesto no se tiene ningún interés en cuestionar esta justificación, pero es difícil creer que la escasez de tiempo que han argumentado padecer los ángeles que han declinado participar en este estudio sea más acentuada que la que puedan sufrir los ángeles que sí han aceptado participar. Todo ello conduce a considerar que más allá del factor tiempo, un factor que verdaderamente ha influido en los ángeles a la hora de decidir si colaborar o no en este estudio ha sido su voluntad de ayudar a los demás y aportar a la sociedad, en este caso contribuyendo a la realización de esta tesis doctoral.

Así pues, si algo puede probar esta tesis, es que existe un nutrido grupo de ángeles que tienen una triple motivación (económica, hedonista y altruista) para invertir en empresas no cotizadas no

pertenecientes a familiares y amigos. Esta afirmación viene también refrendada por los datos de la Tabla 35 referidos a los 23 ángeles que respondieron la encuesta.

Tabla 35. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les habían empujado a convertirse en ángeles en los 23 ángeles que respondieron la encuesta

Estadísticos	Motivación económica	Motivación hedonista	Motivación altruista
Media	41,83	33,65	24,52
Mediana	35,00	33,00	25,00
Moda	40	40	30
Desv. típica	24,846	18,702	14,081
Mínimo	5	0	0
Máximo	100	80	60

Fuente: Elaboración propia.

Como puede observarse, las medias proporcionadas por estos 23 ángeles no difieren significativamente de las proporcionadas por los 10 ángeles analizados anteriormente. En este caso la principal diferencia radica en que la motivación económica si es la más importante, y la hedonista pasa al segundo lugar, pero la diferencia entre los resultados de esta segunda muestra en relación a la primera es de apenas 5 puntos porcentuales. En cuanto a la motivación altruista sigue manteniéndose en tercer lugar con un porcentaje próximo al 25% muy similar a la primera muestra. En todo caso, uno de los aspectos que establece una mínima diferencia entre las dos muestras es que mientras en la primera todos los ángeles asignaron puntuaciones diferentes de 0 a las tres motivaciones, en la segunda hubo dos ángeles que asignaron valor 0 a la motivación hedonista, y 3 que lo hicieron a la motivación altruista.

Se presentan también los valores que proporcionaron los 46 HyMEyD cuando se les preguntó por las motivaciones que les llevarían a convertirse en ángeles en caso que algún día lo hicieran. La Tabla 36 muestra los resultados globales y la Tabla 37 los resultados clasificados por género y por la probabilidad de convertirse en ángel.

Tabla 36. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les empujarían a convertirse en ángeles en los 46 HyMEyD

Estadísticos	Motivación económica	Motivación hedonista	Motivación altruista
Media	37,11	26,22	36,67
Mediana	40,00	25,00	37,50
Moda	50	20	40
Desv. típica	18,409	13,132	20,535
Mínimo	0	0	0
Máximo	80	50	100

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 37. Reparto en porcentajes de las motivaciones que les empujarían a convertirse en ángeles en los 46 HyMEyD clasificados por género y por probabilidad de convertirse en ángel

Valores medios	Hombre		Mujer	
	Probabilidad de convertirse en ángel		Probabilidad de convertirse en ángel	
	Alta	Baja o nula	Alta	Baja o nula
Motivación económica	33,33%	37,33%	36,67%	39,94%
Motivación hedonista	32,50%	21,08%	25,83%	25,50%
Motivación altruista	34,17%	41,58%	37,50%	34,56%
Total	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia.

Los datos globales de estos individuos no ángeles muestran un peso de la motivación económica muy parecido al proporcionado por los 10 ángeles entrevistados, pero, en cambio, asignan mucho más peso a la motivación altruista que a la hedonista. En cuanto a género, no se perciben demasiadas diferencias entre los hombres y mujeres que manifiestan su voluntad de convertirse en ángeles, si acaso destacar que los hombres manifiestan un mayor interés por la motivación hedonista (el placer y diversión que les genera) y en cambio las mujeres por la motivación altruista.

Motivación económica

A priori esta debería ser la principal motivación que lleva a un individuo a invertir en empresas no cotizadas propiedad de terceras personas (Van Osnabrugge y Robinson, 2000). Por las experiencias recogidas a la largo de este trabajo, salvo algunas excepciones, efectivamente esta ha sido la motivación más importante que han tenido los ángeles para iniciar su carrera como tales. Sin embargo, una vez iniciada, en muchos casos esta motivación ha ido perdiendo importancia a favor de las otras dos. No se trata de que cuando un individuo ya ejerce como ángel deje de interesarse por ganar dinero, sino más bien que aún creyendo que podría ganar lo mismo o quizá más en otro tipo de inversiones y con menor riesgo, sigue su carrera como ángel, precisamente porque le parece más divertido y excitante invertir en *start-ups* y, sobre todo, porque le gusta ver como su dinero y su capital intelectual ayuda a crear empresas, puestos de trabajo, nuevos productos y nuevas aplicaciones que pueden facilitar de vida de algunas personas.

Por otro lado, no debe olvidarse que muchos de los ángeles (como por ejemplo Oriol y Álex) tienen su futuro económico resuelto, por tanto, es lógico que no se interesen tanto por ganar dinero y más por como lo ganan, que no aquellas personas con más incertidumbre sobre su futuro económico. En cualquier caso, los datos presentados muestran que esta motivación en Cataluña tiene mucho menos peso del que por ejemplo tiene en Argentina (Pereiro, 2001) y probablemente también sea algo inferior al que le asignan los ángeles en Nueva Zelanda (Infometrics Ltd, 2004).

Motivación hedonista

La literatura sobre ángeles inversores reconoce ampliamente esta motivación. En este estudio se mostrarán algunos claros ejemplos de inversores muy motivados por el placer y la satisfacción que

les generan este tipo de inversiones. En el caso de Daniel, el ángel con mayor experiencia, los resultados obtenidos en sus inversiones han sido discretos, por no decir malos, sin embargo en ningún momento se ha mostrado preocupado o molesto, básicamente porque considera que este tipo de inversiones le han aportado muchas más cosas que la mera rentabilidad económica. Por su parte, Olga manifiesta que para ella lo más importante es el enriquecimiento personal; por consiguiente, no invertiría en este tipo de empresas únicamente en busca de un beneficio económico. Lo justifica de esta forma: *«He desarrollado una larga carrera en el mundo de la banca de inversión, seguramente podría conseguir iguales o mejores rendimientos en otro tipo de inversiones, pero no me aportarían el divertimento o satisfacción que me aportan estas»*. Sin embargo, uno de los ejemplos más nítidos de este tipo de motivaciones lo proporciona Álex; lo expresó de forma sencilla y clara: *«oiga si no lo pasará bien ¿cree que con 77 años estaría aquí?»*. David, uno de los ángeles que ha asignado a la hedonista el mismo peso que a las otras dos motivaciones manifestó: *«este tipo de inversiones te permite ver muchas cosas de golpe y aprender mucho en el fondo. Tú estás en la parte de decidir, no en el día a día y es divertido porque ves como funcionan y cómo evolucionan»*. Ya por último señalar que Joel, a pesar de haber asignado un mayor peso a la motivación económica que a la hedonista recalca que: *«si sólo me interesase el dinero seguiría trabajando para una multinacional, probablemente como ángel me vaya peor económicamente, pero ahora estoy haciendo lo que me gusta»*.

A la vista de estas opiniones, se podría concluir que en Cataluña, sin llegar a los niveles de Alemania (Brettel, 2003), gran parte de la motivación que subyace en la inversión ángel proviene de la diversión o satisfacción que esta actividad inversora genera.

Motivación altruista

Durante las entrevistas mantenidas con los responsables de las RAIs que operan en Cataluña, muchos de ellos hicieron especial hincapié en el hecho que los ángeles invertían por motivos económicos y que, por tanto, una RAI no era ninguna ONG. Incluso algunos de los ángeles con los que se ha contactado en la realización de este trabajo, rechazan tajantemente que inviertan con finalidades altruistas la primera vez que se les pregunta por esta posibilidad. Sin embargo, a medida que se abunda en sus objetivos, formas de actuar, y formas de obtener satisfacción de su actividad, esta motivación altruista casi siempre acaba apareciendo.

En relación a los 10 ángeles entrevistados, cabe indicar que casi todos ellos afirmaron poseer una importante motivación altruista. Para comprobar la credibilidad de dicha afirmación, durante las entrevistas se instó a los ángeles a que mostraran algunas pruebas de ello. En este sentido es perceptivo indicar que más allá de las explicaciones dadas –algunas se detallarán a continuación–, el lenguaje no verbal utilizado por los distintos ángeles en estas explicaciones en todo momento reafirmó su valoración inicial. Además, algunas de las explicaciones realizadas pudieron ser contrastadas por el autor del estudio con anterioridad y sobretodo con posterioridad a las entrevistas y por tanto no existe ningún motivo para no dar una total credibilidad a sus palabras.

En cuanto a las explicaciones dadas, a modo de ejemplo cabe señalar que Joel tiene interés en financiar desinteresadamente una especie de oficina de encuentro entre ángeles y emprendedores en el Vallés Oriental, ya que considera que: *«si las inversiones te van bien, es lógico devolver parte de tus beneficios a la sociedad»*; además cree que, en la medida en que con sus inversiones consiga una mayor estabilidad económica, la motivación económica irá perdido peso y lo irá ganando la voluntad de aportar a la sociedad. Aunque actualmente David manifiesta que está más pendiente del resultado de sus participadas, reconoce que en sus primeros años como ángel dedicó mucho tiempo a ayudar desinteresadamente a jóvenes emprendedores; según él: *«esta voluntad o vocación la he heredado de mi padre que como médico siempre se ha interesado en ayudar a los demás»*. Por su parte, Óscar dedica gran parte de su tiempo libre a una conocida organización sin ánimo de lucro catalana. Víctor manifestó su intención de fundar o colaborar algún día en la fundación de una ONG ya que considera que *«una de las ventajas que proporciona disponer de dinero es poder ayudar a otras personas»*. En cuanto a Eric, que inicialmente había asignado poco peso a la motivación altruista, manifiesta que: *«en estos momentos de grave crisis económica una de las motivaciones para invertir en start-ups es la posibilidad de crear nuevos puestos de trabajo»*. En este sentido Eric señaló que una de las informaciones o reportes que demanda periódicamente a sus participadas es precisamente el número de puestos de trabajo que están creando. Respecto a Daniel, el ángel más antiguo, se define a sí mismo como un *«facilitador»*; al que le gusta poder ayudar a otras personas. En este sentido cabe destacar que Daniel ayudó de distintas formas a la realización de este trabajo; además, Daniel expuso que, cuando inició su actividad como ángel, la motivación económica probablemente tendría un peso del 70%; en cambio, actualmente, su peso es sólo del 35%. Ya para finalizar, esta breve exposición de motivos indica que Álex fue durante muchos años presidente de los amigos de una importante calle barcelonesa y participó decisivamente en la creación de una fundación que intenta promocionar y mejorar la calidad de vida de la población más desprotegida de un barrio barcelonés.

Todas estas informaciones apuntan a que en Cataluña, realmente, la motivación altruista está muy presente en muchos ángeles. Por supuesto no se trata de situar a los ángeles catalanes al mismo nivel que los ángeles japoneses del estudio de Tashiro (1999), pero probablemente si debería considerarse seriamente que los ángeles catalanes puedan tener un componente altruista más desarrollado que sus homónimos de otros países.

En el apartado de revisión de literatura se han destacado trabajos como el de Sohl y Hill (2007) que subrayan que gran parte de las motivaciones altruistas de las mujeres ángeles están orientadas a mejorar el desarrollo personal y profesional de otras mujeres. Se ha preguntado tanto a Laura como a Olga en relación a este aspecto y ninguna de las dos ha manifestado haber orientado sus motivaciones no financieras hacía las mujeres, ni tan solo han mostrado ningún interés por hacerlo en el futuro, lo cual contrasta con los datos proporcionados por Sohl y Hill (2007). Probablemente esto puede deberse al hecho que en Cataluña, a diferencia de los Estados Unidos, no existen RAIs o portales con un número significativo de mujeres donde se fomente esta cultura de apoyo a las

mujeres, especialmente a las emprendedoras. De hecho ni Laura ni Olga pertenecen a ninguna RAI y aunque normalmente se relacionan con un grupo de 5 y 7 mujeres respectivamente, no parecen haber adquirido todavía esta cultura de apoyo al desarrollo de la mujer como parte de los objetivos que se plantean en sus inversiones ángel.

Desagregación de las motivaciones

Siguiendo el trabajo de Sullivan y Miller (1996), se ofreció a los ángeles inversores un abanico de 11 motivaciones distintas para que valoraran si estas u bien otras no citadas habían tenido alguna influencia en el hecho de convertirse en ángeles. Estas 11 motivaciones pretendían señalar más específicamente algunas motivaciones concretas dentro de las 3 motivaciones generales. La lista de estas 11 motivaciones era la siguiente:

La motivación económica vendría desglosada en las tres siguientes:

- Para lograr elevadas plusvalías
- Para obtener ingresos en forma de dividendos
- Para obtener ventajas fiscales

La motivación hedonista vendría desglosada en las cuatro siguientes:

- Para crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo
- Para disfrutar y “divertirse” con la satisfacción que genera
- Para mantenerse ocupado en su tiempo libre
- Para obtener el reconocimiento de su comunidad y de la sociedad en general

La motivación altruista vendría desglosada en las cuatro siguientes:

- Para apoyar a las empresas jóvenes
- Para apoyar el desarrollo de productos o servicios socialmente deseables
- Para ayudar a emprendedores que comienzan
- Para contribuir en el proceso emprendedor

Así, se les pidió a los ángeles analizados en este estudio que valoraran si las motivaciones anteriores y que se reproducen en la Tabla 38 habían tenido alguna influencia en el hecho de que actualmente sean ángeles en una escala entre 1 y 5 donde 1 significa ninguna influencia, 2 poca influencia, 3 bastante influencia, 4 mucha influencia y 5 que esta motivación le ha influido de forma decisiva. Indicar también que aunque se dejó abierta la posibilidad que manifestaran otras motivaciones, ninguno de los ángeles analizados aportó ninguna más.

Tabla 38. Valoración del efecto de diferentes motivaciones en su proceso de conversión en ángel

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Para apoyar a las empresas jóvenes	3	4	4	3	4	1	3	2	3	3
Para apoyar el desarrollo de productos o servicios socialmente deseables	3	3	4	2	3	3	1	3	2	3
Para ayudar a emprendedores que comienzan	4	5	5	3	4	1	3	3	3	3
Para contribuir en el proceso emprendedor	3	4	5	3	4	1	5	2	3	3
Para crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo	1	1	1	1	2	1	4	4	2	2
Para disfrutar y “divertirse” con la satisfacción que genera	4	4	5	3	4	4	4	5	4	4
Para lograr elevadas plusvalías	4	3	5	2	3	4	5	2	3	3
Para mantenerse ocupado en su tiempo libre	3	1	1	2	3	1	4	2	2	1
Para obtener el reconocimiento de la sociedad	1	3	2	2	4	4	3	2	1	2
Para obtener ingresos en forma de dividendos	1	1	4	2	3	1	2	1	1	1
Para obtener ventajas fiscales	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1

Fuente: elaboración propia.

A parte de la valoración media que se presentará en la Tabla 39 y que se comentará más adelante, se cree conveniente destacar algunos de los aspectos más relevantes de la Tabla 38, como por ejemplo el hecho que las dos mujeres del estudio Laura y Olga, son las únicas que han manifestado un alto interés en crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo. En este sentido señalar que Laura siempre ha mostrado un alto interés por aquellos proyectos que le permitían un alto grado de implicación y colaboración, tanto es así que en algunos de ellos como ella misma indica: *«he llegado a trabajar varios meses y al final para nada, porque por una y otra razón no se concretó mi participación accionarial en el proyecto»*. En esta misma línea, como ya se indicó anteriormente en el apartado dedicado al género, Olga señala que: *«las mujeres quieren involucrarse más en el proyecto que los hombres, quieren ser más activas y participar también en la parte ejecutiva del proyecto»*. Por tanto es probable que está voluntad de participar activamente en los proyectos mediante un empleo ya sea a tiempo parcial o completo sea más propia de las mujeres ángel que de los hombres.

Sin embargo, aunque este deseo o voluntad de obtener un empleo en alguno de los proyectos donde se invierte puede estar relacionado con el género, muy probablemente también lo esté con el perfil del ángel. Así, los ángeles pertenecientes al perfil “ejecutivo/a internacional” especialmente y también los “directivos/as maduro/as” habituados a trabajar muy intensamente en las empresas donde ocupaban cargos de alta responsabilidad, cuando ponen fin a esta actividad sienten una mayor necesidad de integrarse o emplearse en un nuevo proyecto del que por ejemplo puede sentir un ángel con perfil “emprendedor” o “polifacético”. De esta forma no es de extrañar que ángeles como Olga y Oriol tengan muchos puntos en común como puede deducirse de la Tabla 34.

En la Tabla 39, se muestran las medias proporcionadas por las dos muestras de ángeles para cada una de estas 11 motivaciones. Debe recordarse que, cuanto mayor sea el valor, mayor peso ha tenido la motivación en cuestión en el proceso de conversión a ángel. De las 11 motivaciones, las dos más importantes son: por un lado, conseguir elevadas plusvalías y, por el otro, disfrutar y divertirse con la satisfacción que genera. Para los primeros 10 ángeles, la más importante es la segunda, mientras que para los 23 ángeles que respondieron la encuesta la más importante es la primera. Estos resultados encajan totalmente con los manifestados anteriormente y, por tanto, los refuerzan.

Tabla 39. Valoración del efecto de cada motivación en el proceso de conversión en ángel

	Media 10 ángeles entrevistados	Media 23 ángeles encuestados
Motivaciones económicas		
Para lograr elevadas plusvalías	3,4	3,39
Para obtener ingresos en forma de dividendos	1,7	2,39
Para obtener ventajas fiscales	1,1	1,83
Motivaciones hedonistas		
Para crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo	1,9	1,87
Para disfrutar y “divertirse” con la satisfacción que genera	4,1	3,26
Para mantenerse ocupado en su tiempo libre	2	2,35
Para obtener el reconocimiento de la sociedad	2,4	1,78
Motivaciones altruistas		
Para apoyar a las empresas jóvenes	3	3,17
Para apoyar el desarrollo de productos o servicios socialmente deseables	2,7	2,26
Para ayudar a emprendedores que comienzan	3,4	2,96
Para contribuir en el proceso emprendedor	3,3	2,96

Fuente: elaboración propia.

A modo de resumen y asumiendo la dificultad que conlleva establecer una comparación de las motivaciones de los ángeles de Cataluña en relación con las de los ángeles de otras partes del mundo, se considera que los datos mostrados permiten indicar que la motivación económica no es

tan importante para los ángeles catalanes como parece serlo para los ángeles argentinos (Pereiro, 2001) o los neozelandeses (Infometrics Ltd, 2004). Tampoco la motivación hedonista o de diversión aún siendo muy importante para los ángeles de Cataluña no lo es tanto como para los de Alemania a tenor del estudio de Brettel (2003); y, finalmente, tampoco la motivación altruista, pese a ser muy significativa entre los ángeles catalanes, parece llegar a los niveles de los ángeles japoneses (Tashiro, 1999).

Muy probablemente los ángeles catalanes se caractericen por una triple motivación, donde, si bien la motivación económica pueda ser la más importante, también son importantes la búsqueda del placer y diversión y el deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad, probablemente más en la línea de los ángeles del Reino Unido (Mason y Harrison, 2002b; Macht, 2007) y, especialmente, de los de Escocia (Paul, Whittam y Johnston, 2003). En definitiva, los datos que aporta este estudio parecen apoyar la proposición que sostiene que existe una relación positiva entre el hecho que un individuo actúe en los diferentes ámbitos de su vida buscando una triple motivación: económica, hedonista y altruista y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor.

Motivos por los cuales los/as empresarios/as y directivos/as catalanes no son ángeles.

A los 46 HyMEyD no ángeles se les pidió que valoraran si las motivaciones que aparecen en la Tabla 40 habían tenido alguna influencia en el hecho que en la actualidad no sean ángeles. Debían valorarlas utilizando una escala entre 1 y 5 donde 1 significa ninguna influencia, 2 poca influencia, 3 bastante influencia, 4 mucha influencia y 5 que esta motivación le ha influido de forma decisiva. De los resultados que figuran en la Tabla 40 se destacarían tres aspectos: el primero, que no existe ningún factor altamente decisivo y, por tanto, la mayoría de encuestados no son ángeles por varios motivos, aunque entre todos ellos tenga una especial importancia el de no disponer de suficientes recursos económicos. El segundo aspecto a destacar es el hecho que, para los individuos que han manifestado una alta probabilidad de convertirse en ángeles, el motivo más importante por el cual todavía no son ángeles, por encima incluso de la disposición de recursos económicos, es que nunca se han topado con una buena oportunidad de inversión. El último aspecto a destacar sería la diferente forma de valorar algunos de estos motivos en función de si estos individuos consideran que en el futuro se convertirán en ángeles o no. En este sentido, cabría señalar en primer lugar que el hecho de no poder permitirse realizar inversiones donde puedan perderlo todo recibe una puntuación relativamente baja (2) en el caso de los individuos que si tienen una alta probabilidad de ser ángeles y, en cambio, mucho más elevada (3,25) en el caso de los individuos que tienen pocas probabilidades de convertirse en ángeles en el futuro. En una situación muy parecida se encuentra el hecho de que nunca se hayan planteado ser ángeles, que recibe una puntuación muy baja (1,56) en el caso de los individuos que con gran probabilidad se convertirán en ángeles y, en cambio, mucho más elevada (2,89) en el caso de los individuos que probablemente nunca serán ángeles.

En relación al hecho que para los 12 hombres y 6 mujeres que han manifestado una alta probabilidad de convertirse en ángeles, de media el motivo más importante por el cual todavía no son ángeles, sea que nunca se han topado con una buena oportunidad de inversión, induce a pensar que son individuos que están buscando una buena oportunidad para realizar la primera inversión y, por tanto, refuerza la idea de que estos individuos tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles. Curiosamente, en este caso la media de las 6 mujeres es algo mayor que la de los 12 hombres (3,33 frente a 3,16).

Entre los individuos que consideran que tienen muy pocas probabilidades de convertirse en ángeles, los principales motivos por los cuales creen que no podrán convertirse en ángeles son los económicos, tanto el hecho de no disponer de suficientes recursos económicos, como el hecho de no poder permitirse realizar inversiones donde puedan perderlo todo. Esto puede llevar a pensar que muy probablemente se trata de individuos con un alto interés en la inversión ángel, –si no probablemente no habrían respondido la encuesta– pero creen que nunca dispondrán de suficientes recursos económicos para poder convertirse en ángeles. Su interés por la inversión ángel viene reforzada por el hecho que el tercer factor más importante es que nunca se han topado con una buena oportunidad de inversión, en lugar de factores como el riesgo, la formación, disponer de tiempo o considerar otras fórmulas de inversión. De todas formas, también conviene subrayar que la falta de oportunidades de inversión interesantes ha sido frecuentemente citada como una de las principales barreras a la inversión ángel (Wetzel, 1986b, 1987; Mason y Harrison, 1994, 1999a, 2002b; Van Osnabrugge y Robinson, 2000; Paul, Whittam y Johnston, 2003).

Tabla 40. Motivos por los cuales los 46 HyMEyD no se han convertido en ángel

Motivos por los cuales usted no se ha convertido en ángel	Media (entre 1 y 5)		
	Probabilidad de convertirse en ángeles		Total
	Alta	Baja	
Porque no tiene suficientes recursos económicos	2,78	3,39	3,15
Porque nunca se ha topado con una buena oportunidad de inversión	3,22	3,04	3,11
Porque no puede permitirse realizar inversiones donde pueda perderlo todo	2	3,25	2,76
Porque no quiere asumir un riesgo tan elevado	2,56	2,50	2,52
Porque no dispone de la formación necesaria	2,44	2,32	2,37
Porque nunca se lo había planteado	1,56	2,89	2,37
Porque prefiere invertir en una empresa 100% de su propiedad o de su familia	2,50	2,25	2,35
Porque considera que existen otras formulas de inversión menos arriesgadas y más rentables	1,94	2,43	2,24
Porque no dispone de tiempo , ya que sus actividades actuales lo absorben todo	2,22	2,07	2,13
Porque no quiere tener una participación minoritaria	1,83	1,64	1,72
Otros motivos	1,89	1,46	1,63

Fuente: elaboración propia.

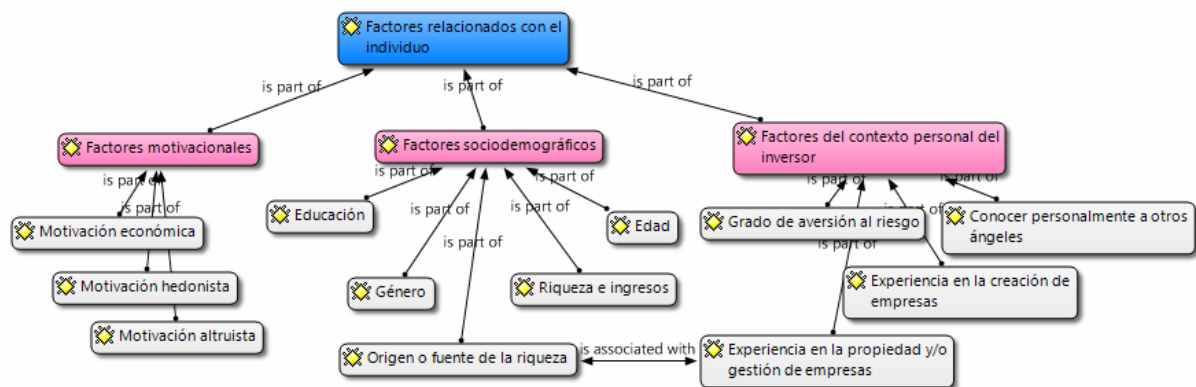
Apoyo a la proposición 1D

Por todo lo expuesto en este apartado, se considera que el factor motivacional, o sea, las motivaciones que pueda tener un individuo, ejercen una importante influencia en la conversión de este individuo en ángel inversor. Los datos aportados en este trabajo muestran que una gran parte de los ángeles inversores actúan como tales, atraídos por una triple motivación: económica, hedonista y altruista. Por tanto, se entiende que el estudio realizado da apoyo a la proposición 1D: que sostiene que aquellos individuos que actúan buscando una triple motivación (económica, hedonista y altruista) tendrán una mayor propensión a convertirse en un ángel inversor que aquellos individuos que sólo se interesan por las motivaciones económicas.

Apoyo a la proposición 1

Ya para finalizar este amplio apartado dedicado al estudio de los factores relacionados con el individuo se presenta la Figura 7 donde se muestra que estos factores pueden descomponerse en tres tipologías distintas, se trata de los factores sociodemográficos, los factores contextuales y los factores motivacionales, cada uno de los cuales está formado a su vez por distintos factores que en algunos casos pueden estar interrelacionados.

Figura 7. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con el individuo



Fuente: Elaboración propia.

Se concluye señalando que la gran variedad de datos aportados a lo largo de todo el apartado apoyan fuertemente la proposición 1 que sostiene que existen factores individuales que condicionan que un individuo pueda convertirse en ángel inversor así como su posterior desarrollo. Este apoyo se basa en que este trabajo ha mostrado que por lo menos existen tres tipos de factores individuales que ejercen una notable influencia en este aspecto: se trata de factores sociodemográficos, factores contextuales y factores motivacionales. Los factores relacionados con el individuo, descompuestos a su vez en los distintos factores estudiados a lo largo del apartado y mostrados en la Figura 7 son sin duda los que más condicionan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores, mucho más que las

otras dos dimensiones de factores, los relacionados con la existencia de RAIs y con el entorno, que se analizarán en los próximos apartados.

4.4 Los factores condicionantes relacionados con la existencia de Redes de Ángeles Inversores (RAIs)

Este apartado dedicado a las redes de ángeles inversores (RAIs) se desarrollará en dos amplios subapartados. En el primero se analizarán con detalle las RAIs que actualmente están operativas en Cataluña, así en primer lugar se presentarán estas RAIs y los mecanismos de contacto entre ángeles y emprendedores que utiliza cada una de ellas. También se proporcionarán algunos datos globales de estas RAIs referidos al 2011, así como datos e informaciones agregadas de las 7 RAIs que forman el programa XIP. Ya por último se presentará la visión que los responsables de las citadas RAIs tienen del mercado ángel en Cataluña.

En el segundo apartado, partiendo de la revisión de literatura anterior se analizarán los factores condicionantes relacionados con la existencia de RAIs. Más concretamente los factores que se tratarán estarán relacionados con: un mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad, más posibilidades de sindicación o coinversión, formación y contacto con otros ángeles, mejores rendimientos y por último complementariedad con el capital riesgo formal.

4.4.1 Las redes de ángeles inversores (RAIs) en Cataluña

El programa XIP “Xarxa d’Inversors Privats” impulsado en 2003 por ACCIÓ –la agencia catalana de apoyo a la competitividad de la empresa, adscrita al Departamento de Empresa y Ocupación de la Generalitat de Cataluña– contempla actualmente las siguientes siete redes:

- Xarxa d’Inversors de IESE
- Business Angels Network Catalunya
- ESADE BAN
- BCN Business Angels
- Eix Technova
- Keiretsu Forum Barcelona
- Xarxa SeedRocket

Actualmente, en Cataluña operan otras redes como, por ejemplo, Lleida Business Angels, Economistas BAN y Camelot Capital; sin embargo, las siete anteriores son las más importantes en cuanto a número de ángeles inversores registrados y en cuanto a operaciones y volumen de inversión realizado. Este apartado, por consiguiente, se dedicará a mostrar el funcionamiento de estas siete

redes, basándose en entrevistas en profundidad realizadas con todos y cada uno de los coordinadores de estas redes, tal y como figura en la Tabla 41.

Tabla 41. Entrevistas realizadas con los responsables de las RAIs catalanas que forman parte del programa XIP

Red	Responsables	Fecha entrevista
Programa XIP de ACCIÓ	Sergi Mora	25 de julio de 2011
Red de Inversores del IESE	Amparo de San José	19 de marzo de 2012
Business Angels Network Catalunya (BANC)	Albert Colomer, Àlex d'Espona	30 de septiembre de 2011
ESADE BAN	Fernando Zallo	29 de julio de 2011
BCN Business Angels	Antoni Sala	25 de julio de 2011
Eix Technova	Josep Duran, José Manuel Carol	26 de julio de 2011
Keiretsu Forum Barcelona	Javier Casares, Marta Carballo	14 de marzo de 2012
Xarxa SeedRocket	Pamela de la Muñoza	27 de julio de 2011

Fuente: Elaboración propia.

También se mantuvieron entrevistas con los responsables de las tres RAIs que figuran en la Tabla 42, aunque al no formar parte del programa XIP impulsado por ACCIÓ no han tenido el mismo tratamiento que las 7 que figuran en la Tabla 41.

Tabla 42. Entrevistas realizadas con los responsables de las RAIs catalanas que no forman parte del programa XIP

Lleida BA	Joan Carles Piñol	26 de julio de 2011
Economistes BAN	Xavier Oller, Alex de Dios	6 de julio de 2012
Camelot Capital	Joan Bou	12 de junio de 2012

Fuente: Elaboración propia.

Como ya se ha indicado, con algunas RAIs (como, por ejemplo, BCN Business Angels, BANC y Economistes BAN) se han mantenido varios encuentros con distintos responsable. Sin embargo, en la Tabla 41 y Tabla 42 tan sólo se indica la fecha en que se realizó la principal entrevista.

Según el responsable del programa XIP, el Sr. Sergi Mora, para que una RAI catalana pueda formar parte de este programa necesita:

- Ser diferencial, aportar algo distinto al resto de redes
- Tener una trayectoria como red, esto significa haber realizado ya inversiones
- Disponer de un mínimo de estructura: personal, centros de reunión, cobrar cuotas a los miembros de la red, etc.

Después de mantener una o varias entrevistas con todos los responsables de estas RAIs, este estudio está en condiciones de afirmar que la característica de “diferencialidad” se da realmente en

estas 7 redes, ya que, como se mostrará, siendo todas ellas redes de ángeles inversores, cada una tiene sus propias particularidades.

4.4.1.1 Presentación de las RAIs que operan en Cataluña

Red de Inversores Privados y Family Offices del IESE

La Red de Inversores Privados y Family Offices vinculada a IESE Business School se creó en 2003. Sin duda alguna, es una de las redes más activas de Cataluña, centrándose en diferentes ámbitos de actuación como pueden ser: la realización de foros y otros encuentros entre inversores y emprendedores, servicios de apoyo a los emprendedores y, finalmente, una amplia y variada oferta formativa, tanto para inversores como emprendedores.

La red cuenta con un centenar de miembros (de pleno derecho, honoríficos y otros), de los cuales aproximadamente un 30 % son antiguos alumnos del IESE. Entre estos miembros, según la Sra. Amparo de San José, alrededor del 60% son ángeles, mientras que el resto son Family Offices. Por último, indicar que aproximadamente un 40% de los miembros residen en Cataluña, mientras que el resto son inversores del resto de España, sobre todo de Madrid.

Página web: <http://www.iese.edu/es/Microsites/BusinessAngels/index.asp>

Business Angels Network Catalunya

BANC se creó en 2002 por iniciativa de la patronal CECOT y la Fundación CP'AC y contó con el apoyo del Institut Català de Finances. Es, por tanto, la primera red que empezó a operar de las 10 actuales. Conviene señalar que es la única red que esta instrumentalizada en forma de asociación sin ánimo de lucro, lo cual no exime a su centenar de ángeles asociados a pagar una cuota anual cercana a los 600 €.

Según el fundador y director de la red el Sr. Albert Colomer, existe una elevada fidelización de los miembros, aunque el porcentaje de ángeles en disposición de estar activos en un determinado año puede rondar el 35% y el porcentaje de ángeles que realmente invierten puede estar por debajo del 20%.

Actualmente, BANC mantiene convenios firmados con más de 40 instituciones; además, realiza una amplia labor divulgativa de la figura del ángel inversor realizando conferencias por toda Cataluña. Es, sin duda alguna, probablemente por su forma jurídica, una de las redes que más está trabajando para fomentar la figura del ángel inversor en Cataluña.

Página web: <http://www.banecat.com/>

ESADE BAN

La red se creó en 2006 inicialmente como otros clubes de ESADE y, por tanto, tenían acceso a ella todos los antiguos alumnos miembros de ESADE Alumni. Posteriormente, se convirtió en un club privado donde sólo tienen acceso los inversores realmente interesados y que pagan una cuota anual que ronda los 800 € para disfrutar de los servicios de la red. Actualmente, cuenta con unos 60 miembros en Barcelona y otros 25 más repartidos entre Madrid y Valencia. Aproximadamente un 10% de los miembros de la red son sociedades de capital riesgo. Además, según el responsable de la red el Sr. Fernando Zallo, entre un 60 y un 70 % de los ángeles de la red son antiguos alumnos de ESADE.

Para ser miembro de la red se exige que cada inversor esté dispuesto a invertir un mínimo de 25.000 €, aunque no se demanda realizar ninguna inversión; la red trabaja para proporcionar los proyectos adecuados a cada inversor y, de esta forma, facilitar al máximo las inversiones. En este sentido, cabe indicar que en el primer semestre de 2011, un total de 18 ángeles realizaron alguna inversión.

Página web: <http://www.esadeban.com/>

BCN Business Angels,

La principal particularidad de esta red creada en 2003 es su forma jurídica, ya que está instrumentalizada en forma de una sociedad limitada (SL). De hecho, esta entidad se ajustaría mucho más a lo que se ha definido anteriormente como sindicato de ángeles que no a una RAI. La sociedad cuenta con aproximadamente 30 socios y 10 asociados, donde lo único que varía entre unos y otros son los derechos políticos. Además, cuando varios de los ángeles de la red deciden invertir en un proyecto, la red crea una nueva sociedad limitada que es la que invertirá en la empresa. Por tanto, todas las inversiones de esta red se canalizan a través de sociedades limitadas.

Los ángeles miembros de la red, contribuyen con una cuota periódica al sostenimiento de la red; sin embargo, no se ha facilitado el importe de la misma. En cuanto al perfil de los ángeles, se busca que tengan un perfil y comportamiento muy homogéneo y, por lo general, son empresarios familiares, algunos con cierto renombre en la ciudad de Barcelona, aspecto este que provoca que la red sea muy cautelosa a la hora de admitir a nuevos socios.

Entre las principales funciones o servicios que la red proporciona a sus asociados, el Sr. Antoni Sala destaca el flujo de acuerdos y muy especialmente la posibilidad de coinversión, ya que la mayoría de proyectos se financian de esta forma.

Página web: <http://www.bcnba.com/>

EIX (Entrepreneur Investor Exchange) Technova,

Aunque los antecedentes de la red se remontan al año 2001, con su nombre actual EIX Technova funciona desde 2010. Su objetivo es convertirse en la red tecnológica por excelencia y dar salida a los proyectos que se desarrollan en el parque tecnológico de La Salle.

En el momento de realizar la primera entrevista en julio de 2011, según su entonces responsable, el Sr. Josep Duran, la red contaba con una treintena de ángeles inversores. En septiembre de 2012 según su actual responsable el Sr. José Manuel Carol, la red cuenta ya con 45 ángeles que no pagan ninguna cuota por pertenecer a la red, también cuenta con un grupo de inversores (tanto ángeles como empresas de capital riesgo) que, sin ser socios, prácticamente podrían recibir esta consideración, ya que se benefician de gran parte de los servicios que presta la red.

Al igual que la red del IESE y ESADE, al estar vinculada con un centro de enseñanza superior como es La Salle, realiza numerosos cursos de formación tanto para actuales como potenciales ángeles inversores.

Página web: <http://www.eixtechnova.org/>

Keiretsu Forum Barcelona

Esta red, de la misma forma que BCN Business Angels, está instrumentalizada en forma de Sociedad Limitada SL, aunque en este caso tan sólo cuenta con dos socios o propietarios: el Sr. Xavier Casares, accionista mayoritario y la Sra. Marta Carballo. Actualmente, Keiretsu España cuenta también con una sede en Madrid, Keiretsu Madrid.

Aunque la empresa creada por el Sr. Casares en 2006 persigue el beneficio económico, entre sus objetivos sin duda alguna está el de colaborar en el desarrollo del mercado ángel en Cataluña y España. Actualmente, la red mantiene entre 60 y 70 asociados, de los cuales, según la Sra. Marta Carballo, entre el 70 y el 80% son ángeles; se podría hablar, por tanto, de una cifra ligeramente superior a los 40 ángeles. Todos los asociados contribuyen al sostenimiento de la red con una cuota anual de 1.000 euros.

De todas las redes catalanas, Keiretsu es la única que forma parte de una red de ángeles internacional, más concretamente de la mayor red mundial de ángeles inversores. El término “*keiretsu*” es de origen japonés y describe un grupo de empresas que trabajan conjuntamente con relaciones entrelazadas y de amplio alcance e influencia. Este grupo de ángeles adoptó este nombre para transmitir una idea similar de personas y empresas que trabajan conjuntamente para proporcionar financiación y recursos para aumentar las posibilidades de éxito de nuevas empresas.

Aunque Keiretsu Forum tiene sus orígenes en el área de Silicon Valley, en marzo de 2012 contaba con más de 2.000 inversores asociados, y con 19 delegaciones o sedes locales, la mayoría en Estados Unidos, pero también en Pekín, Londres y París además de Madrid y Barcelona.

Página web: <http://www.keiretsuforum.es/>

Xarxa SeedRocket.

Probablemente, esta sea la red más particular de las siete analizadas. Esta red cuenta con aproximadamente 29 ángeles inversores, aunque la red prefiere utilizar el nombre de mentores en lugar de ángeles.

Analizando la figura de estos mentores, se puede concluir que se trata de ángeles inversores y algo más. Es decir, los socios de esta red, totalmente dedicada al sector internet, son ángeles inversores y, por tanto, invierten su propio dinero en los proyectos desarrollados en la red, pero además actúan de forma totalmente altruista como mentores de algunos de los emprendedores que presentan proyectos en la red. En definitiva, estos ángeles o mentores ayudan desinteresadamente a desarrollar proyectos ayudando y formando a los emprendedores de internet y, posteriormente, también invirtiendo sus propios recursos en aquellos proyectos que consideren más adecuados.

Otra de las curiosidades o aspectos que pueden llamar la atención de esta RAI es que el nombre y la fotografía de cada uno de los ángeles o mentores que integran la red figura en su página web: <http://www.seedrocket.com/es/mentores/>; por tanto, a diferencia de lo que es habitual, en este caso los ángeles o mentores de esta red no persiguen el anonimato sino todo lo contrario.

Entre las características diferenciales de esta red destaca el hecho que, para poder pertenecer a ella como ángel o mentor, debes ser fundador de una empresa de éxito en el sector de internet. Por consiguiente, en esta red el acceso a nuevos socios es muy restringido. Mirando la página web de la red, se puede observar que, junto al nombre y fotografía de cada miembro, figura también la empresa o empresas que ha creado.

Según la Sra. Pamela de la Muñoza, además de la treintena de miembros, la red cuenta también con un grupo de inversores amigos, tanto personas físicas (ángeles inversores) como jurídicas (empresas de capital riesgo y otras) a las que periódicamente invita a los foros que organiza. Así, aunque un ángel corriente no puede formar parte de esta red como miembro de pleno derecho, puede beneficiarse gratuitamente de gran parte de los servicios de la red, en especial del acceso a nuevas oportunidades, ya filtradas y validadas por la red.

Los mentores miembros de la red contribuyen con una cuota periódica al sostenimiento de la red y, aunque no se ha facilitado el importe concreto, si se ha indicado que se trata de un importe testimonial.

Página web: <http://www.seedrocket.com/>

Para finalizar este apartado, se proporcionan las direcciones de las páginas web de las otras tres RAI citadas en este estudio:

Lleida Business Angels: <http://www.lleidaba.com/>

Camelot Capital: <http://www.camelotcapital.es/>

En cuanto a la red Economistas BAN, todavía no cuenta con página propia y, por tanto, toda la información de la misma puede encontrarse en el apartado dedicado a los servicios del Colegio de Economistas <http://www.coleconomistes.cat/Paginas/Ficha.aspx?IdMenu=3db69583-b264-496e-ae9c-ae48e750bc23>

4.4.1.2 Mecanismos de contacto entre ángeles y emprendedores en las distintas RAIs que operan en Cataluña

La mayoría de RAIs catalanas cuentan con distintos mecanismos para casar emprendedores con ángeles inversores. De todos ellos, los más habituales serían: en primer lugar, la organización de foros; en segundo lugar, la utilización de lo que muchas redes denominan “*plataforma*”, consistente en colgar en la plataforma de internet los datos básicos de los distintos proyectos ya filtrados, con el objetivo que todos los ángeles de la red tengan acceso a todos ellos y, posteriormente, puedan solicitar información adicional en el caso que alguno de ellos reclame su interés; en tercer lugar, hallaríamos lo que podría denominarse “*gestión personal*”, cuyo mecanismo parte del conocimiento personal que los gestores de la red poseen sobre los gustos y criterios de inversión de cada uno de sus ángeles miembros y, así, a través de esta información tratarán de casar artesanalmente cada ángel con aquellos proyectos que se considere que puedan ser de su interés.

A pesar que en mayor o menor medida todas las RAIs analizadas utilizan alguno o varios de los mecanismos de contacto que se acaban de describir, a continuación se profundizará un poco más en las distintas actividades que realiza cada red.

Red de Inversores Privados y Family Offices del IESE

El principal mecanismo de contacto entre inversores y emprendedores que utiliza esta red es la realización de foros. La red suele organizar entre 7 y 9 foros al año que pueden reunir a más de 100 empresarios y directivos con espíritu emprendedor y capacidad de inversión, entre los cuales sin

duda, un número importante de ángeles. Asimismo, durante 2010, la red puso en marcha una actividad relacional que llamó "Pitch & Lunch". El objetivo de esta iniciativa es ofrecer una plataforma de contacto y visibilidad para algunos de los proyectos que no han sido seleccionados para ser presentados en los foros. En 2010 la red tuvo 399 solicitudes de información y/o financiación por parte de emprendedores, finalmente fueron 204 los emprendedores que presentaron sus proyectos a la red, de estos se seleccionaron 69 para ser presentados a los inversores en alguno de los foros realizados y 36 fueron invitados a presentar bajo el nuevo formato "Pitch & Lunch". A través de un u otro mecanismo los inversores de la red tuvieron contacto con poco más de 100 proyectos, aproximadamente la mitad de los que se presentaron en la red. Según figura en su página web, (agosto de 2012) el 9 de julio de 2012 celebró su foro número 63. Se trata, por tanto, de una red con amplia experiencia en la organización de este tipo de eventos.

Business Angels Network Catalunya

Esta red es de las pocas que no convoca foros para poner en contacto a emprendedores e inversores, aunque de forma aislada si pueda colaborar activamente en algunos como, por ejemplo, "El Fórum de Inversión TIC" celebrado en Barcelona en enero de 2012. Según el Sr. Albert Colomer, la red que él dirige pretende *«mantener contactos equilibrados entre inversores y emprendedores; y, los foros son muy crueles para los emprendedores»*.

Previo pago de un importe que ronda los 150 €, la red acepta todos los proyectos que buscan financiación por parte de ángeles inversores; a partir de los proyectos recibidos, se intentará casar los ángeles dispuestos a invertir con aquellos proyectos más adecuados a sus características de inversión. En consecuencia, muy probablemente, esta sea la red donde los contactos entre ofertantes y demandantes de capital se trabajan de forma más artesanal. Aunque la red edita un libro de proyectos que se envía a todos los socios, el papel activo de la red a la hora de presentar los proyectos más adecuados a cada inversor es clave para lograr la inversión. Esto, sin embargo, redundaría en una baja, o prácticamente nula, tasa de coinversión.

ESADE BAN

De los tres mecanismos descritos anteriormente, ESADE BAN centra mayormente su atención en los dos primeros. Así, los proyectos que cumplen con las condiciones fijadas por la red se introducen en "la plataforma" donde son visibles por todos los miembros de la red. Cuando se sospecha que un proyecto puede casar con las características de inversión de algún ángel, se le pide su opinión y en algunos casos incluso que actúe como mentor del proyecto.

Del total de proyectos presentados, aproximadamente 35 son seleccionados para ser presentados en los 5 foros generalistas o en los 2 temáticos que la red organiza en Barcelona. Finalmente, de estos 35 proyectos, el comité de dirección de la red selecciona y analiza a 10; y los 5 que han mostrado mayor interés, son presentados con detalle a los ángeles interesados. Los proyectos que finalmente reciben financiación suelen recibir entre 200.000 y 500.000 € aportados por varios ángeles.

BCN Business Angels,

La red cuenta con un analista de inversiones que realiza el primer filtrado de proyectos. De esta manera, cuando una oportunidad de inversión es interesante, se cita al emprendedor. El Sr. Antoni Sala, consejero delegado de la entidad, recalcó insistentemente durante la entrevista mantenida que ellos se centran sobre todo en las personas, más que en el proyecto, analizan al emprendedor o equipo. Así pues, en la primera entrevista se centrarán en la capacidad, los estudios, la formación y la experiencia del emprendedor o equipo directivo. Según palabras del Sr. Sala, «*un buen emprendedor nunca presenta un mal proyecto*». A tenor de lo indicado por el Sr. Sala, esta RAI, sin duda alguna, sigue el criterio de inversión ya anunciado por Harrison y Mason (2002) consistente en apostar más por el jockey que por el caballo, o sea, más por el emprendedor que por el proyecto. Si el emprendedor supera esta entrevista, entonces se reunirá con los ángeles interesados en el proyecto y, si existen varios ángeles interesados en invertir, se creará una sociedad limitada. Conviene destacar que la inversión típica de esta red asciende a 500.000 € por proyecto, que generalmente provienen de 10 ángeles distintos a razón de 50.000 € cada uno.

EIX (Entrepreneur Investor Exchange) Technova,

Esta es una de las redes que utiliza los 3 mecanismos glosados al inicio de este apartado con el fin de casar emprendedores con ángeles. Así pues, esta red organiza 2 o 3 foros al año, que pueden ser tanto temáticos como generalistas, aunque según su anterior responsable el Sr. Josep Duran está no es la vía más efectiva para cerrar inversiones. Asimismo, la red dispone de una “*plataforma*” donde se muestran los proyectos recibidos previamente filtrados; sin embargo, según el Sr. Josep Duran, los ángeles son bastante reacios a consultarla con cierta periodicidad. Por consiguiente, la principal vía de “*matching*” es la “gestión personal”, o sea, la llamada telefónica o el contacto personal con el ángel para informarle sobre un nuevo proyecto que encaja con sus criterios de inversión. Además, los responsables de la red participan en los primeros contactos y reuniones entre emprendedor y ángel asesorando a ambas partes y pueden dar cobertura a la negociación si las partes así lo solicitan.

Keiretsu Forum Barcelona

Los mecanismos que utiliza Keiretsu para poner en contacto sus ángeles con los emprendedores que buscan financiación son similares a los descritos anteriormente, por tanto, no los repetiremos. No obstante, sí queremos hacer referencia al hecho que, según un estudio de Roach (2010), esta red permite el acceso a más capital que la inversión ángel típica y facilita la sindicación de inversiones entre las diferentes delegaciones. Sin embargo, la responsable de Keiretsu Forum Barcelona, la Sra. Marta Carballo, piensa que la coinversión internacional con ángeles catalanes actualmente no se está dando, ya que considera que es muy compleja. Considera que, en caso de darse esta coinversión, se realizaría a nivel de super-ángeles y fondos de capital riesgo.

Xarxa SeedRocket.

La red convoca a los diferentes proyectos, y de estos suele seleccionar entre 18 y 20. Los emprendedores de estos proyectos seleccionados son invitados al local de la red situado en Barcelona Activa durante unos días donde recibirán formación de todo tipo por parte de algunos mentores de la red de forma totalmente gratuita. Al finalizar esta formación, cada emprendedor dispondrá de 4 minutos para presentar su proyecto al conjunto de mentores de la red y también a todos los inversores amigos de la red que quieran asistir. Generalmente, en esta primera ronda las empresas demandan importes pequeños entre 15.000 € y 30.000 € que suelen ser proporcionados mayoritariamente por los propios mentores o ángeles de la red. Las empresas que reciban financiación se instalarán en la sede de Barcelona Activa donde desarrollarán sus proyectos y cuando estos hayan madurado participarán en una segunda ronda de financiación donde ya se solicitarán importes mucho más elevados y donde la financiación probablemente venga ya más proporcionada por inversores externos (otros ángeles o capital riesgo) que por los propios mentores o ángeles de la red.

4.4.1.3 Datos globales de las RAI que operan en Cataluña en 2011

Según una nota de prensa publicada el 22 de enero de 2012 en la página web de la Generalitat de Catalunya http://premsa.gencat.cat/pres_fs/vp/AppJava/notapremsavw/detall.do?id=135432&idioma=0 las siete redes que forman parte del programa XIP han cerrado un total de 51 operaciones de inversión a lo largo del año 2011 por valor de 12,9 millones de euros. En cuanto a operaciones, representa un incremento del 82% en relación al 2010. Según este mismo documento, las Redes de Inversores Privados contaban a principios de 2012 con 339 inversores.

En 2011, el 77% de las operaciones de financiación se ha cerrado con empresas del sector TIC, seguido del sector salud. Es el caso de la página web de grandes descuentos Offerum, creada por los fundadores de SeedRocket, que ha recibido una ronda de financiación de más de un millón de euros, o de la firma EyeOS, un software que permite guardar y acceder al escritorio del usuario desde cualquier dispositivo con conexión a internet, que ha conseguido 405.000 euros de ampliación de capital.

Por otro lado, según figura en el documento: CATÀLEG DE PROVEÏDORS DE FONDS de diciembre de 2011 editado por ACCIÓ con motivo del XVII Fòrum d'Inversió, las diferentes redes publicaron los datos que figuran en la Tabla 43:

Tabla 43. Datos sobre las 7 RAIs catalanas que forman parte del programa XIP

	IESE	BANC	ESADE	BCN BA	EIX Technova	Keiretsu	Seedrocket
Número de inversores (aproximado)	100	100	80	38	35	125	29
Capacidad de inversión (millones de euros)	0,125	20,3	0,1 a 2	+ 6	n.d.	10	3
Inversión media en €	200.000	200.000	Más de 100.000	300.000	40.000 a 50.000	400.000	20.000 a 300.000
Proyectos gestionados en 2010		65	+ 300	157			
Fecha de constitución	2003	2002	2005	2003	2009	2007	2010
Equipo	3	3	2	2	3	5	3
Operaciones cerradas	43	21	20	11	1	4	8
Operaciones en curso		3		3	4		
Inversión movilizada (millones de euros)	11,7		4		0,3		

Fuente: Elaborado a partir del documento CATÀLEG DE PROVEÏDORS DE FONS de Diciembre de 2011 editado por ACCIÓ con motivo del XVII Fòrum d'Inversió²⁰.

Según estas estimaciones, en diciembre de 2011 habría un total de 507 miembros de redes de ángeles inversores, aunque no necesariamente todos ellos serían personas físicas o ángeles inversores, ni tampoco todos serían ángeles residentes en Cataluña. En este sentido, debe recordarse que la nota de prensa publicada el 22 de enero de 2012 indicaba que las Redes de Inversores Privados catalanas contaban con 339 inversores.

4.4.1.4 Datos e informaciones agregadas de las 7 RAIs del programa XIP

Creación de las RAIs catalanas

Tres de las siete redes fueron creadas por personas individuales (Barcelona BA, Seedrocket y Keiretsu), otras tres nacieron bajo el amparo de instituciones educativas (IESE, ESADE y Technova) y, finalmente, BANC nació bajo la iniciativa de la patronal CECOT y la Fundación CP'AC. En cuanto a su año de fundación, todas se crearon a partir del año 2002; se trata, por tanto, de redes (con la excepción de BANC) que todavía no han cumplido una década de existencia.

Financiación de las RAIs catalanas

Las siete redes estudiadas se financian básicamente con subvenciones, (las más importantes provienen de ACCIÓ y del Ministerio de Industria a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa) cuotas de los ángeles y demás miembros asociados, cuotas por

²⁰ Este catálogo puede descargarse desde:

http://www.anella.cat/c/document_library/get_file?uuid=0e9804a2-6a87-41e1-a431-26b18de0a022&groupId=30582

inversiones cerradas (tasa de éxito) y, recientemente, casi todas están tratando de obtener financiación vía patrocinios. En cuanto a sus presupuestos, los responsables de ESADE y BANC han manifestado que el presupuesto anual de sus redes se sitúa entorno a los 150.000 €; en cambio, otras como BCN BA y EIX Technova rondan los 70.000 € anuales.

Evolución del número de miembros de las RAIs catalanas

Teniendo en cuenta que las RAIs en Cataluña son recientes, la más antigua es de 2002; según la mayoría de los responsables de las mismas el crecimiento que han experimentado ha sido muy importante. La Sra. Marta Carballo de Keiretsu señala que *«en los últimos 6 o 7 años las redes han profesionalizado el sector y han conseguido que la inversión ángel sea conocida por gran parte de los interesados en este tipo de inversión»*.

En cuanto a los efectos que la actual crisis económica y financiera está generando en relación al número de ángeles, la respuesta unánime por parte de los responsables de las RAIs catalanas es que esta crisis no ha afectado (o muy poco) en el número de ángeles, pero si, en cambio, a los importes invertidos que se han reducido sensiblemente.

En cuanto a la evolución futura del número de miembros, la mayoría de responsables consideran que, dado el entorno económico actual, es probable que el número de ángeles siga creciendo de forma muy moderada. De hecho la red que más crecimiento a experimentado recientemente, muy probablemente, sea EIX Technova, y a buen seguro esto tiene que ver con el hecho que esta RAI no cobra ninguna cuota a sus ángeles asociados, lo cual en momentos de grave crisis económica como la actual es un factor muy valorado, especialmente por los ángeles con menos experiencia.

Para el Sr. Albert Colomer de BANC: *«la inversión ángel necesita un clima económico optimista, un clima que, desgraciadamente, ahora mismo no se está dando»*. El Sr. Colomer destaca que la confianza es la palabra clave que determina la aparición y el desarrollo del fenómeno de los ángeles inversores. Por su parte la Sra. Marta Carballo de Keiretsu considera que: *«el número de ángeles no crecerá hasta que no se produzcan salidas exitosas»*, en este sentido apunta, por ejemplo, que en Estados Unidos, aunque se habla de unos plazos de inversión de 4 años en realidad son de 7 y, por tanto, en España a buen seguro serán superiores ya que el ecosistema actual no facilita estas desinversiones, entre otras cosas porque en estos momentos el país no genera suficiente confianza para atraer inversiones extranjeras que puedan comprar las empresas financiadas por los ángeles.

Los más optimistas, como el Sr. Fernando Zallo de ESADE, destacan que las redes catalanas son similares a la media de las redes europeas, pero que su objetivo es estar al nivel del Reino Unido y Francia; respecto a este fin, considera que *«Cataluña sufre una importante desventaja respecto a estos dos países en lo que respecta a la fiscalidad»*. En opinión del Sr. Zallo, para que haya una explosión del número de ángeles se necesita: ayudas fiscales, facilitar la coinversión, disponer de

fondos públicos para coinvertir con los privados, formación en emprendimiento y, finalmente, formación sobre todos los aspectos relacionados con la inversión ángel.

Evolución de las actuales RAIs catalanas

Por lo general, todas las redes consultadas prevén crecer en número de ángeles en los próximos años, aunque no desean un crecimiento ilimitado, ya que, con un número de ángeles demasiado elevado, sería imposible conocer bien a sus asociados. Aunque con pequeñas variaciones, la gran mayoría considera que el centenar de ángeles sería el límite máximo de socios que podría gestionar la red. Las redes que actualmente ya cuentan con un número de ángeles cercano al centenar como BANC son las que han manifestado un menor interés por continuar creciendo.

Cuando se preguntó a los responsables de las actuales RAIs por la posibilidad que en el corto plazo aparecieran nuevas RAIs en Cataluña, prácticamente todos coincidieron en señalar que dado el contexto actual era poco probable. En este sentido, apuntar que el Sr. Colomer de BANC considera que las futuras nuevas redes pueden tener un carácter marcadamente sectorial.

Por otro lado, con la excepción de BANC, todas las redes analizadas manifiestan una clara voluntad de crecer fuera de Cataluña, así lo han manifestado BCN Business Angels y Technova. Además, debe tenerse en cuenta que las otras 4 redes: IESE, ESADE, Keiretsu y SeedRocket ya tienen otras sedes fuera de Cataluña. Incluso en el caso de ESADE, según su responsable el Sr. Zallo, no se descarta instalar otras sedes fuera de España.

Sin embargo, más allá de aumentar o no el número de ángeles de la red, en lo que si que coinciden la mayoría de responsables es en el deseo de aumentar la actividad de los ángeles registrados en sus redes. Según se desprende de sus declaraciones, actualmente, el número de ángeles vírgenes o muy poco activos que existen en las redes que operan en Cataluña es demasiado elevado. En este sentido, el Sr. Colomer de BANC fija como uno de los objetivos de la red para los próximos años sustituir los inversores menos activos por otros más activos. Asimismo, la Sra. Carballo de Keiretsu señala la dificultad que conlleva conseguir que los ángeles sean más activos y realicen más inversiones.

Cuotas y requisitos para ser miembro de una RAI catalana

Con excepción de Technova, todas las redes cobran cuotas a sus asociados. Como ya se ha indicado anteriormente, mientras algunas redes como IESE y ESADE publican las diferentes cuotas en su página web, otras no han querido manifestar el importe de dicha cuota. Así, por ejemplo, en el IESE la cuota anual para nuevos miembros es de 1.000 € muy similar a la de Keiretsu. La de ESADE se sitúa sobre los 800 € y la de BANC en los 600 €. Las RAIs vinculadas a entidades educativas como IESE y ESADE suelen ofrecer descuentos en las cuotas anuales a sus antiguos alumnos.

A parte del pago de la cuota anual, el resto de requisitos suelen ser el compromiso o la voluntad de inversión del candidato a entrar en la red. En la mayoría de casos, este compromiso inicial no es objeto de revisión; por consiguiente, en muchas redes existe un amplio segmento de ángeles inactivos o poco activos. Una de las pocas excepciones, probablemente, sea BCN Business Angels, la cual, citando palabras del Sr. Sala «*a un inversor no le saldría a cuenta ser socio de la red para invertir sólo 10.000 € al año*». En este sentido, todo apunta a que las redes que cobran cuotas anuales más elevadas tienen mayores porcentajes de ángeles activos.

Finalmente, cabría señalar que algunas redes como BCN Business Angels y Keiretsu evalúan realmente si el compromiso de inversión por parte del aspirante a miembro de la red es cierto, ya que quieren evitar a toda costa que entren en la red personas cuya finalidad principal no sea invertir en empresas no cotizadas, sino más bien intentar establecer contactos con reconocidos empresarios que ya son miembros de la red.

Perfil de los miembros de las RAIs catalanas

Generalmente, el perfil de los miembros de las redes es bastante homogéneo. El caso más extremo es el de SeedRocket donde todos los miembros son emprendedores de éxito en el sector de internet. En el caso de IESE y ESADE debe tenerse en cuenta que un elevado porcentaje de sus miembros son antiguos alumnos de estos centros. También se persigue una gran homogeneidad entre los inversores en BCN Business Angels. Por el contrario, redes como BANC no ha manifestado ninguna voluntad de que sus socios tengan un determinado perfil con lo cual la entrada en esta red por parte de cualquier inversor interesado probablemente sea más sencilla que en otras redes.

Por otro lado, la mayoría de las redes han manifestado tener entre sus miembros, además de a ángeles, también a sociedades de capital riesgo, family offices u otras figuras relacionadas con la inversión en empresas no cotizadas. Tanto es así que, en el caso del IESE, la red se denomina Red de Inversores Privados y Family Offices; sin embargo, en todas las redes consultadas los ángeles son mayoría y en alguna como en el caso de BANC representan el 100% de los miembros.

Otros contactos de las RAIs catalanas

La mayoría de redes además de ofrecer sus servicios a sus asociados también suelen ofrecerlos –ya sea total o parcialmente– o bien a otros colectivos como antiguos miembros (sería el caso de BANC y Technova), o bien a un colectivo de inversores amigos (como en el caso de SeedRocket).

Objetivos de las RAIs catalanas

El objetivo de todas las redes consultadas es generar riqueza para sus asociados, aunque por supuesto este objetivo no está reñido con el desarrollo del emprendimiento y el aporte de valor a la sociedad. En relación a este último aspecto cada RAI puede actuar con distintos matices, no debe olvidarse que algunas redes están instrumentalizadas en sociedades que persiguen el lucro, mientras que otras son asociaciones sin ánimo de lucro. Para desglosar algunos de estos matices, podría

indicarse como ejemplo que en la entrevista mantenida con el Sr. Sala, se recalcó en más de una ocasión que «*BCN Business Angels no era ninguna ONG y que su objetivo era hacer dinero*». En cambio, a priori, la motivación de SeedRocket, donde los socios de esta red colaboran desinteresadamente como mentores de los proyectos que reciben, es mucho más altruista que económica. Según la Sra. Pamela de la Muñoza, coordinadora de SeedRocket en Barcelona, los objetivos de la red son: «*formar emprendedores que tengan ambición y que conviertan su negocio en un negocio de éxito, crear puestos de trabajo cualificados y crear negocio en el sector d'internet para que se desarrolle todavía más*». Como puede observarse, en ningún caso citó el beneficio económico, aunque evidentemente tampoco se desprecia.

De todas formas, la experiencia obtenida en la realización de este trabajo induce a pensar que en todas partes (RAIs) existen distintos tipos de ángeles. Como ejemplo, sólo indicar que, a pesar de las palabras del Sr. Sala, se ha contactado con ángeles de BCN Business Angels que han mostrado mucho menos interés en ganar dinero y mucho más en contribuir y aportar valor a la sociedad del que podía deducirse de las palabras del máximo responsable de la red.

Tipología de proyectos que apoyan las RAIs catalanas

Quizás con la excepción de Seedrocket que se centra exclusivamente en el sector de internet, el resto de redes catalanas aceptan proyectos de todo tipo de sectores y orígenes; sin embargo, esto no significa que determinadas redes como, por ejemplo, EIX Technova expresen su deseo de especializarse en determinados sectores. En cualquier caso, lo que si se ha detectado en las entrevistas realizadas son ciertas preferencias temporales por determinados sectores. Así, por ejemplo, actualmente BANC está interesada en el sector del reciclaje, mientras que BCN Business Angels prioriza a las empresas exportadoras.

En cuanto al origen geográfico, todas las redes coinciden en señalar que la gran mayoría de proyectos que reciben provienen de emprendedores catalanes, aunque este porcentaje parece reducirse con el paso de los años.

En relación a los requisitos que debe cumplir un emprendedor para presentar su proyecto en la red, la mayoría pueden consultarse en la página web de cada RAI y básicamente consisten en ofrecer la información necesaria para poder evaluar mínimamente el proyecto. Algunas redes como BANC cobran pequeñas cantidades (150 €) para admitir los proyectos en la red.

Satisfacción de los ángeles con los servicios que proporcionan las RAIs catalanas

Todos los responsables de las redes entrevistadas consideran que sus ángeles miembros están satisfechos con los servicios que les presta la red. Probablemente, por este motivo y también porque como apunta el Sr. Colomer de BANC «*tanto las RAIs como el fenómeno ángel en general en Cataluña es todavía incipiente*», ninguna de las redes analizadas plantea ofrecer nuevos servicios a sus miembros a corto plazo. Entre las pocas peticiones que reciben, los responsables de las actuales

RAIs destacan que algunos de sus asociados demandan un mayor acompañamiento en el proceso de inversión e incluso en la gestión de la empresa invertida.

4.4.1.5 El mercado ángel en Cataluña según los responsables de las RAIs

Perfil del ángel inversor en Cataluña (lobo solitario o inversor en red)

Para el Sr. Sergi Mora de ACCIÓ existe un elevado número de individuos que invierten en empresas de familiares y amigos (3Fs) y que, por tanto, arriesgan su dinero en aventuras empresariales y disfrutan haciéndolo, aunque no se consideran a si mismos ángeles inversores.

Por otra parte, el Sr. Mora considera que muchos ángeles invierten de forma solitaria incluso estando registrados en RAIs y afirma que *«en una red de 30 ángeles la mayoría de los miembros no conocerán a más de 5 ángeles»*. En este sentido, conviene indicar que los datos aportados por este estudio (ver Tabla 30) señalan que efectivamente los ángeles no se relacionan con un número amplio de ángeles, aunque si algo mayor a los 5 citados por el Sr. Mora. Por otra parte, varios responsables de RAIs como, por ejemplo, el Sr. Sala de BCN Business Angels y la Sra. Carballo de Keiretsu afirman tener constancia que ángeles de sus redes invierten por su cuenta fuera de la red. En la misma línea, se pronuncia la Sra. Pamela de la Muñoza de SeedRocket que considera que en el sector de internet, los ángeles catalanes son bastante solitarios, ya que prefieren invertir en aquellos sectores que mejor conocen y donde probablemente sean los únicos ángeles que operan.

Evolución del tamaño del mercado ángel en Cataluña (número de inversores, número de inversiones, importe invertido, etc.)

El Sr. Sergi Mora de ACCIÓ cree que *«estamos ante una crisis estructural que ha reducido ostensiblemente la capacidad de inversión de los ángeles catalanes y, por tanto, esto ha inducido a los ángeles a realizar menos inversiones y de menor riesgo, o sea, en empresas de etapas más avanzadas»*. Considera que el mercado experimentará un crecimiento muy suave hasta que estalle el fenómeno del crowdfunding²¹ que son operaciones de importes muy reducidos realizados por un elevado número de personas. Piensa que *«la opción del crowdfunding puede ser una alternativa para los inversores más pasivos o incluso para aquellos inversores que ahora mismo invierten en bolsa o en el mercado inmobiliario»*.

El Sr. Sala de BCN Business Angels estima que el número de ángeles crecerá, aunque coyunturalmente no es un buen momento para este crecimiento, piensa que a largo plazo crecerá sobre todo si se consiguen ventajas fiscales para la inversión ángel. Conviene indicar que el tema de

²¹ El crowdfunding o financiación en masa, también denominada financiación colectiva, microfinanciación colectiva, y micromecenazgo, es la cooperación colectiva, llevada a cabo por personas que realizan una red para conseguir dinero u otros recursos, se suele utilizar internet para financiar esfuerzos e iniciativas de otras personas u organizaciones.

las ventajas fiscales apareció siempre que se formuló la pregunta sobre la evolución del mercado ángel en Cataluña. Parece, pues, que el sector confía en que las ventajas fiscales lleguen y sean un factor que ayude a la creación de nuevos ángeles, así lo considera el Sr. Colomer de BANC que apunta que: «*si en países como Portugal y Polonia el número de ángeles aumenta, también debería hacerlo en Cataluña*». Asimismo, están convencidos del crecimiento de este segmento de inversores el Sr. Duran de Technova y, muy especialmente, el Sr. Zallo de ESADE, quien afirma que «*si se dan una serie de requisitos, habrá un crecimiento exponencial del número de ángeles*».

Perfil sociodemográfico del ángel inversor en Cataluña

Cuando se preguntó a los responsables de las RAIs catalanas que indicaran si consideraban ciertas las siguientes 3 afirmaciones:

- 1- En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son hombres de entre 40 y 65 años con una buena formación y con elevados ingresos y un importante patrimonio
- 2- En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son individuos que han creado sus propias empresas
- 3- En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son individuos que se han hecho ricos a través de su propio esfuerzo

Aunque con algunos matices que se comentarán a continuación, todos los responsables consideraron como ciertas y ajustadas al perfil del ángel inversor catalán las 3 afirmaciones.

Dentro de los matices, cabría indicar que el Sr. Mora de ACCIÓ manifestó que, aunque gran parte de los ángeles si habían creado sus propias empresas, también existía un importante grupo de ángeles que nunca habían creado ninguna empresa, pero habían ocupado puestos de responsabilidad en empresas y que se habían jubilado o prejubilado.

Hubo mayor disparidad en cuanto a la edad, ya que mientras el Sr. Sala de BCN Business Angels aumentaba la edad hasta los 70 años, la Sra. de la Muñoz de SeedRocket la situaba entre los 33 y 45 años. De todas formas, no deberían sorprender estas diferencias, teniendo en cuenta las diferencias existentes entre estas dos redes. También el Sr. Duran de Technova indicaba que podía encontrarse algunos ángeles con treinta y pocos años, tanto emprendedores de éxito como nuevas generaciones de familias acomodadas que habían decidido apostar por este mercado.

También hubo distintas apreciaciones en relación a la formación de los ángeles; por el contrario, lo que no generó ninguna discusión es que el mercado ángel catalán está formado casi exclusivamente por hombres. Según la información facilitada por los siete responsables de las RAIs catalanas que forman parte del programa XIP, ninguna red, salvo el IESE, tenía registrada más de dos mujeres y lo más habitual es que tuvieran sólo una o bien ninguna.

El papel que juegan las RAI catalanas en el mercado ángel en Cataluña

Todos los responsables de redes coinciden en apuntar que los ángeles registrados en las RAIs catalanas son sólo una parte del mercado, lo cual está en clara consonancia con estudios como, por ejemplo, el de la European Commission (2003) que indica que tan sólo un 19% de los ángeles objeto de estudio estaban registrados en RAIs. En el caso de Cataluña, ningún responsable de las RAIs consultadas se atreve a proporcionar una cifra fiable; sin embargo, ante la insistencia al respecto, los distintos responsables han ofrecido algunas respuestas que sitúan el porcentaje de ángeles registrados en las RAIs catalanas entre el 25 y el 40 % del total. Aunque estos datos son simples opiniones, si es mucho más significativo señalar que la gran mayoría de los responsables de las RAIs que operan en Cataluña coincide en señalar que este porcentaje tenderá a crecer en el futuro.

En cuanto al papel que las RAIs juegan a la hora de incentivar a un individuo a convertirse en ángel, (Aernoudt y Erikson, 2002) en Cataluña se han encontrado diferentes opiniones. Por un lado, algunos responsables como el Sr. Mora de ACCIÓ opinan que las RAIs irán atrayendo a aquellos ángeles que ahora mismo invierten por su cuenta, pero, en cambio, no creen que las actuales redes contribuyan a crear más ángeles. En el otro extremo, se sitúan responsables como el Sr. Sala de BCN Business Angels y la Sra. Carballo de Keiretsu que consideran que las actuales redes son vitales para motivar a un individuo a convertirse en ángel. A medio camino, se pueden encontrar opiniones como las del Sr. Colomer de BANC, que sin creer que el papel de las redes sea clave, si destaca que *«proporcionan una visibilidad del segmento ángel que puede colaborar a incentivar a determinados individuos a convertirse en ángeles»*.

Preguntados sobre que deberían realizar las RAIs para incentivar todavía más a los individuos a convertirse en ángeles, la mayoría de las respuestas van encaminadas a mejorar la comunicación y la difusión de esta figura. En este sentido, la Sra. Amparo de San José del IESE piensa que *«las RAIs deben seguir haciendo lo mismo, pero más y mejor»*. Asimismo, se apunta la necesidad de dar a conocer ejemplos de éxito, que aparezcan en prensa ángeles que han ganado mucho dinero con sus inversiones. Es necesario transmitir la idea que la inversión ángel es una alternativa a la inversión en bolsa. Otro aspecto destacado es seguir apostando por la formación. Por último, destacar el papel de las redes como Lobby o grupo de presión para conseguir ventajas fiscales para los ángeles.

Ya a modo de resumen, indicar que en este apartado se han aportado algunos datos sobre la actividad y forma de actuar de las 7 RAIs integrantes del programa XIP, pero sobre todo se ha aportado la visión de la situación actual y futura del mercado ángel en Cataluña a partir de las opiniones de los máximos responsables de estas redes. Las personas entrevistadas (ver Tabla 41 y Tabla 42) son sin lugar a dudas las personas que mejor conocen el fenómeno ángel en Cataluña, y aunque puedan tener visiones algo distintas en algunos aspectos, todas coinciden en señalar la importancia que las RAIs en su conjunto han tenido y tienen en la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña, en definitiva su testimonio apoya la segunda de las proposiciones de esta tesis doctoral.

En el siguiente apartado se seguirán tratando las RAIs que operan en Cataluña, pero ya no tanto desde la óptica de sus dirigentes o responsables, sino centrandose mucho más la atención en sus usuarios, los ángeles inversores. Más concretamente se analizará la percepción que los ángeles (y también algunos individuos no ángeles) de Cataluña tienen de las actuales RAIs. Así, partiendo de la revisión de literatura anterior se sistematizarán y se analizarán las funciones y servicios que prestan las RAIs, y de todas ellas se mostrará cual es la percepción que tienen los ángeles de Cataluña. Como podrá verse, los resultados del próximo apartado ratificarán que la existencia de RAIs es un factor condicionante de la aparición y existencia de ángeles inversores en Cataluña.

4.4.2 Factores condicionantes relacionados con la existencia de (RAIs)

Como ya se ha indicado extensamente en el apartado de revisión de literatura, se considera que la existencia de RAIs es un factor que incide muy positivamente en la existencia y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña. Por este motivo, se ha preguntado a los 10 ángeles entrevistados, a los 23 ángeles encuestados y, finalmente, a los 46 HyMEyD no ángeles si, siendo miembros de una red de ángeles inversores, tendrían o dispondrían de:

- Un mayor número de oportunidades de inversión
- Oportunidades de inversión de mayor calidad
- Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones
- Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel
- Mejores rendimientos en sus inversiones ángel
- Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles
- Mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo
- Mayores posibilidades de diversificación

Asimismo, se pidió a los 10 ángeles entrevistados que consideraran si las actuales RAIs catalanas les ofrecían algún otro tipo de ventaja u incentivo para desarrollar su actividad como ángeles. En este sentido, varios ángeles como Oscar, Eric y Oriol citaron la posibilidad de contar con la posible coinversión del IFEM. Ante esta respuesta, se estableció contacto con la directora del IFEM, Teresa Torres, quien indicó que *«en diciembre de 2011, el IFEM firmó un acuerdo de colaboración con varias RAIs para capitalizar empresas catalanas nuevas o en fase inicial de desarrollo con el objetivo de apoyarlas y de reforzar su competitividad»*. Los proyectos financiados por ángeles inversores que cumplan los requisitos fijados por IFEM recibirán un préstamo participativo que puede tener un plazo máximo de cinco años y pueden incluir hasta dos años de carencia. Desde la firma de este acuerdo hasta julio de 2012, el IFEM ha cofinanciado tres proyectos: el primero desarrollado por la red Keiretsu; el segundo, por la red de ESADE y el tercero, por BANC. Dado que este posible beneficio no se había considerado en el protocolo del caso, este factor no será tratado en este trabajo, aunque

evidentemente apoya la tesis que la existencia de RAIs es un factor muy importante para la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña.

Las respuestas proporcionadas a las 8 cuestiones anteriores por parte de los 10 ángeles analizados en este estudio figuran en la Tabla 44. En cuanto a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, sus respuestas figuran en la Tabla 45 y, por último, las respuestas de los 46 HyMEyD, a quienes tan sólo se les planteó las 6 primeras cuestiones, se muestran en la Tabla 46.

Tabla 44. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Un mayor número de oportunidades de inversión	Si	Si	Si	NS	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Oportunidades de inversión de mayor calidad	No	No	Si	NS	Si	Si	No	No	Si	Si
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel	NS	Si	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel	No	No	No	No	No	Si	No	No	NS	Si
Más y mejores contactos con otros ángeles	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si
Mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	No	Si	Si
Mayores posibilidades de diversificación	No	Si	Si	No	Si	Si	Si	No	Si	Si

Fuente: Elaboración propia

Las respuestas de las dos muestras de ángeles son muy parecidas y todos parecen estar de acuerdo en que ser miembro de una RAI proporciona las 8 ventajas descritas anteriormente con una clara excepción, la que tiene que ver con que los miembros de las RAIs obtendrán mejores rendimientos. En este sentido, 8 de los 10 ángeles entrevistados consideraron que el hecho de ser miembro de una RAI podía proporcionar varias ventajas, pero en ningún caso obtener mejores rendimientos. En cuanto a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, tan sólo 7 consideraron una relación positiva entre ser miembro de una RAI y la posibilidad de obtener mejores rendimientos.

Tabla 45. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 23 ángeles que respondieron la encuesta

	Si	No	No lo sé	TOTAL
Un mayor número de oportunidades de inversión	18	1	4	23
Oportunidades de inversión de mayor calidad	15	4	4	23
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones	18	1	4	23
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel	15	5	3	23
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel	7	10	6	23
Más y mejores contactos con otros ángeles	17	2	4	23

Fuente: Elaboración propia

Tabla 46. Valoración sobre si ser miembro de una RAI aporta las siguientes posibles ventajas según los 46 HyMEyD no ángeles

	Si			No			No lo sé			TOTAL
	Probabilidad de convertirse en ángel			Probabilidad de convertirse en ángel			Probabilidad de convertirse en ángel			
	Alta	Baja	Total	Alta	Baja	Total	Alta	Baja	Total	
Un mayor número de oportunidades de inversión	16	21	37				2	7	9	46
Oportunidades de inversión de mayor calidad	16	18	34				2	10	12	46
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones	15	18	33		1	1	2	10	12	46
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel	15	23	38		1	1	3	4	7	46
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel	14	13	27	2	3	5	2	12	14	46
Más y mejores contactos con otros ángeles	17	24	41				1	4	5	46

Fuente: Elaboración propia

Los resultados proporcionados por los 46 HyMEyD son muy similares a los de los ángeles. La conclusión que puede extraerse de la Tabla 46 es que existe una gran creencia sobre los efectos beneficiosos que conlleva ser miembro de una RAI. Además, estos efectos son mucho mejor percibidos por aquellos individuos que tienen previsto convertirse en ángeles en el futuro. Al igual que sucedía con los ángeles, la única relación que no cuenta con una clara mayoría de partidarios es la posibilidad de obtener mejores rendimientos siendo miembro de una red. Asimismo, conviene indicar que 4 de los 46 encuestados, a pesar de no ser ángeles, manifestaron ser miembros de una o varias

RAIs, lo cual, por un lado, pone de manifiesto su verdadero interés por convertirse en ángeles y, por el otro, confirma que las RAIs son un factor que juega un papel muy importante en la aparición y desarrollo de ángeles inversores.

Valoración de los factores

Una vez los 33 ángeles y los 46 HyMEyD no ángeles hubieron valorado el papel de las RAIs en relación a los 8 factores descritos anteriormente, se les pidió que valoraran si el hecho de disponer de:

- Un mayor número de oportunidades de inversión
- Oportunidades de inversión de mayor calidad
- Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones
- Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel
- Mejores rendimientos en sus inversiones ángel
- Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles
- Mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo
- Mayores posibilidades de diversificación

tendría, tenía, o había tenido, alguna influencia en su conversión en ángeles y en su posterior desarrollo profesional como tales. Debían responder utilizando una escala entre 1 y 5 donde 1 significa ninguna influencia, 2 poca influencia, 3 bastante influencia, 4 mucha influencia y 5 que este factor les había influido decisivamente.

Las respuestas proporcionadas a estas 8 cuestiones por parte de los 10 ángeles entrevistados en este estudio figuran en la Tabla 47. Por otra parte, en la Tabla 48 figuran las medias proporcionadas tanto por los 10 ángeles entrevistados, como por los 23 ángeles que respondieron la encuesta y los 46 HyMEyD, distinguiendo entre aquellos que tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles y los que no. En cuanto a los tres últimos colectivos, indicar que tan sólo se les plantearon las 6 primeras cuestiones.

Finalmente, se preguntó tanto a los ángeles, como a los no ángeles que valoraran como había influido en el caso de los ángeles, o como o influiría en el caso de los no ángeles, la existencia de RAIs en su conversión y posterior desarrollo como ángeles inversores. Las respuestas a esta cuestión por parte de los 10 ángeles entrevistados figuran al final de este apartado en la Tabla 49 y conjuntamente con las de los 23 ángeles y las de los 46 HyMEyD no ángeles que respondieron la encuesta en la Tabla 50.

Tabla 47. Valoración de factores asociados a la existencia de RAIs

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex	Media
Disponer de un mayor número de oportunidades de inversión	1	2	5	2	2	5	4	3	5	3	3,2
Disponer de oportunidades de inversión de mayor calidad	1	3	5	3	3	5	4	3	5	3	3,5
Disponer de mayores posibilidades de coinversión de inversiones	2	4	4	2	4	5	4	3	5	4	3,7
Disponer de mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel	1	2	3	3	2	2	1	2	5	2	2,3
Obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel	4	4	5	3	4	4	5	3	5	2	3,9
Disponer de más y mejores contactos con otros ángeles	2	4	4	3	4	5	4	2	5	4	3,7
Disponer de más posibilidades de coinvertir con el capital riesgo	1	3	3	3	3	2	1	2	5	1	2,4
Disponer de mayores posibilidades de diversificación	1	3	4	3	3	5	3	2	5	2	3,1

Fuente: Elaboración propia

El factor más valorado por los 10 ángeles analizados en el estudio es, como cabría suponer, la posibilidad de obtener mejores rendimientos, seguido de la posibilidad de disponer de mayores posibilidades de coinversión y de disponer de más y mejores contactos con otros ángeles. Sorprendentemente no figura en primer lugar la obtención de mejores rendimientos ni en las respuestas proporcionadas por los 23 ángeles ni en las de los 46 HyMEyD no ángeles, esto puede deberse a una mala interpretación de la pregunta, ya que durante las entrevistas mantenidas con los 10 ángeles entrevistados se tuvo que aclarar muy bien qué era exactamente lo que debían valorar, ya que algunos relacionaban estas preguntas con las anteriores, cuando en realidad no existía ninguna relación entre ellas.

Tabla 48. Valoración media de los factores asociados a la existencia de RAIs por parte tanto de ángeles como de no ángeles

Factor	Valoración media (1 – 5)			
	1 (ninguna influencia) – 5 (influencia decisiva)			
	10 ángeles	23 ángeles	46 HyMEyD	
			Probabilidad de convertirse en ángel	
		Alta	Baja o nula	
Disponer de un mayor número de oportunidades de inversión	3,2	3,39	3,33	2,64
Disponer de oportunidades de inversión de mayor calidad	3,5	3,65	3,28	2,89
Disponer de mayores posibilidades de coinversión de inversiones	3,7	3,26	3,17	2,50
Disponer de mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel	2,3	2,91	3,28	2,71
Obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel	3,9	3,26	3,39	2,79
Disponer de más y mejores contactos con otros ángeles	3,7	3,61	3,50	2,86
Disponer de más posibilidades de coinvertir con el capital riesgo	2,4			
Disponer de mayores posibilidades de diversificación sectorial	3,1			

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la valoración que los 46 HyMEyD no ángeles realizan sobre los 6 factores asociados a la existencia de redes, puede observarse que difiere mucho en función de si tienen o no altas probabilidades de convertirse en ángeles. Los individuos que tienen muchas probabilidades de ser ángeles valoran todos los factores analizados mucho más que el resto de personas que han manifestado tener pocas probabilidades de convertirse en ángeles.

Todos estos datos, así como las reflexiones personales de los ángeles entrevistados, serán tratados con mayor detalle en los próximos apartados.

Opinión de los 10 ángeles catalanes sobre las RAIs

Joel conocía perfectamente la existencia de RAIs en Cataluña cuando se convirtió en ángel inversor; sin embargo, no se afilió a ninguna, ya que consideraba que globalmente no le aportaban demasiado y, por tanto, entiende que su existencia no tuvo nada que ver con su conversión en ángel. No descarta, sin embargo, que puedan ayudarle en el desarrollo futuro de su carrera y quizá, por este motivo y también porque no le ha representado ningún coste, recientemente se ha asociado a la red

de Technova (La Salle). Considera que *«las redes son un buen punto de encuentro»*, pero no le gusta demasiado el funcionamiento de algunas de ellas; además, apunta que *«si eres un ángel inversor muy activo en busca de proyectos deberías asociarte a todas»*, lo cual considera inviable.

David actualmente es miembro de la red Seedrocket y afirma que le gusta hacer de mentor a los jóvenes emprendedores, ya que él no tuvo a nadie que le ayudara cuando empezó y considera que *«es muy positivo que te puedan echar una mano»*. Sin embargo, también comenta que ya no le hace la misma ilusión que al inicio de su carrera como ángel, ya que entonces tenía más tiempo y menos empresas en su cartera de inversión. A pesar de ser miembro de SeedRocket, David no es un gran amante de las RAIs, por lo menos de las formales; comenta que no necesita la validación de nadie para invertir, ni tampoco la compañía de nadie para coinvertir. Aunque manifiesta que le gusta ir por libre, reconoce que de una forma u otra siempre ha contado con el respaldo de un grupo ángeles, primero era un grupo informal y ahora todos ellos están en SeedRocket.

Cuando Óscar dejó su empleo en la caja de ahorros para pasar a gestionar una family office, una de sus primeras decisiones fue registrar la sociedad en diferentes RAIs, concretamente en IESE, y KEIRETSU. Sin embargo, afirma que a los pocos años y debido a un volumen de inversión cercano a los 3 millones de euros, la family office que gestionaba era suficientemente conocida como para recibir una gran cantidad de proyectos de inversión sin el amparo de las RAIs. Por este motivo y porque ahora mismo se centra más en gestionar sus participadas que en buscar nuevas empresas donde invertir, recientemente, la family office ha dejado de ser miembro de estas RAIs. Por su parte, Óscar como ángel individual es miembro de la red Economistas BAN, la recientemente creada por el Colegio de Economistas de Cataluña. Óscar considera que *«las actuales redes deberían mejorar algunos aspectos, como el filtraje de proyectos; también deberían fomentar más la coinversión, ya que no se trabaja correctamente el conocimiento entre los diferentes ángeles de la red y, además, las redes deberían interesarse más en conocer a sus ángeles y saber cuáles son sus inquietudes»*.

Cuando Víctor accedió a la gestión de la empresa patrimonial familiar, apenas conocía nada sobre los ángeles inversores, pero se dirigió a ACCIO donde le informaron sobre la existencia de distintas RAIs. Víctor estuvo en contacto con varias de ellas, aunque no se afilió a ninguna. Consideraba que *«ser miembro de una red reporta ciertas ventajas, sobre todo en cuanto a flujo de proyectos y a la posibilidad de contactar con otros ángeles para poder coinvertir»*. El principal motivo por el cual no se registró inicialmente en ninguna se debió al coste que representaba. Al igual que Joel, Víctor recientemente se ha unido a la red Technova (La Salle), sin embargo esta inscripción es tan reciente que de momento no puede proporcionar ninguna opinión sobre su funcionamiento.

Eric se convirtió en ángel de la mano de la red de ESADE. Considera que *«la principal ventaja de ser miembro de una red es el deal-flow, ya que las RAIs atraen muchas propuestas de inversión. Otra ventaja de las redes es el sistema o mecanismo de filtraje»*. Indica que los ángeles que gestionan el día a día de una empresa como él, no tienen tiempo para dedicarse a recibir, atender y filtrar los

proyectos más interesantes. Además, piensa que «*las redes pueden compensar la falta de conocimientos específicos que un ángel pueda tener sobre un sector industrial o un área económica determinada*». Actualmente, Eric es miembro de la red de ESADE y forma parte de su comité de selección de proyectos. Está satisfecho con el funcionamiento de la red aunque reconoce que a su red le cuesta encontrar proyectos que no estén vinculados al mundo de las TIC.

Hace 15 años, cuando Daniel inició su carrera como ángel no existía ninguna RAI en Cataluña. Sin embargo, considera muy necesaria la existencia de RAIs, tanto es así que participó activamente en la creación de BCN Business Angels. De hecho, indica que ejerció como ángel financiando la creación de esta red. Para Daniel, el concepto de *business angel*, ángel inversor o inversor privado ha existido siempre, pero lo que representa una clara mejora es el concepto *network*. Daniel se considera «*un gran precursor y defensor del networking en todos los aspectos*» y cree que «*la figura del ángel inversor cambia cuando aparece el concepto network que implica que un conjunto de personas se juntan para realizar una inversión*», piensa que este concepto no está bien desarrollado en Cataluña porque la mayoría de RAIs ejercen un papel de introducción y no de *management* o de gestión.

Laura no es miembro de ninguna RAI, conoció su existencia cuando ya había realizado sus primeras inversiones. Comenta que habitualmente recibe invitaciones para participar en los foros que organizan algunas redes como IESE y BCN Business Angels. De momento, nunca ha invertido en ningún proyecto procedente de RAIs y no muestra ninguna intención de afiliarse a ninguna de ellas.

A Olga no le interesan las redes de ángeles inversores, le gusta más ir por libre, ver y analizar las empresas a su aire. Afirma que dispone de unas amplias y variadas redes sociales que le pueden proporcionar todo lo que necesita y, aunque ha asistido a foros y demás eventos organizados por las RAIs catalanas, de momento manifiesta que «*no me interesan lo más mínimo*».

Oriol es miembro de varias RAIs. Probablemente, sin estas redes Oriol nunca se habría convertido en ángel, ya que fue a través de una de ellas que conoció el fenómeno ángel. Todos los proyectos donde ha invertido han sido presentados en las diferentes redes de las cuales es miembro. Por tanto, de los 10 ángeles analizados, es sin lugar a dudas el más vinculado a las RAIs que operan en Cataluña. Sin embargo, lo curioso de Oriol, no es tanto que opere a través de las RAIs, sino que, además, tiene creada una mini red propia. Como ya se ha indicado anteriormente, Oriol invierte en compañía de otros 4 ángeles. Oriol ha sido director general de una gran empresa la mayor parte de su carrera profesional y, por tanto, está acostumbrado a tomar decisiones contando con el soporte de diferentes especialistas en finanzas, marketing, RRHH, etc. Pues bien, a la hora de actuar como ángel, ha intentado mantener este soporte y por eso su mini red de 5 inversores donde él actúa como cabeza visible, manteniendo en cierta forma su puesto de director general, está formada por un responsable de RRHH de una gran multinacional, un miembro de un bufete de abogados, un analista financiero, y un experto en marketing.

Finalmente, Álex es miembro de BCN Business Angels, e indica que *«a mi edad no me imagino ejerciendo de ángel sin contar con los servicios que me presta esta red»*. Además, es a través de esta RAI que ha realizado casi todas sus inversiones y donde encuentra a todos sus compañeros de inversión.

4.4.2.1 Mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad

Mayor flujo de oportunidades

A tenor de las opiniones facilitadas por los ángeles entrevistados en este estudio, el papel de las RAIs es positivo en cuanto que posibilita a los ángeles asociados a estas redes entrar en contacto con un mayor número de oportunidades de inversión. De hecho, como puede observarse en la Tabla 44, ninguno de los 10 ángeles analizados en este estudio ha cuestionado esta apreciación y sólo uno de los 23 encuestados se manifestó en desacuerdo (Tabla 45). Tampoco ninguno de los 46 HyMEyD no ángeles (Tabla 46) se posiciona de forma contraria a esta afirmación.

Por otra parte, como puede observarse en la Tabla 48, tanto los ángeles analizados como los no ángeles, consideran que obtener un importante flujo de proyectos de inversión es un factor que ayuda a la aparición y posterior desarrollo de los ángeles inversores. Las puntuaciones de los ángeles y no ángeles que tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles están comprendidas entre los 3,2 y 3,39 puntos; por tanto, valoran de forma significativa este factor.

Esta valoración de los ángeles viene también avalada por los responsables de las RAIs catalanas, que creen, que esta es la función o servicio más valorado por parte de los ángeles catalanes. Así, por ejemplo, el Sr. Colomer de BANC destaca que *«el ángel inversor no dispone de tiempo, y por tanto, el hecho que la red les facilite información sobre aquellos proyectos que pueden ser de su interés es la función que más valor aportan las redes a los ángeles»*.

En la medida que disponer de un importante flujo de oportunidades de inversión es valorado por los ángeles inversores y constatando que todos ellos están de acuerdo en que las RAIs proporcionan un elevado flujo de proyectos, se puede concluir que las RAIs catalanas son un factor que colabora en la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña proporcionándoles un elevado número de proyectos donde invertir.

Oportunidades de mayor calidad

Según los datos que figuran en la Tabla 48, tanto los ángeles analizados como los no ángeles, consideran que disponer de oportunidades de inversión de calidad es un factor que ayuda a la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña. Las puntuaciones de los ángeles y no

ángeles que tienen previsto convertirse en ángeles están comprendidas entre los 3,28 y 3,65 puntos, por tanto, valoran muy positivamente el factor calidad. Avalan también esta percepción los responsables de las RAIs catalanas, por ejemplo, la Sra. Carballo de Keiretsu indica que *«la función más valorada por los ángeles es el filtrado o selección de proyectos de calidad»*.

A diferencia de la situación anterior, no todos los ángeles tienen tan claro que el proceso de filtrado de las RAIs proporcione proyectos de mejor calidad; de hecho, algunos ángeles han expresado haber oído comentarios sobre la baja calidad de los proyectos que reciben las RAIs. Sin embargo, la mayoría de ángeles entrevistados no dan validez a estos comentarios, en línea con el trabajo de Collewaert, Manigart y Aernoudt (2010). De los 10 ángeles entrevistados, tan sólo la mitad se han mostrado de acuerdo con el hecho que las RAIs proporcionan proyectos de mayor calidad. Esta percepción ha sido compartida además por 15 de los 23 ángeles encuestados. Preguntado sobre este aspecto Joel señala que *«cuando un proyecto se presenta en una red, evidentemente no hay ninguna garantía de que vaya a funcionar, pero por lo menos se trata de un proyecto bien desarrollado»*. En la misma línea Álex apunta que *«si la gente sabe que eres un ángel inversor puede llegarte un buen proyecto, pero por lo general casi todos tienen graves defectos de forma. Si no quieres perder el tiempo lo mejor es analizar únicamente aquellos proyectos filtrados por la red»*. También Eric indica que a pesar de invertir bajo el amparo de una RAI tiene constancia que existen *«muy buenos proyectos que nunca se han presentado a ninguna RAI»*.

La conclusión que puede extraerse de las opiniones de los ángeles es que las RAIs quizá no seleccionan los “mejores” proyectos, pero sí aquellos que están preparados para recibir financiación ángel. Esto significa que no admiten oportunidades de inversión que aun contando con un gran potencial presentan defectos de forma o simplemente todavía no están listas para ser financiadas por un ángel inversor. Por tanto, en relación a la calidad de los proyectos, aunque algunos ángeles muestran ciertas reservas, la mayoría considera que efectivamente las redes proporcionan una mejor calidad de proyectos gracias a su filtraje y, en consecuencia, se puede concluir que la existencia de RAIs en Cataluña colabora en la aparición y desarrollo de ángeles inversores, en tanto que proporciona a muchos de ellos (actuales y potenciales) proyectos de inversión de calidad, factor altamente valorado por estos individuos.

Diversificación sectorial

Es lógico suponer que si las RAIs reciben un elevado volumen de proyectos, estos tengan orígenes sectoriales muy distintos. Sin embargo, cuando se preguntó a los responsables de las RAIs que operan en Cataluña en relación a cuáles eran los sectores con mayor flujo de proyectos, la mayoría de ellos manifestaron un elevado grado de concentración de proyectos vinculados a las TIC. Esta misma impresión han manifestado algunos de los ángeles entrevistados, como Eric, Oriol o Víctor quien expresaba su preocupación por *«la dificultad que entraña encontrar proyectos atractivos en sectores tradicionales»*. Por tanto, en opinión de gran parte de los responsables de las RAIs que

operan en Cataluña, esta diversificación sectorial, no se da todo lo que los ángeles desearían, ya que para ellos la diversificación sectorial es un factor relativamente importante, al que le han asignado una puntuación media de 3,1.

Cuando se preguntó a los ángeles si creían que a través de las RAIs tenían mayores posibilidades para diversificar sectorialmente sus carteras, la mayoría de respuestas fueron afirmativas aunque con distintos matices. Así Joel manifestó: *«no tengo la sensación que las RAIs se interesen por ofrecer proyectos diversificados, pero aún así es más fácil diversificar tu cartera de inversión con la ayuda de las RAIs que únicamente por tu cuenta»*. Óscar en cambio señala que algunas redes *«organizan foros temáticos o sectoriales que facilitan una mejor diversificación de cartera, al menos en teoría»*. En relación a este aspecto conviene señalar que no todos los ángeles entienden lo mismo por diversificación, ya que mientras algunos buscan diversificar dentro de un mismo sector como puede ser internet, otros buscan una diversificación mucho más profunda.

Apoyo a la proposición 2A

Los datos aportados en este trabajo muestran que la existencia de RAIs en Cataluña es un factor altamente positivo, tanto para la aparición de ángeles inversores, así como para su posterior desarrollo como tales, en tanto que pueden proporcionarles un elevado flujo de proyectos de inversión muchos de ellos de gran calidad. Además, en la medida en que estos proyectos pueden pertenecer a sectores diferentes, proporcionan a los ángeles la posibilidad de diversificar sectorialmente su cartera.

4.4.2.2 Posibilidades de sindicación o coinversión

Aunque no con unanimidad, la mayoría de los responsables de las RAIs que operan en Cataluña señalan el gran valor que aportan las redes en relación a que varios ángeles puedan coinvertir en un mismo proyecto. Así, por ejemplo, el Sr. Sala de BCN Business Angels atribuye un alta valoración a la posibilidad de coinvertir, lo cual a su vez redundaría en una mayor posibilidad de diversificación y, por tanto, en la reducción de riesgos que asumen los ángeles. Según el Sr. Sala: *«un ángel registrado en una red puede invertir 50.000 € en diez proyectos en lugar de invertir 500.000 € en un solo proyecto»*. Esto a su juicio es una función esencial de las redes. Asimismo, la Sra. Carballo de Keiretsu, destaca esta función como la segunda que más valor aporta y añade que: *«aunque inicialmente el ángel inversor catalán actuaba más como inversor solitario invirtiendo importes elevados, cada vez más tiende a realizar más inversiones y de menor importe, o sea, a diversificar»*.

Como se ha indicado anteriormente y puede observarse en la Tabla 13, el importe medio de las inversiones para un buen número de ángeles catalanes se sitúa en torno a los 30.000 €. Aunque los hay, son pocos los ángeles que sistemáticamente realizan inversiones superiores a este importe.

Dado que hay muy pocos proyectos que requieran una inversión tan modesta, para poder acceder a la mayoría de proyectos los ángeles necesitan coinvertir (Kelly y Hay, 1996a). Hay muchas formas de coinversión, en algunos casos pueden ser los propios emprendedores quienes se encarguen de presentar entre sí a los distintos ángeles interesados y ver si entre todos ellos pueden conseguir el monto necesario para ejecutar la inversión. Sin embargo, gran parte de la coinversión que se da en los proyectos de financiación de *start-ups*, se realiza en el ámbito de una RAI (Harrison, Mason y Robson, 2010) y esto es así porque la gran mayoría de proyectos presentados en las RAIs catalanas requieren importes elevados, según los responsables de IESE, BCN Business Angels y ESADE, casi siempre por encima de los 400.000 € y duplicando este importe en muchos casos.

Por tanto, la coinversión es absolutamente imprescindible para ángeles como Eric, que ha invertido 30.000 € en cada uno de los 4 proyectos en que ha participado o como Oriol, cuyos importes invertidos son todavía menores y que sistemáticamente coinvierte con sus cuatro socios, más allá de la coinversión con otros ángeles de las distintas redes. Es interesante señalar que la coinversión es un factor casi vital para ángeles como Álex y Daniel, a pesar de realizar inversiones de importes muy elevados. Los dos manifiestan que sus inversiones realizadas a través de BCN Business Angels siempre han sido en forma de coinversión en las que han conseguido levantar importes de entre 700.000 € y 1.000.000 €. De hecho se observa que por lo general la coinversión es mucho más importante para los ángeles más experimentados como por ejemplo Álex y Daniel que no para los más novatos como Joel o Víctor, un fenómeno ya detectado en el trabajo de Van Osnabrugge (1998), que consideraba que cuanto más experiencia tenía un ángel más posibilidades tenía de conocer a otros ángeles con quienes se sintiera a gusto a la hora de coinvertir.

De hecho, los 10 ángeles entrevistados han manifestado haber coinvertido con otros ángeles en la gran mayoría de sus inversiones, lo que significa un porcentaje del 100% algo mayor, por ejemplo, al de Argentina 88% (Pereiro, 2001) y bastante más elevado que, por ejemplo, el de Dinamarca 66% (Gullander y Napier, 2003a). Incluso, algunos ángeles han coinvertido con el capital riesgo formal y todos están muy satisfechos con esta experiencia; para algunos como Álex, *«la coinversión con ángeles a quienes ya conozca y sean de confianza es absolutamente imprescindible»*.

Por todo lo comentado se puede concluir que la coinversión es esencial para todos o, por lo menos, para una gran mayoría de ángeles analizados en este estudio, básicamente porque con lo que cada uno de ellos está dispuesto a aportar a título individual no conseguiría cubrir el importe demandado por el equipo emprendedor para afrontar el desarrollo de la *start-up*. Sin embargo, este no es, ni mucho menos, el único motivo.

David considera que: *«coinvertir es una experiencia muy importante porque permite que tu participación se haga más grande con las aportaciones de otras personas, también permite que haya alguien que gestione y lidere más el proceso y, finalmente, sirve para validar ideas»*. En la misma línea, se manifiesta Óscar, para quien la coinversión es muy positiva porque es una forma muy buena

de compartir riesgos e información; para él la coinversión es imprescindible: *«si inviertes solo y no tienes suficiente capacidad financiera puedes quedar estrangulado financieramente»*. Además, por su experiencia, considera que *«no es bueno ser el inversor con mayor participación y capacidad financiera porque puedes sentirte observado»*. A Víctor coinvertir le aporta tranquilidad en el sentido que el proyecto es interesante y que *«ha habido alguien más que se ha mirado los números»*. También Eric da mucho valor a lo que entre los *«diferentes inversores se puede llegar a ver, detectar, sugerir, enriquecer, completar y negociar»*.

En cuanto a las dos mujeres analizadas en este estudio, aunque ninguna de ellas forma parte de una RAI, las dos consideran muy positiva la coinversión. Laura siempre ha coinvertido con amigos, y considera que *«es muy positivo tener a alguien con quien hablar y poder contrastar puntos de vista»*. Por su parte, Olga indica que *«los proyectos que me interesan tienen demasiada envergadura para invertir en solitario, además invertir con personas muy reputadas siempre proporciona una mayor seguridad»*. Cuando se les preguntó si habían detectado alguna diferencia entre coinvertir con hombres o con mujeres ángeles, Olga nos manifestó que no, y Laura hizo la siguiente argumentación: *«mis socios masculinos tienen una parte femenina importante y quizás por eso siempre nos hemos entendido muy bien»*.

Como puede observarse en la Tabla 48, esta clara preferencia por la coinversión manifestada por los ángeles analizados se resume numéricamente en puntuaciones medias comprendidas entre los 3,17 y 3,7 puntos, siendo este factor más valorado por los actuales ángeles que por los potenciales. En cuanto a si los ángeles consideran que las actuales RAIs catalanas facilitan esta coinversión, todos los 10 ángeles entrevistados manifestaron que sí, validando la opinión de los responsables de las RAIs catalanas expuesta al inicio del apartado.

Apoyo a la proposición 2B.

Según los datos obtenidos en este trabajo la existencia de RAIs en Cataluña favorece el fenómeno de la coinversión entre ángeles inversores, lo cual debe redundar tanto en la aparición de nuevos ángeles, como en un mayor nivel de inversión por parte de los ya existentes.

4.4.2.3 Formación y contacto con otros ángeles

Formación

Todos los responsables de las RAIs catalanas entrevistados consideran que la formación es básica para el desarrollo del mercado ángel, aunque según ellos, esto no implica necesariamente que sea una actividad especialmente valorada por los ángeles de las distintas redes. Los datos que figuran en la Tabla 48 parecen avalar esta opinión. Se puede observar que los actuales ángeles presentan medias bajas; (2,3) los 10 ángeles entrevistados y (2,91) los 23 ángeles que respondieron la

encuesta. Por consiguiente, efectivamente para ellos, este factor no es especialmente significativo. Sin embargo, es bastante más importante este factor para los ángeles potenciales que presentan una puntuación media de 3,28. Por tanto, la formación no es considerada importante para aquellos individuos que ya que la poseen –los ángeles–, en cambio, es importante para aquellos individuos que se plantean la posibilidad de convertirse en ángeles, pero que no cuentan con ningún tipo de experiencia al respecto.

En este sentido, el papel que deben ejercer las RAIs catalanas parece evidente: deben dirigir sus recursos formativos, no tanto a sus ángeles miembros que ya cuentan con experiencia, sino a aquellos individuos que, sin ser ángeles, se sienten atraídos por este tipo de inversiones y que requieren todo tipo de información sobre el fenómeno ángel para valorar adecuadamente si les conviene convertirse en uno de ellos. De esta forma, como apunta Aernoudt (2005a, 2005b), se conseguiría ampliar el número de ángeles inversores; además, dado el bajo porcentaje de mujeres ángeles que existen en Cataluña, teniendo en cuenta trabajos como el de Sohl y Hill (2007) y especialmente las opiniones de Laura y Olga, podría ser interesante ofrecer cursos formativos dirigidos especialmente (o incluso únicamente) a mujeres con potencial para convertirse en ángeles.

Las RAIs que más apuestan por la formación en Cataluña son las vinculadas a instituciones educativas como IESE, ESADE y Technova. En el caso del IESE, su responsable actual la Sra. Amparo de San José, no sólo manifestó su convicción sobre el papel formativo que deben jugar las RAIs en la expansión del fenómeno ángel, sino que, junto con el también profesor y fundador de la red Juan Roure, ha publicado algunos estudios sobre este aspecto (San José, Roure y Aernoudt, 2005). En todo caso, uno de los principales inconvenientes en relación a la formación que se ofrece actualmente en Cataluña es que no se ofrece gratuitamente, o a un coste reducido, sino que a menudo se ofrece más pensando en los ingresos que puede ofrecer a la institución educativa a corto plazo, que en la ventajas que a largo plazo significaría un importante desarrollo del mercado ángel.

A parte de las tres citadas, con mayor o menor énfasis, todas las redes han realizado algún tipo de oferta formativa, tanto para sus asociados, como para ángeles potenciales. Así, por ejemplo, en 2007 y 2009, BANC organizó unos cursos denominados “Business Angels University Catalunya” en diferentes localidades catalanas, como por ejemplo, Terrassa, Reus y Girona (al cual ha asistido como alumno el autor de este trabajo). Sin embargo, actualmente, algunos responsables como el Sr. Colomer de BANC o el Sr. Sala de BCN Business Angels consideran que esta formación está bien cubierta por las universidades, en especial, por las de ámbito privado, como las tres mencionadas anteriormente y, por tanto, manifestaron que no se planteaban ofrecer ningún programa de formación a corto plazo. En cuanto a la formación, destacar también el papel activo que en Cataluña esta ejerciendo ACCIÓ, organizando talleres (ya se han realizado tres ediciones) dirigidos a emprendedores de éxito que quieran desarrollar su carrera como ángeles inversores.

Ya por último, en relación a la opinión de los ángeles entrevistados, 6 de los 10 opinan que las RAIs proporcionan algún tipo de formación útil para la inversión ángel y también lo refrendan 15 de los 23 ángeles encuestados. Entre los ángeles entrevistados, al menos tres manifiestan haber recibido formación útil para invertir por parte de alguna RAI al inicio de sus carreras. De esta forma Eric señala que *«asistir a los seminarios organizados por ESADE BAN resultó muy clarificador»*. Por su parte Oriol destaca que *«a pesar de mi amplia experiencia en puestos de dirección, la formación que me proporcionó la red del IESE me permitió suplir muchas de las lagunas formativas en relación a la gestión de start-ups»*. Por último Álex resume su experiencia de esta forma: *«aprendimos muchísimo, pero lo mejor del curso fue que puso en contacto a un grupo de personas muy activo, de hecho a raíz de este curso se creó BCN Business Angels»*.

Entre los 46 HyMEyD no ángeles (Tabla 46), tan sólo uno considera que las RAIs no proporcionan formación útil para la inversión ángel, lo cual refuerza la idea que la formación es mucho más valorada por los ángeles potenciales que por los ángeles activos y, en definitiva, que cualquier mejora en este aspecto incidirá mucho más en la aparición de nuevos ángeles que en el desarrollo profesional de los ya existentes.

Apoyo a la proposición 2C.

Los datos aportados en este trabajo muestran que la existencia de RAIs en Cataluña favorece la formación sobre el fenómeno ángel, una formación que, si bien no es especialmente valorada por los ángeles actuales, sí lo es por parte de los ángeles potenciales. Por tanto, se concluye que existe una relación positiva entre la existencia de RAIs gracias a la formación que estas ofrecen y la aparición de nuevos ángeles inversores.

Contacto con otros ángeles

A diferencia de lo que sucede por ejemplo de los Estados Unidos, (May, 2002; Payne y MacArty, 2002) en Cataluña, según los responsables de las actuales RAIs, el contacto informal con otros ángeles no es un aspecto muy valorado por el ángel catalán. El Sr. Colomer de BANC lo atribuye a que a los anglosajones les encanta hablar de dinero, además indica que *«en cuanto contactas con un ángel inversor americano lo primero que te pregunta es ¿cuánto ganas al año?»*. En cambio, en nuestra cultura está muy mal visto hablar de dinero, y nos quedamos de piedra si nos realizan esta pregunta a las primeras de cambio.

Generalizando, se puede afirmar que la mayoría de RAIs estudiadas no consideran que los ángeles catalanes aprecien este tipo de contactos o camaradería entre sus socios y, por tanto, hacen poco o nada para incentivarlos. De todas formas, existe alguna excepción como, por ejemplo, en SeedRocket, donde los encuentros periódicos entre ángeles o mentores de la red sí parecen aportar valor a sus miembros. En otras redes, como por ejemplo en BCN Business Angels, se destaca que

cuando un grupo de ángeles invierte en un determinado proyecto se ven muy a menudo, como mínimo ocho veces al año y que, por tanto, es muy importante que estos ángeles se caigan bien. En todo caso, el Sr. Sala no consideró que la posibilidad de mantener este tipo de encuentros fuera muy apreciado por los ángeles de su red y, por tanto, estos contactos informales se suelen dar sin perseguirlos, más como efecto que no como causa. La única red que ha mostrado cierto interés en fomentar este aspecto es la recién creada Economistas BAN y probablemente este sea uno de los principales factores que esta RAI utilice para diferenciarse de las otras redes más antiguas.

Las informaciones obtenidas en las entrevistas y encuentros sostenidos con responsables de RAIs y otros organismos tanto públicos como privados, así como en las conversaciones mantenidas con numerosos ángeles inducen a pensar que, en contraposición con los Estados Unidos, donde los contactos informales entre ángeles son muy apreciados (May, 2002; Payne y MacArty, 2002), en Cataluña los ángeles no dan demasiada importancia a este aspecto y si, en cambio, al contacto e intercambio de opiniones más formal. De todas formas, para un ángel es muy difícil definir y delimitar que es lo que se busca en los otros ángeles. ¿Interesa tan sólo su fría opinión sobre un proyecto de inversión o también se valora su sentido del humor cuando cuenta anécdotas de sus inversiones pasadas? ¿El deseo de contactar con un determinado ángel se basa simplemente en su reputada trayectoria como inversor o también en sus conocimientos y experiencias en campos que nada tienen que ver con la inversión ángel? En este sentido Joel, el ángel que habitualmente se relaciona con un mayor número de ángeles (ver Tabla 30), indicó: *«me relaciono con muchos ángeles, la gran mayoría de ellos tienen mucha experiencia y considero que puedo aprender de ellos, con otros, en cambio, los más divertidos me ayudan a relajarme y a disfrutar de mis inversiones»*. Por su parte Oscar señala que *«en principio te relacionas con otros ángeles por cuestiones laborales, pero cuando tienes mucho contacto se acaba estableciendo una relación mucho más profunda»*. En la misma línea Víctor apunta que *«tener amigos ángeles me permite desarrollar conversaciones sobre el complejo mundo de la inversión ángel con la misma naturalidad con la que puedo hablar de mis carreras de fondo»*.

Evidentemente, esta tesis doctoral no se plantea identificar ni clasificar las diferentes tipologías de contactos que pueden mantener entre si los ángeles, sino que simplemente se interesa por como los ángeles valoran la posibilidad de disponer de más y mejores contactos con otros ángeles, con independencia de si estos tienen un carácter marcadamente formal, o por el contrario son más informales y todo esto vinculado a las RAIs. Así, los resultados de la Tabla 48 muestran que disponer de estos contactos es un factor importante, tanto para los actuales ángeles como para los potenciales, tanto a la hora de convertirse en ángeles como para seguir ejerciendo como tales. Como se observa en la Tabla 47, de los 10 ángeles entrevistados, 7 manifestaron que este factor había sido muy importante o decisivo. En cuanto a si ser miembro de una RAI podía colaborar a conseguir estos contactos, 8 de los 10 ángeles entrevistados opinaron que sí, opinión compartida por 17 de los 23 ángeles encuestados y por 41 de los 46 individuos no ángeles.

Apoyo a la proposición 2D

Los datos aportados en este trabajo muestran que la existencia de RAIs favorece los contactos tanto formales como informales con otros ángeles y estos contactos son muy importantes en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores; por consiguiente, proporcionan un fuerte apoyo a la proposición que plantea que existe una relación positiva entre la existencia de RAIs gracias al establecimiento de contactos con otros ángeles y la aparición y desarrollo de ángeles inversores.

4.4.2.4 Mejores rendimientos

El análisis sobre los mejores (o peores) rendimientos que proporciona ser miembro de una RAI debería poderse hacer en base a una comparativa histórica entre los rendimientos obtenidos por una muestra de inversiones efectuadas bajo el amparo de una RAI y los proporcionados por otra muestra de inversiones realizadas al margen de cualquier RAI. Sin embargo, los pocos datos disponibles actualmente impiden que esta comparativa tenga validez, y que por tanto, se tenga proceder a apoyar o refutar la proposición que relaciona la pertenencia a una RAI con mejores rendimientos en las inversiones, a partir de opiniones más que de resultados.

En relación a los pocos resultados disponibles, recordar que tan sólo David, Daniel y Álex han procedido a vender o liquidar alguna de sus inversiones, aunque ninguno de ellos recuerda con precisión el rendimiento que obtuvo en cada una de ellas. De hecho, tan sólo Eric y Óscar que actualmente tienen ofertas firmes de compra estarían en condiciones de proporcionar un rendimiento exacto sobre una de ellas. En definitiva, como ya se ha indicado, se dispone de muy pocos datos para plantear cualquier análisis. Esta falta de resultados se debe a que el fenómeno ángel en Cataluña se encuentra todavía en una fase incipiente, lo que conlleva un reducido número de inversiones realizadas, pero primordialmente implica que la mayoría de las inversiones ángel realizadas en Cataluña estén todavía activas (vivas), y por tanto que no sea posible disponer de la rentabilidad proporcionada por cada una de ellas, en tanto no se produzca la correspondiente desinversión o venta. Deberán, por tanto, pasar unos cuantos años para que en Cataluña se pueda realizar algún estudio serio sobre las rentabilidades que obtienen los ángeles (como por ejemplo replicar el estudio de Roach (2010) realizado en Silicon Valley del que se ha hecho una amplia referencia en la revisión de literatura). Hasta que no se genere un buen número de ventas o desinversiones, más que aportar datos objetivos, tan sólo se podrá contar con opiniones o creencias, que además, por lo general, no estarán avaladas por una larga trayectoria inversora.

Realizada esta aclaración, indicar que gran parte de los responsables de las RAIs catalanas no han apreciado una relación directa entre ser miembro de una RAI y obtener mejores rendimientos de sus inversiones, ya que, al menos de forma directa, no han establecido una clara relación entre estas dos variables. Probablemente, una de las razones que generan este tipo de apreciaciones esté

relacionada con el hecho que, a pesar del filtrado y selección de proyectos que realizan las RAIs, los rendimientos que puede obtener un ángel inversor no son todo lo buenos que uno desearía, ya que la literatura muestra claramente que estas inversiones a menudo acaban en pérdidas (Mason y Harrison, 2002a) y las propias RAIs catalanas así lo han confirmado a pesar de las pocas desinversiones realizadas hasta el momento. Aunque mayoritariamente la opinión de los responsables de las RAIs que operan en Cataluña no apoye la proposición planteada, existe alguna excepción: es el caso, por ejemplo, del Sr. Colomer de BANC, quien considera que existe una relación positiva entre ser miembro de una RAI y obtener mejores rendimientos de sus inversiones, ya que afirmó con rotundidad que *«las posibilidades de arruinarse son mucho mayores para un ángel que actúe como lobo solitario que para aquellos que invierten asociados a una red»*.

En cuanto a las opiniones de los ángeles, si se observa la Tabla 44, se verá que están totalmente en línea con las de los responsables de las RAIs, ya que tan sólo 2 de los 10 ángeles entrevistados consideran que pueden obtener mejores rendimientos de sus inversiones gracias a las actuales RAIs. De forma similar opinan los 23 ángeles encuestados, si se observan los datos que figuran en la Tabla 45, puede verse que tan sólo 7 de los 23 relacionan positivamente el hecho de ser miembro de una RAI con obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel. Incluso para el colectivo de no ángeles que, como puede observarse en la Tabla 46, por lo general considera muy beneficioso el papel de las RAIs, existen serias dudas sobre esta relación, ya que tan sólo 27 de los 46 individuos se manifiestan a favor de la proposición planteada, siendo con diferencia la función de las RAIs que cuenta con un menor porcentaje de apoyo.

A la vista de estos resultados, y teniendo en cuenta que las posibilidades de éxito de una inversión ángel son reducidas, quizás en lugar de plantear a los ángeles que analizaran la relación entre una mejor rentabilidad de las inversiones y ser miembro de una RAI, hubiera sido más conveniente plantear la relación entre la posibilidad de quiebra en una inversión y que el acceso a esta inversión se hubiera obtenido, o no, a través de una RAI. En este sentido, aunque existen pocos datos para confirmarlo, se cree que los proyectos de inversión que las RAIs presentan a sus asociados, aún no generando mejores expectativas de rendimiento que otros proyectos, si reducen el riesgo percibido en los ángeles. Así, por lo menos se deduce de las palabras de Álex: *«la inversión ángel siempre acarrea muchos riesgos, no hay ninguna garantía de que vaya a ganar dinero, pero estando en esta red, por lo menos tengo la seguridad que el proyecto no es malo, y que las personas que lo deben llevar a cabo cuentan con la preparación y experiencia necesarias»*. En la misma línea se manifiesta Joel: *«si operas de forma individual seguro que te presentan algunos proyectos que son auténticas tomaduras de pelo, sin embargo confío en mi buen juicio para desecharlos»*.

De todas formas, más allá de esta función básica de filtrado (lo que Joel denomina eliminar las tomaduras de pelo) la mayoría de ángeles no consideran que los proyectos presentados en redes tengan que generar mejores rendimientos que los que puedan recibir sin el amparo de las RAIs. En este sentido Víctor opina que *«no digo que estadísticamente las oportunidades canalizadas a través*

de RAIs puedan generar mejores rentabilidades que el resto, pero para sacar provecho de esta diferencia tendría que realizar 1.000 inversiones». En la misma línea se expresa Óscar quien señala que: «cuando realizas pocas inversiones las analizas tanto que no tiene demasiada importancia de donde procedan, quizás si pudiera realizar muchas más si daría mayor importancia a las RAIs como fuente de referencia».

Ya por último, en cuanto a la valoración que los ángeles realizan sobre si obtener una buena rentabilidad de sus inversiones es un factor que les ayuda a convertirse en ángeles y a continuar invirtiendo, como cabría esperarse, la puntuación asignada ha sido elevada; de hecho, tal y como figura en la Tabla 48, es la más elevada de todos los factores analizados relacionados con las RAIs en los 10 ángeles entrevistados con una media de 3,9.

Apoyo a la proposición 2E

Sin contar con datos reales sobre rendimientos (como por ejemplo los del estudio de Roach, 2010) sino a partir de simples opiniones, se entiende que los datos aportados en este trabajo muestran que los ángeles inversores catalanes consideran que la rentabilidad que obtengan de sus inversiones es un factor altamente explicativo de su aparición y desarrollo como ángeles; sin embargo, la mayoría están convencidos que esta rentabilidad no tendrá demasiada relación con el hecho de ser o no ser miembros de una RAI. En consecuencia, se concluye que los datos aportados dan un pobre apoyo a la proposición que relaciona positivamente la existencia de RAIs con la aparición y el desarrollo de los ángeles inversores, gracias al mejor rendimiento que genera el hecho de ser miembro de una RAI.

4.4.2.5 Complementariedad con el capital riesgo formal

Como se ha argumentado en el apartado dedicado a la revisión de literatura, existen diferentes vías para que ángeles y capital riesgo formal inviertan de forma complementaria, que no competitiva, en muchas de las empresas catalanas con una alta capacidad de crecimiento. Este estudio presentará evidencias de algunas de ellas como, por ejemplo, la descrita por Harrison y Mason (2000) en relación a que los ángeles vírgenes o con poca experiencia pudieran proporcionar recursos a los fondos de capital riesgo. Actualmente, en Cataluña está operando una empresa basada en el crowdfunding, como The Crowd Angel <https://www.thecrowdangel.com/>. Aunque su actividad es demasiado reciente como para poder valorarla, si se puede constatar que ha atraído la atención de ángeles noveles como Víctor o especialmente Joel, a quien la idea le parece muy interesante. Por consiguiente, no debe descartarse que esta forma de complementariedad entre ángeles y capital riesgo formal pueda ser una interesante vía de creación de nuevos ángeles.

En relación al crowdfunding, señalar también que Olga participa como ángel inversor en una iniciativa empresarial de esta naturaleza, lo cual permite pensar que próximamente aparecerán nuevas

iniciativas que ampliarán esta forma de complementariedad y quizás también colaborarán en la aparición de nuevos ángeles inversores. En esta misma línea cabe añadir que por lo menos otros dos ángeles han invertido en la creación de una iniciativa de capital riesgo formal: se trata de Eric y Víctor que, además, ocupan puestos en los consejos de dirección de estas entidades.

Como puede suponerse, la complementariedad entre los ángeles y el capital riesgo formal puede darse a todo tipo de niveles, sin que por supuesto sea necesaria la intervención de ninguna RAI. De hecho, ni Joel ni Víctor pertenecían a ninguna RAI cuando se acercaron al capital riesgo formal. Sin embargo, parece razonable que si este tipo de contactos y complementariedades se dan, gran parte de los mismos se canalicen a través de las RAIs. Al preguntar sobre este aspecto a los distintos responsables de las RAIs que operan en Cataluña, las respuestas obtenidas han apuntado en dos direcciones un tanto distintas. Algunas RAIs como, por ejemplo, BCN Business Angels y BANC han indicado que se limitan a mantener relaciones cordiales y de conocimiento mutuo con algunas sociedades y fondos de capital riesgo, pero no han desarrollado mecanismos de contacto o traspaso de información que permitan que tanto a las redes de ángeles como a los fondos de capital riesgo puedan ser utilizadas como fuentes de referencia para posibles acuerdos, tal y como señalan Harrison y Mason (2000). En cambio, otras redes como IESE, ESADE y Technova invitan regularmente a sociedades y fondos de capital riesgo en sus foros con la esperanza de lograr algún tipo de coinversión; sin embargo, según los propios responsables de estas redes, los resultados logrados hasta ahora han sido bastante pobres. Quizá la red que más está trabajando esta complementariedad sea SeedRocket. Según manifestó la Sra. De la Muñoza en su caso si se produce una gran complementariedad entre los ángeles o mentores de esta red y la industria del capital riesgo formal tanto catalana (La Caixa Capital Risc por citar un ejemplo) como española (por ejemplo Cabiedes & Partners SCR), ya que esta industria suele proporcionar financiación especialmente a segundas y terceras rondas de proyectos impulsados por esta red dedicada al sector de internet.

Cuando se preguntó a los ángeles inversores sobre si las RAIs permitían una mayor complementariedad con el capital riesgo formal, las respuestas proporcionadas parecen indicar que los ángeles son más optimistas que las propias redes, ya que 8 de los 10 ángeles entrevistados consideran que las RAIs pueden mejorar la complementariedad con el capital riesgo informal. En este sentido la respuesta de Joel fue: *«sí, creo y espero que sí, por eso, entre otras cosas me he registrado en Technova»*. Curiosamente, los dos únicos ángeles que consideraron que las RAIs no facilitaban la complementariedad con el capital riesgo fueron las dos mujeres, Laura y Olga, las dos muy poco interesadas en las actuales RAIs. A pesar de las opiniones de estas dos mujeres ángeles, a lo largo de la realización de este trabajo se han recogido suficientes indicios para pensar que efectivamente las RAIs catalanas podrían y deberían facilitar la complementariedad de sus ángeles asociados con el capital riesgo formal catalán en primera instancia, y a nivel europeo más adelante. Sin embargo, las opiniones expresadas por la gran mayoría de los responsables de las RAIs catalanas muestran que este aspecto no ha sido debidamente desarrollado hasta el momento. La

idea que las actuales RAIs deben trabajar mucho más este aspecto también está presente en algunos ángeles como Óscar quien opina: *«creo que algunos aspectos no han sido suficientemente bien tratados por las RAIs catalanas más antiguas, y uno de ellos es sin duda el contacto y la complementariedad con otras empresas del sector. Espero que desde Economistas BAN se pueda mejorar este aspecto»*.

Por último, indicar que, aunque los ángeles consideran que las RAIs pueden desarrollar un importante papel como mecanismo de contacto y complementariedad con el capital riesgo formal, también es cierto que los propios ángeles asignan muy poca influencia a este factor como impulsor de la aparición de nuevos ángeles y como factor importante en el desarrollo de su carrera como inversores. Como puede verse en la Tabla 47, la puntuación expresada por los 10 ángeles entrevistados es tan sólo de 2,4 puntos en una escala entre 1 y 5.

Apoyo a la proposición 2F

Los datos aportados en este trabajo apuntan a que la existencia de RAIs favorece la complementariedad entre ángeles y el capital riesgo formal, aunque de forma muy moderada. Sin embargo, esta complementariedad, ya de por sí pobre en el contexto catalán actual, no parece ser un aspecto relevante en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores. Por tanto, se concluye que los datos aportados proporcionan un muy moderado apoyo a la proposición que plantea la existencia de una relación positiva entre la existencia de RAIs –gracias al desarrollo de complementariedades entre los ángeles inversores y el capital riesgo formal– y la aparición de nuevos ángeles inversores y su posterior desarrollo.

4.4.2.6 La existencia de RAIs: valoración global

Los datos aportados en los cinco apartados precedentes muestran que la existencia de RAIs actúa como factor clave en la aparición de nuevos ángeles inversores en Cataluña y en su posterior desarrollo como inversores. Aunque la existencia de RAIs incentiva a muchos individuos a convertirse en ángeles de muy diversas formas, este estudio considera que la existencia de RAIs proporciona a los ángeles inversores:

- Un mayor número de oportunidades de inversión. Además, en muchos casos, estas oportunidades son percibidas como oportunidades de calidad, básicamente por los procesos de filtrado y análisis que realizan las redes
- Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones
- Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles

Teniendo en cuenta que estos tres factores son en opinión de los ángeles inversores analizados en este estudio, altamente influyentes y determinantes de la propensión de un individuo a convertirse en ángel y, además, una vez que el individuo se ha convertido en ángel colaboran de forma decisiva en el mantenimiento y desarrollo de su actividad inversora en empresas no cotizadas propiedad de terceras personas, se puede concluir que las RAIs son un factor clave en la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña.

Además del papel clave de las RAIs por los factores indicados anteriormente, existen otros; así, igualmente se considera que la existencia de RAIs incentiva la conversión a ángel de diferentes individuos gracias a sus actividades de formación. Sin embargo, a diferencia de los factores anteriores, estas actividades formativas no se considera que tengan incidencia en el posterior desarrollo de la carrera de inversión de estos individuos.

Este estudio ha mostrado también que existen otras funciones que podían desarrollar las RAIs y que igualmente podrían incentivar la aparición y desarrollo de nuevos ángeles como, por ejemplo:

- Proporcionar proyectos de inversión de muy diversos sectores, para de esta forma permitir una mejor diversificación de cartera
- Proporcionar mejores rendimientos en sus inversiones ángel
- Proporcionar mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo

Sin embargo, los datos presentados indican que estos factores no se muestran suficientemente potentes para incidir de manera significativa en la aparición y desarrollo de ángeles inversores en el entorno de Cataluña.

Como puede observarse en la Tabla 49, para dos de los ángeles analizados en este estudio Daniel y Oriol, la existencia de RAIs ha sido decisiva. Más concretamente, en el caso de Oriol, manifiesta que ha sido decisiva para convertirse en ángel: *«cuando dejé mi antiguo empleo de director general no tenía claro cual iba a ser mi futuro, lo que si sé ahora es que soy un ángel inversor gracias a la existencia de las RAIs»*. Y en el caso de Daniel para desarrollar su carrera como ángel durante más de 15 años; de hecho, Daniel sospecha que si no hubieran existido las RAIs, él hubiera abandonado su carrera como ángel, y lo explicó muy gráficamente: *«las RAIs son como los clubes de tenis, si tú vas a un club de tenis acabas jugando al tenis, si estás en una red de ángeles acabas ejerciendo de ángel»*.

Asimismo, para Eric y Álex, la existencia de redes ha tenido una gran influencia en sus actividades como ángeles. Eric considera que: *«si no existieran las RAIs, igualmente sería ángel, pero seguro que no habría realizado tantas inversiones»*. Por su parte, Álex afirma con rotundidad que *«sin las RAIs no continuaría ejerciendo de ángel a mis 77 años»*.

Tabla 49 Valoración de la existencia de RAIs en la conversión y posterior desarrollo como ángel inversor

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
No ha tenido ninguna influencia	■			■				■		
Ha influido un poco, no mucho		■	■				■			
Ha influido bastante										
Ha influido mucho					■					■
Ha influido de forma decisiva						■			■	

Fuente: Elaboración propia

En contraste con los 4 ángeles descritos, cuya actividad como ángeles está altamente vinculada a la existencia de las RAIs los otros 6 ángeles del estudio han considerado que la existencia de las RAIs, o bien no ha tenido ninguna influencia en su conversión en ángeles, o bien ha sido leve. Desde luego, la intención de este estudio no es cuestionar estas opiniones, pero, en todo caso, sí aportar algunos datos que pueden rebatir esta escasa influencia de las RAIs, por lo menos en alguno de ellos. Entre los tres ángeles que han señalado que las RAIs no han tenido ninguna influencia, se puede aceptar que Olga haya actuado siempre al margen de las actuales RAIs y que, por tanto, estas no hayan tenido ninguna influencia para ella, pero en cambio, tanto para Joel como para Víctor, las RAIs han tenido una influencia mucho mayor de la que ellos mismos manifiestan. Podrían citarse muchas interacciones con las RAIs a lo largo de su corta vida como ángeles, pero la más significativa es que recientemente los dos se han afiliado a una.

Ya por último, en cuanto a Oscar, David y Laura, que manifiestan que las RAIs han tenido alguna influencia pero poca, se cree que en el caso de Óscar y David esta influencia ha sido mucho mayor de la que ellos mismos perciben. Así, por ejemplo, en relación a Óscar (que recientemente se ha afiliado a una RAI) entendemos que actualmente es un ángel gracias a su actividad como gestor de una family office que ha operado bajo el amparo de diferentes RAIs durante muchos años. ¿Realmente Óscar sería hoy un ángel inversor si no hubiesen existido estas RAIs? Seguramente no. El caso de David es un poco distinto, él siempre ha valorado formar parte de una red informal de ángeles que operaba en el sector de internet, quizás a David la transformación de su red informal en una red más formal (RAI) como SeedRocket no le haya aportado mucho. Quizás sea cierto que el sector de internet donde trabaja e invierte y que como él mismo indica «*es tan pequeño que al final nos conocemos todos*» no requiera la existencia de RAIs tan formales y en consecuencia su existencia no haya sido, ni sea, decisiva en su actividad como ángel.

En la Tabla 50 se puede observar la valoración media que tanto los ángeles como los no ángeles analizados en el estudio realizan del papel que la existencia de RAIs ha ejercido o puede ejercer en su conversión y posterior desarrollo como ángeles inversores. Ya se ha comentado que en opinión del autor del estudio, la valoración realizada por parte de los 10 ángeles entrevistados podía ser poco ajustada a la realidad, por tanto la media de 2,7 se considera baja atendiendo a las historias

personales de cada ángel; no obstante, esta media es prácticamente igual a la que presentan los 23 ángeles encuestados que es de 2,74.

Tabla 50 Valoración de la existencia de RAIs en la conversión y posterior desarrollo como ángel inversor por parte de los ángeles y no ángeles tratados en el estudio

Valoración global de la existencia de redes de ángeles inversores	Valoración media (1 – 5)			
	1 (ninguna influencia) – 5 (influencia decisiva)			
	10 ángeles	23 ángeles	46 HyMEyD	
			Probabilidad de convertirse en ángel	
		Alta	Baja o nula	
Media	2,70	2,74	2,82	2,94
Mediana	2	3	3	3
Moda	1	4	3	4
Desviación típica	1,636	1,322	0,983	1,110
Mínimo	1	1	1	1
Máximo	5	5	5	4

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los no ángeles, contrariamente a lo que sucedía en cada uno de los factores analizados individualmente, los que tienen pocas probabilidades de convertirse en ángeles valoran ligeramente más el factor existencia de RAIs de forma global que no los que tienen muchas probabilidades de convertirse en ángeles. La diferencia es muy pequeña, 2,94 contra 2,82 y se cree que la explicación debe relacionarse con el hecho que en los individuos que no tienen previsto ser ángeles, –quizás por su falta de interés en el fenómeno ángel– aún creyendo que las funciones que realizan las RAIs son muy importantes y por eso proporcionan una alta valoración global a su existencia, probablemente no sepan apreciar en toda su extensión cada una de las funciones que desarrollan consideradas individualmente y como consecuencia de ello tienden a infravalorarlas. En cualquier caso, el hecho que los individuos no ángeles valoren igual o más que los propios ángeles, el papel que las RAIs pueden desempeñar en la aparición de nuevos ángeles y en su posterior desarrollo, pone de relieve la importancia del factor existencia de RAIs en la consolidación del fenómeno ángel en Cataluña.

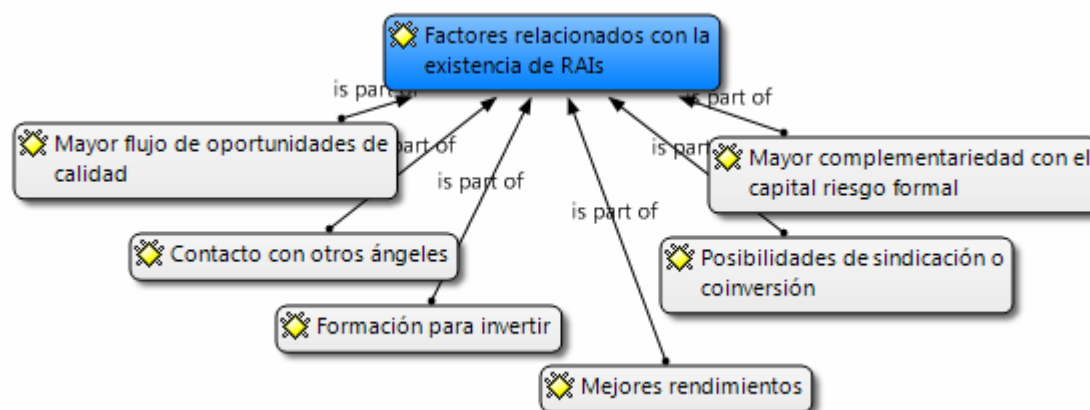
Los datos aportados en este estudio muestran que la existencia de RAIs en Cataluña es un factor decisivo y fundamental para la aparición de nuevos ángeles inversores y para que los ya existentes sigan ejerciendo como tales. No se niega que pueda existir una pequeña parte de la población para quienes la existencia de RAIs no tenga ningún valor o efecto en su proceso de conversión a ángeles, ni tampoco en su desarrollo posterior, pero, tal y como se ha justificado ampliamente, se entiende que este factor es importante –por no decir esencial– para la mayor parte de la población catalana. Para unos pocos, las RAIs, –al igual que sucede con la salud–, sólo serían valoradas adecuadamente en el caso que algún día desaparecieran.

Apoyo a la proposición 2

Se concluye este apartado indicando que los datos que se han presentado proporcionan un firme apoyo a la proposición 2 que sostiene que la existencia de RAIs por un lado condiciona positivamente a que un individuo se convierta en un ángel inversor y por el otro incide favorablemente en que este individuo desarrolle una larga y provechosa carrera inversora en empresas no cotizadas. Este fuerte apoyo se basa en que tres de las proposiciones secundarias, la 2A, la 2B y la 2D han recibido un fuerte apoyo y una cuarta, la 2C, relativa a la formación, ha recibido un apoyo parcial en cuanto a que los datos presentados muestran que la formación es un elemento muy importante para la conversión de un individuo en ángel; pero, en cambio, no parece ser tan influyente en el posterior desarrollo profesional del ángel. En cambio, los datos presentados en este apartado proporcionan un apoyo leve o moderado a dos de las proposiciones secundarias presentadas y por tanto no permiten apoyar de forma rotunda ni la proposición 2E referida a los rendimientos, ni tampoco la 2F referida a los contactos con el capital riesgo formal.

La Figura 8, elaborada con el software Atlas.ti, muestra los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con la existencia de redes de ángeles inversores (RAIs). Puede observarse que las actuales RAIs representan un factor altamente condicionante de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores en Cataluña gracias a las variadas funciones y servicios que prestan tanto a los actuales como a los potenciales ángeles inversores.

Figura 8. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con la existencia de redes de ángeles inversores (RAIs)



Fuente: Elaboración propia.

Se finaliza recordando una vez más las proposiciones secundarias que han recibido un fuerte apoyo en este estudio y que son las que permiten respaldar una de las tres proposiciones principales del estudio, la que vincula la existencia de RAIs con la aparición y desarrollo de ángeles inversores. Las tres proposiciones –2A, 2B y 2D– muestran que la existencia de RAIs proporcionará un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor por los siguientes motivos: la proposición

2A atribuye a las RAIs la generación de un mayor flujo de oportunidades de inversión de calidad para sus miembros; la proposición 2B considera que las RAIs proporcionarán a sus asociados mayores posibilidades de sindicación o coinversión; por último, la proposición 2D otorga a los miembros de las RAIs altas posibilidades de establecer contactos, tanto formales como informales con el resto de ángeles de la red.

4.5 Los factores condicionantes relacionados con el entorno

Como ya se ha indicado en el apartado de revisión de literatura, se considera que el entorno en el que se desenvuelve un individuo puede ejercer una importante influencia en su desarrollo profesional y de todo tipo. En este estudio exploratorio, el interés se centra en la influencia que el entorno catalán puede ejercer sobre los individuos catalanes en cuanto a si les facilita o, por lo contrario, les dificulta su conversión en ángeles inversores y su posterior desarrollo profesional.

Existen muchos factores asociados al entorno; sin embargo, dado que este trabajo no se limita únicamente a estudiar el entorno, sólo se interesará por unos pocos. Para averiguar el efecto que tienen estos factores se preguntó a los ángeles analizados si consideraban que:

- La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña
- Un entorno de crecimiento económico
- Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito
- Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español
- Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán
- La existencia y desarrollo de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse
- Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel
- Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán (tanto el más tradicional como el de carácter más emprendedor)
- Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana

tenían o habían tenido alguna influencia en su conversión en ángeles y en su posterior desarrollo profesional como tales. Debían responder utilizando una escala entre 1 y 5, donde 1 significa que el factor en cuestión había tenido una gran influencia positiva, 2 bastante influencia positiva, 3 un poco de influencia positiva, 4 ninguna influencia y 5 que este factor les había influido negativamente, o sea, que no les incentivaba a convertirse o a desarrollar una actividad como ángeles inversores. Conviene aclarar que, a diferencia de otras cuestiones planteadas en este trabajo, aquí cuanto más influencia tenga un factor menor será el número asignado y que una valoración de 5 implica un efecto negativo de este factor. Los resultados de estas cuestiones se resumen en la Tabla 51.

Finalmente, se preguntó, tanto a los ángeles como a los no ángeles, si consideraban que algún otro factor relacionado con el entorno que no se hubiera mencionado pudiera haberles influido, o bien les influiría en su proceso de conversión en ángeles, pero no se mencionó ninguno.

Tabla 51. Valoración de factores asociados al entorno catalán por parte de los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña	2	3	2	2	2	1	3	3	2	1
Un entorno de crecimiento económico	4	4	1	2	4	1	1	2	2	2
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito	5	4	2	2	5	2	5	2	3	5
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español	4	4	5	5	2	5	3	4	5	4
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán	4	4	5	4	2	5	3	4	5	3
La existencia y desarrollo del MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	4	4	1	4	4	4	4	2	3	4
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel	2	2	1	2	2	1	1	1	1	2
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán	4	2	3	4	3	1	4	3	1	2
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana	4	2	3	4	3	2	4	3	1	2

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en la Tabla 51, algunos ángeles han asignado un valor 5 en tres de los factores analizados (la abundante disponibilidad de crédito, el mal comportamiento del mercado bursátil y el mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán), lo cual significa que estos condicionantes, tal y como están enunciados, son factores que frenan su actividad como ángeles. Se trata, pues, de factores que para algunos ángeles son positivos, pero en cambio para otros negativos. Los otros seis elementos analizados han sido considerados, o bien siempre positivos, o bien que no tenían ningún efecto por los 10 ángeles entrevistados. En la Tabla 52 se muestra la puntuación media

de los 10 ángeles analizados que figuran en la Tabla 51, conjuntamente con las de los 23 ángeles y las de los 46 HyMEyD no ángeles que respondieron sendas encuestas.

Tabla 52. Valoración media de los factores asociados al entorno catalán por parte tanto de los ángeles como de los no ángeles

Factor	Valoración media (1 – 5)			
	1 (gran influencia positiva) – 5 (influencia negativa)			
	10 ángeles	23 ángeles	46 HyMEyD	
			Probabilidad de convertirse en ángel	
		Alta	Baja o nula	
La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña	2,1	2,3	2,78	2,36
Un entorno de crecimiento económico	2,3	2,7	2,44	2,25
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito	3,5	3,3	2,61	2,36
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español	4,1	3,22	3,17	3,07
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán	3,9	3,26	2,67	2,82
La existencia y desarrollo del MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	3,4	3,39	3,11	2,61
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel	1,5	2,26	2,06	1,93
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán	2,7	2,87	3,28	2,46
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana	2,8	2,91	3,17	2,46

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a las respuestas de los 23 ángeles encuestados, al igual que sucedió con los 10 ángeles entrevistados, en seis de los nueve factores analizados se consideró que, o bien tenían un efecto positivo, o bien tenían un efecto nulo; pero en los otros tres (exactamente los mismos que habían señalado los 10 ángeles entrevistados) hubo disparidad de opiniones sobre si el efecto del factor en cuestión era positivo o negativo.

Aunque el análisis detallado de cada factor se realizará en los siguiente subapartados, se considera interesante mostrar los seis factores que tanto los 10 ángeles entrevistados como los 23 encuestados opinaron que tenían siempre un efecto positivo o nulo, ordenados de mayor a menor importancia a

partir de la media de puntuaciones. En este sentido, conviene indicar que el orden que han establecido las dos muestras de ángeles es exactamente el mismo. Estos resultados figuran en la Tabla 53.

Tabla 53. Valoración de seis factores asociados al entorno catalán por orden de importancia tanto por parte de los 10 ángeles entrevistados como por los 23 ángeles que respondieron la encuesta

Los 6 factores más importantes	Media	
	10 ángeles entrevistados	23 ángeles encuestados
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel	1,5	2,26
La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña	2,1	2,30
Un entorno de crecimiento económico	2,3	2,70
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán	2,7	2,87
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana	2,8	2,91
La existencia y desarrollo de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil)	3,4	3,39

Fuente: Elaboración propia

En relación a la Tabla 53, recordar que, cuanto menor es la media, más importante es el factor, ya que la valoración de estos factores se realizaba a partir de una escala entre 1 y 4, donde 1 significa que el factor en cuestión había ejercido una gran influencia en su conversión y posterior desarrollo como ángel inversor, y 4 no había tenido ninguna influencia.

Finalmente, la Tabla 54 aporta algo más de información sobre los tres factores en los cuales hubo discrepancias entre los ángeles, en el sentido que algunos consideraban que incentivaban a un individuo a desarrollar su carrera como ángel inversor y otros que, en lugar de incentivarlo, lo frenaban. Estos tres factores eran: la abundante disponibilidad de crédito, el mal comportamiento del mercado bursátil y el mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán. También la Tabla 55 aporta esta misma información, pero en este caso referida a las opiniones de los 46 HyMEyD no ángeles.

Tabla 54. Valoración del efecto de los 3 factores citados por parte de los 10 ángeles entrevistados y los 23 ángeles que contestaron la encuesta

	10 ángeles entrevistados					23 ángeles encuestados				
	Media	Número de ángeles			Total	Media	Número de ángeles			Total
		Les genera un efecto					Les genera un efecto			
		Positivo	Nulo	Negativo			Positivo	Nulo	Negativo	
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito	3,5	5	1	4	<u>10</u>	3,30	9	10	4	<u>23</u>
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español	4,1	2	4	4	<u>10</u>	3,22	12	8	3	<u>23</u>
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán	3,9	3	4	3	<u>10</u>	3,26	12	9	2	<u>23</u>

Fuente: Elaboración propia

Si se observa la Tabla 54, puede verse que los 10 ángeles entrevistados consideran mucho más negativos estos tres factores que no los 23 ángeles encuestados. Su valoración media es más elevada y, si calculáramos los porcentajes de ángeles que han manifestado que este factor les frena en su desarrollo como ángeles, también sería mucho más elevado.

En cuanto a las respuestas de los 46 HyMEyD no ángeles que figuran en la Tabla 55, no se aprecian diferencias significativas entre los que han manifestado una elevada probabilidad de convertirse en ángeles y los que no. Además, aunque se dan opiniones negativas sobre estos tres factores, estas representan un porcentaje muy bajo del total.

Tabla 55. Valoración del efecto de los 3 factores citados por parte de los de los 46 HyMEyD

	Individuos con alta probabilidad de convertirse en ángeles					Individuos con baja o nula probabilidad de convertirse en ángeles				
	Media	Número individuos			Total	Media	Número de individuos			Total
		Les genera un efecto					Les genera un efecto			
		Positivo	Nulo	Negativo			Positivo	Nulo	Negativo	
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito	2,61	14	3	1	<u>18</u>	2,36	23	5	0	<u>28</u>
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español	3,17	10	6	2	<u>18</u>	3,07	16	9	3	<u>28</u>
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán	2,67	14	3	1	<u>18</u>	2,82	19	8	1	<u>28</u>

Fuente: Elaboración propia

Ya por último, un breve comentario a los resultados de la Tabla 52 en relación a los 46 HyMEyD no ángeles. Probablemente, lo que más llame la atención es que la valoración que estos individuos realizan sobre los nueve factores asociados al entorno –como ya sucedía con los factores asociados a la existencia de redes–, difiere bastante en función de las probabilidades que tienen de convertirse en ángeles. Los que cuentan con mayores probabilidades consideran que los factores relacionados con el entorno tienen una menor influencia en su posible conversión en ángeles que los que no tienen apenas probabilidades de convertirse en ángeles. Salvo en un único factor, los que cuentan con menos probabilidades muestran medias más bajas, por tanto, dan más importancia a todos los factores analizados relacionados con el entorno. En definitiva, los individuos con menores probabilidades de convertirse en ángeles creen que el entorno ejerce una mayor influencia en su posible conversión a ángeles que aquellos individuos que cuentan con más probabilidades de ser ángeles.

Una posible explicación a este fenómeno sería que los individuos que tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles asignen más peso a los factores individuales que a los del entorno. Los datos obtenidos en este estudio indican que los factores del entorno no tienen tanta incidencia como los factores relacionados con el individuo. Así pues, probablemente los individuos no ángeles con alta probabilidad de convertirse en ángeles dispondrán de unos factores individuales (patrimonio, experiencia en la creación de empresas, tolerancia al riesgo, motivaciones,...) distintas de los que tienen pocas posibilidades de convertirse en ángeles. Estos distintos factores individuales inducen a algunos de estos individuos a convertirse en ángeles, y por tanto a estar más pendientes de preparar su primera inversión (detección de oportunidades, análisis, evaluación, debida diligencia,...) que de prestar demasiada atención a los factores del entorno. En cambio, los individuos que no están pendientes de invertir si pueden tener una visión más global y por tanto dar una mayor importancia a los factores del entorno.

Por otra parte, como puede deducirse de los datos que aparecen en la misma Tabla 52, cuando estos individuos ya hayan iniciado su carrera como ángeles y realicen inversiones en empresas no cotizadas, volverán a interesarse mucho más por aspectos propios del entorno como, por ejemplo, las posibles desgravaciones fiscales.

4.5.1 Entorno Económico

En relación al entorno económico de Cataluña se han analizado 4 aspectos: la percepción que los ángeles y no ángeles tenían sobre si el territorio generaba suficientes oportunidades de inversión, sobre sus preferencias entre crecimiento o recesión económica, sus preferencias por la disponibilidad o restricción a la financiación en forma de deuda, o sea, el acceso al crédito y, finalmente, por aspectos relacionado con los mercados, tanto a posibles mercados sustitutos como pueden ser el bursátil y/o el inmobiliario como a mercados como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil).

4.5.1.1 Percepción de oportunidades de negocio en la región

Cuando se ha preguntado a los responsables de las RAIs catalanas si en Cataluña existía una buena oferta de proyectos donde invertir, por lo general, la respuesta ha sido afirmativa. Así, desde SeedRocket, se afirma que se reciben muchas y muy buenas oportunidades de inversión. Asimismo, el Sr. Duran de Technova manifestó que desde su red ha tenido constancia de la sorpresa que se llevan inversores internacionales sobre la calidad de los proyectos y los equipos que se presentan en Cataluña. Por su parte, el Sr. Sala de BCN Business Angels indicó haber recibido más de 800 propuestas de inversión desde que crearon la red en 2003, una cifra que considera más que suficiente. Señalar también que, según Sergi Mora, responsable del programa XIP que aglutina a las 7 RAIs enumeradas anteriormente, en 2011 estas 7 RAIs recibieron 589 proyectos, de los cuales 52 recibieron financiación por un valor superior a los 13 millones de euros. Sin embargo, como cabría esperar, no todo el mundo está de acuerdo en esta apreciación: así, el Sr. David Garrofé, ángel inversor y secretario general de la patronal CECOT, cofundadora de la red BANC opina que *«aunque parece que hay muchos proyectos, en realidad, no hay tantos, lo que sucede es que los mismos van circulando de un sitio a otro»*.

Por otra parte, algunos responsables de RAIs, como el Sr. Zallo de ESADE, indicaron que la calidad de los proyectos que reciben tiende a mejorar con el paso de los años. No comparte esta opinión la Sra. Carballo de Keiretsu, quien considera que el porcentaje de buenos proyectos que se presentan en Cataluña no ha variado en los últimos años.

Cuando se preguntó directamente a los 10 ángeles entrevistados, la respuesta en general fue positiva. En la Tabla 56 se muestran sus respuestas.

Tabla 56. Valoración sobre si en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores según los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
No										
Sí, pero insuficientes										
Sí, suficientes										
Sí, bastantes										
Sí, muchas										

Fuente: Elaboración propia

Las respuestas agregadas de ángeles y no ángeles figuran en la Tabla 57, en ella puede observarse que tanto la mayoría de ángeles como los no ángeles opinan que como mínimo existen suficientes oportunidades de inversión en Cataluña como para que nadie deje de convertirse en ángel por falta de proyectos interesantes.

Si se analizan con detalles los datos de la Tabla 57, se observará que los ángeles perciben más oportunidades que los no ángeles y, entre estos últimos, los que tiene mayores probabilidades de convertirse en ángeles también detectan más oportunidades que los demás. Probablemente, esta mayor probabilidad de convertirse en ángel pueda deberse en parte al hecho que obtienen más oportunidades interesantes y quieren sacar partido de alguna de ellas.

Tabla 57. Valoración sobre si en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores

¿En Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores?	10	23	46 HyMEyD no ángeles		Total
	ángeles	ángeles	Probabilidad de convertirse en ángel		
			Alta	Baja o nula	
No		1		2	3
Sí, pero insuficientes		3	4	6	13
Sí, suficientes	3	5	1	4	13
Sí, bastantes	3	9	3	5	20
Sí, muchas	4	5	6	1	16
No lo sé			4	10	14
Total	10	23	18	28	79

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los 10 ángeles entrevistados, los ocho hombres opinan que Cataluña es un muy buen lugar para ejercer como ángel. Entre los más jóvenes, Joel piensa que en Cataluña existe un entorno emprendedor muy bueno, además cree que a nivel gubernamental se está apostado fuerte por los emprendedores, sobre todo con la capitalidad del “Mobile World”. Expone que «*si hay emprendedores, aparecerán ángeles inversores, ya sean catalanes o de fuera*». Asimismo, David manifiesta que «*Cataluña es un muy buen entorno para ejercer como ángel, especialmente en Barcelona porque hay bastantes extranjeros, que son gente bastante más emprendedora que la media y que ya tienen la filosofía del mundo de los ángeles*». Además, David considera que el entorno catalán en su conjunto ha sido muy importante en su conversión a ángel y, especialmente, el hecho de «*poder contar con muchos proyectos locales para de esta forma poder estar cerca de ellos*». En la misma línea, se posiciona Óscar, quien valora que «*en Barcelona se ha dado más empuje que en Madrid a nivel de emprendimiento a nivel de eventos y de grandes compañías, la clase política ha sabido crear un entorno de emprendimiento amigable*». Igualmente estima que Barcelona es una buena marca a nivel general y un buen lugar para establecerse y emprender, lo cual se pone de manifiesto en la gran cantidad de emprendedores que se están afincando aquí. Finalmente, Víctor indica que cuando su familia le propuso gestionar la empresa patrimonial familiar, y él optó por reenfocar el negocio hacia la inversión en *start-ups*, tuvo la sensación que estaba en el lugar ideal para desarrollar esta actividad.

La opinión de los dos ángeles de mediana edad está en la misma línea que la de los cuatro descritos anteriormente. Eric aprecia que *«Cataluña es un buen lugar para desarrollar una carrera de ángel inversor porque es un país de emprendedores, está en nuestro ADN cultural, y ejercer de ángel en un país de emprendedores facilita mucho las cosas»*. Asimismo, señala que: *«el entorno catalán es muy atractivo, porque posibilita trabajar en red, dispone de conocimiento económico, de emprendedores y un amplio tejido de inversores independientes tanto ángeles inversores como capital riesgo formal»*. Exactamente la misma idea comparte Daniel, quien afirma que *«la sociedad catalana es una sociedad generosa con la creación de empresas y de proyectos»*. Eso sí, a diferencia de los ángeles anteriores, Daniel ha reconocido algunos problemas o aspectos a mejorar. *«En Cataluña tenemos un handicap y es que no sabemos dar el paso de mediana empresa a gran empresa. No estamos preparados culturalmente para dar este paso»*. Además, manifiesta que, a diferencia de otras comunidades autónomas, en Cataluña existen más trabas a la creación de una empresa. Concluye que *«Cataluña culturalmente es un buen lugar para trabajar, pero hay muchos obstáculos»*.

Los dos ángeles de más edad, Oriol y Álex, van incluso más allá que sus colegas y concluyen que Cataluña es el mejor lugar del mundo o, por lo menos, uno de los mejores para ejercer como ángel inversor. Oriol lo justifica por *«la existencia en Cataluña de algunas de las más prestigiosas escuelas de negocio, por la proliferación de viveros de empresas como Barcelona Activa, La Salle, etc. y porque, además, se está dando una situación fantástica, que es mucha gente joven que ha venido a realizar un MBA y acaba quedándose y desarrollando aquí su proyecto empresarial»*. Oriol considera que Cataluña es como una pequeña Silicon Valley. Álex, por su parte, expone que: *«a pesar de la grave situación económica que estamos viviendo, sigue manteniéndose un clima de confianza en la capacidad emprendedora del país que influye muy positivamente en la aparición de nuevos ángeles y en el nivel de inversiones de los existentes»*.

Las únicas notas discordantes en relación a este oasis emprendedor catalán provienen de las dos mujeres ángeles analizadas en el estudio, Laura y Olga. La primera no está demasiado preocupada por el entorno catalán, ya que, si bien es catalana, se considera una persona con una mentalidad muy global, a quien las fronteras no le preocupan ni son un freno para ella; por tanto, le da igual invertir en Cataluña que en países como Estados Unidos, Brasil, Australia, Francia, donde ya ha trabajado con anterioridad. La más crítica con el entorno catalán es Olga, quien opina que *«todavía es un poco pobre, poco profundo, ya que no hay mucha actividad y, además se basa en un estilo antiguo»*. Infiere, sin embargo, que está mejorando.

En cuanto a las valoraciones que los ángeles han realizado sobre los distintos factores relacionados con el entorno –véase la Tabla 52– y, en concreto, la influencia que puede tener que en Cataluña existan muchas oportunidades de inversión interesantes, ha tenido una elevada valoración por parte de todos los ángeles objeto de estudio, algo mayor en los 10 ángeles entrevistados (2,1) que en los 23 ángeles encuestados (2,3). Recordemos que la máxima puntuación es 1 (factor decisivo) y la mínima 4 (factor con ninguna influencia). De los 9 factores analizados relacionados con el entorno, de

media este ha sido el segundo que mayor influencia ha ejercido entre los 33 ángeles. Se puede admitir, por tanto, que la percepción de oportunidades de negocio en la región es un factor que tiene una notable influencia en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y en su posterior desarrollo (como ya habían mostrado los trabajos de Mason y Harrison, 2002b; Maula, Autio y Arenius, 2005; Szerb, Terjesen y Rappai, 2007; De Clercq, Meuleman y Tilleuil, 2009).

Apoyo a la proposición 3A

Los datos aportados en este trabajo apuntan a que la existencia de un entorno económico que transmita una buena percepción de oportunidades de inversión interesantes tiene un efecto positivo sobre la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor. Concretamente en el caso de Cataluña, la gran mayoría de los ángeles y no ángeles analizados en este estudio han considerado que este territorio es muy prolífico en la generación de proyectos empresariales susceptibles de ser financiados por los ángeles y, además, se ha señalado que este factor ha tenido una importante influencia tanto en la aparición de nuevos ángeles como en el desarrollo profesional de los existentes en el entorno de Cataluña.

4.5.1.2 Desarrollo económico

En cuanto al entorno catalán, la opinión mayoritaria de los responsables de las RAIs que operan actualmente en Cataluña es que, efectivamente, existe una relación positiva entre la situación económica del país (medida por ejemplo por el crecimiento del PIB) y el número de ángeles. Así, por ejemplo, el Sr. Sala de BCN Business Angels manifestaba que *«el número de ángeles crecerá en el futuro, pero sobre todo cuando la economía catalana mejore»*.

Cuando se preguntó a los 10 ángeles sobre si el actual entorno de crisis y recesión económica que está sufriendo Cataluña frenaba su actividad como ángeles, la incentivaba, o bien no ejercía ninguna influencia, siete de los diez consideraron que el entorno de crisis actual les afectaba negativamente en sus actividades de inversión. Planteado de otra forma, siete de los diez ángeles opinaban que una situación de crecimiento económico les incentivaría a convertirse en ángeles y a realizar más inversiones. Así por ejemplo lo expresaba Daniel: *«sí claro, si estuviéramos en crecimiento todo sería más fácil»*.

Tan sólo tres de los diez ángeles –Joel, David y Eric– manifestaron que la situación económica (ya fuera de crecimiento o de recesión) no tenía ninguna influencia en su voluntad de ejercer como ángeles inversores, ya que todas las situaciones tenían efectos positivos y negativos. Joel simplemente declaró que *«cada momento tiene sus oportunidades y es cuestión de saber aprovecharlas»*. Por su parte, David lo justificaba de la siguiente forma: *«es mejor iniciar un proyecto en un momento de crisis o recesión como el actual, ya que tienes menos competencia; pero, por otra*

parte, la crisis también reduce las posibilidades de éxito». Insistía en esta duplicidad de efectos: «cuando hay bonanza, hay mucho dinero y mucha gente haciendo lo mismo. Cuando no hay bonanza, si alguien es capaz de iniciar un proyecto, es más fácil que sea el referente y siga adelante y también es más fácil conseguir talento a precios más económicos». Finalmente, Eric introducía un factor hasta ahora poco o nada estudiado en el campo de la inversión ángel, se trata de la no correlación de las inversiones ángel con el ciclo económico. Según Eric, «cuando en marzo de 2009 todo caía (renta variable, renta fija, inmuebles, materias primas) sólo el oro y las inversiones ángel generaron buenos resultados». Por tanto, para Eric es bueno que la economía crezca, pero si no crece las inversiones ángel son igualmente interesantes debido a este factor de no correlación.

En definitiva, parece que las opiniones de los ángeles de Cataluña coinciden plenamente con las de los ángeles del Reino Unido, ya que el trabajo de Mason y Harrison (2000a) señala que la gran mayoría de ángeles inversores creen que una economía en expansión tiene un efecto positivo sobre su disposición a invertir, mientras que sólo unos pocos consideran que una economía estable o en recesión no tiene ningún impacto en sus inversiones. Así pues, a pesar que a una minoría de ángeles no les preocupe demasiado el ciclo económico en que nos encontremos, la opinión mayoritaria es que existe una relación positiva entre el crecimiento económico y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor, tal y como había establecido el trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007). Además, esta percepción no se basa tan sólo en las opiniones de los diez ángeles entrevistados, sino que también las medias de las puntuaciones de ángeles y no ángeles que figuran en la Tabla 52 muestran que existe una clara preferencia por el crecimiento económico. Los que están más interesados en que la economía crezca son los no ángeles que tienen pocas probabilidades de convertirse en ángeles (2,25) y los que menos los 23 ángeles encuestados (2,7). En cualquier caso, todos los colectivos muestran puntuaciones inferiores a 3, lo cual significa que de media este factor si ejerce algún tipo de influencia en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y en su posterior desarrollo profesional en el caso de Cataluña.

Apoyo a la proposición 3B

Los datos aportados en este trabajo muestran que una economía en expansión favorece tanto la aparición de ángeles inversores, como el aumento de las inversiones realizadas por parte de los ángeles existentes.

4.5.1.3 Disponibilidad de financiación en forma de deuda

Como ya se ha señalado anteriormente, este es un factor algo conflictivo porque, mientras unos ángeles consideran que es positivo que exista una abundante y suficiente disponibilidad de crédito, otros creen que esto les perjudica. Este conflicto, como puede observarse en la Tabla 54, se da especialmente en los 10 ángeles entrevistados, donde 4 de ellos manifiestan que prefieren ejercer como ángeles en entornos como el actual, donde el crédito está muy restringido que no cuando este

es abundante y accesible para todos. Los que defienden este punto de vista son Joel, Eric, Laura y Álex. Así por ejemplo Joel basa su decisión en que *«esta situación proporciona un mayor protagonismo al ángel inversor»*. También Laura considera que *«la dificultad que los emprendedores tienen actualmente para financiarse te permite como ángel inversor tener una mejor posición, tienes la sensación que se te escucha más»*. Por su parte, Eric añade que *«en el entorno de restricción crediticia actual los emprendedores acuden más a los ángeles y nos ofrecen mejores condiciones (mayores participaciones) por nuestras aportaciones»*. Así pues, 4 de los 10 ángeles apuntan en la línea del trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007), que muestra que existe una relación negativa entre la disponibilidad de deuda de una determinada zona y el porcentaje de ángeles inversores que conforma la población de esta zona, aunque esta relación no sea estadísticamente significativa.

David es el único de los diez que toma una posición intermedia y lo argumenta indicando que *«este factor no tiene ningún efecto, ya que las empresas en las que invierten los ángeles no suelen recibir financiación bancaria, ni ahora ni nunca»*. Sin embargo, conviene recordar que David sólo invierte en proyectos relacionados vinculados a internet.

Asimismo, toman una posición relativamente neutra la mayoría de responsables de las RAIs catalanas que consideran que la fuerte restricción del crédito que padece Cataluña a todos los niveles –pero que afecta especialmente a las empresas, tanto a las ya establecidas como a las que se están formando– no está afectando, al menos de forma significativa, al número de ángeles inversores que operan en el país. En todo caso, como apunta el Sr. Colomer de BANC: *«podría existir una relación indirecta que vendría motivada por el hecho que una gran parte de los ángeles son empresarios que ahora mismo sufren estas restricciones en sus propias empresas»*. Esto puede afectar tanto a su viabilidad como a sus rendimientos, reduciendo sus ingresos y limitando, por tanto, sus posibilidades de realizar nuevas inversiones en empresas no cotizadas.

Como ejemplo de los ángeles que defiende la necesidad y conveniencia de crédito podemos citar a Olga, quien, a su vez, es muy crítica con los que defienden la posición contraria. Según Olga, *«pensar que la situación actual favorece a los ángeles inversores es una forma muy cínica de pensar. La estructura financiera de una empresa se basa en el capital y en el crédito, o sea, que necesitas tener de todo y, por tanto, poder acceder al crédito»*. Olga opina que *«esta cuestión está muy relacionada con la eterna discusión americana de si uno es un inversor en valor o en crecimiento. En mi opinión el ángel inversor debe ser un inversor en crecimiento, es decir, se tiene que meter en algo que va a crecer mucho, no debería estar buscando valor o sea entrar en algo que está muy barato. El ángel inversor que piense que se va a llevar más parte del pastel porque no hay disponibilidad de crédito, creo que ha confundido la forma de invertir»*. Por supuesto, no procede discutir (a favor o en contra) los argumentos de Olga, pero sí indicar que un estudio de Lindstrom y Olofsson (2001) sobre las empresas de base tecnológica que se encuentran en las primeras etapas de vida corrobora su idea que los ángeles inversores prefieren las empresas orientadas al crecimiento.

Por todo lo expuesto se puede concluir que las opiniones de los 10 ángeles entrevistados no permiten clarificar cual es el efecto que una abundante disponibilidad de crédito tiene sobre la aparición y desarrollo de los ángeles inversores. Tampoco ayudan demasiado las opiniones expresadas por los 23 ángeles que contestaron la encuesta y que figuran en la Tabla 54, ya que si bien 9 ángeles señalan que la abundante disponibilidad de crédito tiene un efecto positivo, 4 indican que es negativo, mientras que el grupo más numeroso (10 ángeles) considera que este factor no tiene ningún efecto en la aparición y desarrollo de ángeles inversores. Finalmente, señalar que, tal y como puede observarse en la Tabla 55, entre los individuos no ángeles tan sólo uno de los 46 HyMEyD que respondieron la encuesta consideró que la abundancia de crédito sería un factor perjudicial para su futura carrera como ángel.

Apoyo a la proposición 3C

A la luz de los datos aportados, se considera que la existencia de abundante y suficiente disponibilidad de crédito es un factor que puede influir en la propensión de un individuo a convertirse en ángel inversor y en su posterior desarrollo profesional. Sin embargo, las opiniones de los ángeles analizados en este estudio muestran que esta influencia puede ser tanto positiva como negativa. Aunque domina ligeramente la influencia positiva, existen suficientes evidencias en sentido contrario como para no poder establecer realmente cual es el efecto de este factor en el conjunto de ángeles inversores de Cataluña. Por consiguiente, no se puede apoyar la proposición que relaciona positivamente una elevada disponibilidad de crédito con la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

4.5.1.4 Comportamiento del mercado bursátil y el mercado inmobiliario

Preguntando a los responsables de las RAIs catalanas sobre si creen que el mercado bursátil y el mercado inmobiliario son competidores del mercado ángel, la mayoría consideraron que no, que se trata de mercados complementarios. En cuanto al mercado bursátil, existe una cierta unanimidad en que no es un mercado competidor. Sin embargo, no existe la misma avenencia en cuanto al mercado inmobiliario, ya que, mientras alguna redes como Keiretsu manifiestan su sorpresa por no contar entre sus miembros con antiguos inversores inmobiliarios –después de la grave crisis que ha afectado a este mercado–, otras redes como BCN Business Angels si declaran contar entre sus miembros con este tipo de inversores y, por tanto, valoran que este mercado puede presentar cierto grado de competitividad. La opinión general, no obstante, apunta a que el inversor interesado en el mercado inmobiliario es poco probable que se convierta en ángel. El Sr. Zallo de ESADE estima que alrededor del 70% de los ángeles son vocacionales y por tanto no modifican sus inversiones en función de como evolucione el mercado bursátil o inmobiliario; de la misma forma opina que existe un porcentaje minoritario de ángeles que pueden considerar el mercado inmobiliario como parcialmente sustitutivo de la inversión en empresas no cotizadas. En la misma línea se posiciona el Sr. Duran de Technova, aunque en este caso el porcentaje de ángeles vocacionales lo sitúa en el 50%.

No aclaran demasiado el panorama las respuestas proporcionadas por los ángeles. De hecho, al igual que sucedía con la disponibilidad de crédito, existen diferentes puntos de vista: así, unos creen que es positivo que tanto el mercado bursátil como el inmobiliario vayan mal; otros no dan importancia a como evolucionan estos mercados y un último grupo de ángeles prefiere que estos mercados tengan un buen comportamiento y ofrezcan buenos rendimientos. Lo que sí se observa es que las respuestas en relación a uno u otro mercado (bursátil e inmobiliario) son prácticamente iguales, lo cual permitirá que ambos mercados sean tratados conjuntamente.

Antes de mostrar y analizar los resultados, conviene recordar que el factor que debían analizar los ángeles y no ángeles era el comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario. Sin embargo, la pregunta que se les formuló se redactó en sentido negativo, es decir, se les pedía que valoraran un mal comportamiento de estos mercados. El motivo por el cual se decidió realizar la pregunta en sentido negativo se basaba en dos aspectos. El primero, en la constatación que un 15% de los ángeles del estudio de Mason y Harrison (2000a) manifestó que un mal comportamiento de los mercados les incentivaba a invertir. El segundo está relacionado con las opiniones de los diferentes responsables de las RAIs, ya que, si bien la mayoría se posicionaron por la no influencia de este factor, muchos de ellos consideraron que en el caso que el rendimiento de estos mercados afectara a los ángeles, pensaban que lo haría de forma inversa a los rendimientos que generase. Por tanto, se introdujo la pregunta en sentido negativo (mal comportamiento de los mercados) esperando obtener respuestas que indicasen un efecto –sobre la disposición a invertir– nulo o bien positivo. Como puede observarse en la Tabla 54, la suposición efectuada no fue del todo cierta ni en lo referente a los 10 ángeles entrevistados, ni tampoco en relación a los 23 ángeles que respondieron la encuesta. Por lo que se refiere a los no ángeles, como puede observarse en la Tabla 55, aun no cumpliéndose totalmente esta suposición, si tuvo un mayor grado de acierto en este colectivo de HyMEyD que no en el de ángeles.

En relación al mercado inmobiliario, de los 10 ángeles entrevistados, 3 manifestaron que para su desarrollo como ángeles preferían que este mercado tuviera un mal comportamiento, 4 que no tenía ningún efecto y otros 3 preferían que tuviera un buen comportamiento. Por tanto, un 3-4-3 que se podría traducir por empate técnico. En el caso del mercado bursátil hubo un 2-4-4, o sea, una ligera preferencia a favor de un buen comportamiento de este mercado. En el caso de los 23 ángeles que respondieron la encuesta, como puede observarse en la Tabla 54, los resultados fueron de 12-9-2 para el mercado inmobiliario y 12-8-3 para el bursátil; por tanto, en conjunto, a estos 23 ángeles si les incentivaba a invertir como ángeles un mal comportamiento de estos mercados. Por otro lado, entre los individuos no ángeles, si se observan los datos de la Tabla 55, se verá que una amplia mayoría de estos/as empresarios/as y directivos/as se sienten más incentivados a convertirse en ángeles si ambos mercados (bursátil e inmobiliario) presentan un mal comportamiento. Se tratará más detenidamente estos datos con la ayuda de la Tabla 58.

En cualquier caso, no debe extrañar esta distinta valoración, ya que, como señalan Mason y Harrison (1999a, 2000a, 2002b), la tendencia o comportamiento de estos mercados puede influir en la actividad de los ángeles inversores en tres aspectos. El primero implicará que los ángeles deseen que estos mercados tengan un buen comportamiento, ya que tienen parte de sus activos invertidos en ellos. El segundo también supondrá que los ángeles prefieran un buen comportamiento de estos mercados, ya que el razonamiento implícito es que el rendimiento que los ángeles puedan obtener de sus inversiones en empresas no cotizadas siga la misma tendencia que los rendimientos que ofrecen las empresas grandes ya establecidas que cotizan en estos mercados. En definitiva, esta visión implica un mismo tipo de rendimiento (o similar) para las empresas grandes que para las que se encuentran en sus primeras etapas de vida. En cambio, el tercer aspecto implicará que los ángeles deseen un mal comportamiento de estos mercados. Este razonamiento es fácil de entender, cuando estos mercados tienen un buen comportamiento cualquier inversor puede obtener una buena rentabilidad invirtiendo en ellos y, por tanto, asumiendo un riesgo mucho menor del que asumiría invirtiendo en empresas que se encuentran en sus inicios. En este caso, el riesgo asumido por los ángeles no tendría la debida recompensa; en cambio, si estos mercados tienen un mal comportamiento, si merece la pena arriesgarse para obtener rentabilidades mucho más elevadas. Por último, cabe plantearse la posibilidad que el ángel inversor no se preocupe por el comportamiento de estos mercados y le sea indiferente su evolución. Esto puede deberse básicamente a dos motivos: el primero vendría motivado por el hecho que la conjunción de los tres aspectos citados anteriormente (unos positivos y otros negativos) generase un efecto nulo. El segundo tendría que ver con el hecho que el ángel invierte por motivos que vas más allá del rendimiento económico o financiero, y la inversión en empresas no cotizadas le proporciona un importante rendimiento no financiero, que no pueden proporcionarle los otros mercados.

En relación a los 10 ángeles entrevistados, Óscar y Daniel son claros ejemplos de los ángeles que defienden que estos mercados tengan un buen comportamiento. Óscar entiende que *«un ángel maduro debería diversificar y, por tanto, invertir una parte de su patrimonio en bolsa y probablemente también una parte en inmuebles; por tanto, si estos mercados generan pérdidas afectará al patrimonio y a los ingresos del ángel, lo cual puede imposibilitarle acometer nuevas inversiones en empresas no cotizadas»*. En definitiva, Óscar reproduce el primero de los tres aspectos señalados por Mason y Harrison (1999a, 2000a, 2002b). En este sentido, debe recordarse que los ángeles sólo invierten una parte relativamente pequeña de su patrimonio en inversiones ángel, tal y como figura en la Tabla 24, nueve de los diez ángeles analizados manifiestan invertir en este tipo de empresas porcentajes que no superan el 20% de su patrimonio, por tanto, muy probablemente, como apunta Daniel: *«la mayoría de ángeles tendrán también inversiones en bolsa y en inmuebles y no les interesará que estos mercados vayan mal»*.

Por el contrario, Eric Laura y Álex conforman el bloque de ángeles que prefieren que estos mercados tengan un mal comportamiento. Así Laura señala que: *«no es que quiera que la bolsa vaya mal, pero si no va muy bien tienes un aliciente más para realizar este tipo de inversiones»*. Por su parte Álex

indica que: «soy un ángel inversor porque me gustan este tipo de inversiones, pero considero que estas inversiones tienen todavía más sentido cuando la bolsa cae». De los tres, Eric es el que más énfasis pone en este aspecto justificándolo en la no correlación entre la inversión ángel y el resto de mercados. Eric concluye diciendo que: «si la bolsa y el mercado inmobiliario van mal claro que tenderé a invertir bastante más en el mercado ángel».

Las respuestas de los 23 ángeles encuestados parecen estar más de acuerdo con Laura, Álex y Eric que no con Óscar y Daniel, además en el caso de los no ángeles esta evidencia es todavía mayor. La Tabla 58 resume las opiniones de todos los individuos tratados en el estudio distinguiendo entre el total de ángeles (10 más 23) y el total de no ángeles (46).

Tabla 58. Valoración del comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario por parte de los 33 ángeles y de los 46 HyMEyD no ángeles

	33 Ángeles (10 + 23)				46 No ángeles			
	Les genera un efecto			Total	Les genera un efecto			Total
	Positivo	Nulo	Negativo		Positivo	Nulo	Negativo	
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español	14 42,4%	12 36,4%	7 21,2%	<u>33</u> <u>100%</u>	26 56,5%	15 32,6%	5 10,9%	<u>46</u> <u>100%</u>
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán	15 45,5%	13 39,4%	5 15,2%	<u>33</u> <u>100%</u>	33 71,7%	11 23,9%	2 4,3%	<u>46</u> <u>100%</u>

Fuente: Elaboración propia

Los datos globales de la Tabla 58 muestran que más de la mitad de los ángeles (57,6% y 54,6%) consideran que un mal comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario no son factores que les incentiven a convertirse en ángeles o a continuar desarrollando su carrera como tales. Aun así, los ángeles que opinan que un mal comportamiento de estos mercados es un buen incentivo para desarrollar la inversión ángel son mucho más numerosos (duplican y triplican) a los ángeles que prefieren un buen comportamiento de estos mercados. En definitiva, en relación a este factor se puede decir que existen tres categorías o grupos de ángeles: el más numeroso, que apuesta por un mal comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario (lo cual en mayor o menor medida confiere a estos mercados un cierto grado de competitividad); el segundo, con unos pocos miembros menos que el primero, está formado por ángeles que no se sienten afectados por el comportamiento de estos mercados, y el tercer grupo, el menor en cuanto a miembros, engloba a aquellos ángeles que prefieren un buen comportamiento de todos los mercados, probablemente porque tengan gran parte de sus activos repartidos en ellos.

En cuanto a los HyMEyD no ángeles, podemos observar que se acentúa muchísimo más la tendencia a creer que un mal comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario efectivamente representaría un importante estímulo para convertirse en ángel. Así pues es de suponer que la gran

mayoría de estos individuos basan su razonamiento en el tercer aspecto señalado por Mason y Harrison (1999a, 2000a, 2002b).

El MAB (Mercado Alternativo Bursátil)

Mason y Harrison (2000a) consideraron que un factor relevante para su estudio podía ser la existencia del mercado AIM (Alternative Investment Market). El equivalente de este mercado en Cataluña y en España sería el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Por supuesto, el MAB, creado en julio de 2009, no es tan potente como el AIM inglés (Thornton, 2010), ya que, entre otras grandes diferencias, en el mercado inglés desde 1995 han cotizado más de 3.000 empresas de todo el mundo, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>; en cambio, en el MAB, a primeros de agosto de 2012, como puede observarse en su página web <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htmempresas>, tan sólo cotizan 21 empresas. A pesar de las enormes diferencias, el mercado alternativo bursátil, según un informe publicado en su misma página web, en sus tres años de existencia a proporcionado más de 104 millones de euros de financiación a las empresas cotizadas en él, lo que induce a pensar que la presencia del MAB puede ser positiva para los ángeles que operan en Cataluña en la medida en que este mercado pueda realmente representar una nueva vía de financiación para las pequeñas empresas y, en su caso, una posible vía de desinversión para los ángeles inversores de Cataluña.

La suposición realizada no contó con el aval de la mayoría de los ángeles entrevistados, ya que siete de los diez manifestaron que la existencia de este mercado no tenía ninguna influencia en su carrera como ángeles. Algunos como Daniel directamente afirmaban *«para mí no sirve de nada»* y otros como Eric decían lo mismo con otras palabras: *«el MAB sólo sirve para operaciones de mucha envergadura»*. Entre los tres que opinaron que el MAB tenía un efecto positivo sólo Óscar lo consideró muy positivo, concretamente comentó que *«aunque el MAB todavía no es un mercado maduro es muy positivo, ya que es una fuente de financiación más con la que pueden contar las empresas. Este mercado permite avanzar una etapa la liquidez de tu inversión»*. Oscar concluye que *«es más ilíquido tener una compañía no cotizada, que tener una compañía cotizada»*. Para contextualizar la opinión de Óscar, muy distinta de la del resto de ángeles, debe indicarse que como gestor de una family office ha tenido contacto directo con este mercado ya que el fondo familiar que gestiona posee una participación en una empresa que cotiza en el MAB.

Aunque, como cabría esperar, ninguno de los ángeles y no ángeles consideró que la existencia del MAB pudiera tener algún efecto negativo en los ángeles o en la propensión de un individuo a convertirse en ángel, la verdad es que este fue el factor peor valorado de todos los relacionados con el entorno. De hecho, tal y como se observa en la Tabla 52, la valoración media de los 10 ángeles (3,4) prácticamente coincide con la de los 23 ángeles encuestados (3,39) y ambas son muy próximas a 4, lo que significa que este factor prácticamente no tiene ninguna influencia. La existencia del MAB es un factor algo más valorado por los 46 HyMEyD no ángeles que respondieron la encuesta, además

los que tienen pocas probabilidades de convertirse en ángeles lo valoran todavía mejor que los que si tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles (2,61 los últimos frente a 3,11 los primeros). Quizás la explicación a esta distinta valoración se deba al distinto grado de conocimiento, cuanto más alejado se está del entorno ángel y por tanto menos se conoce el funcionamiento de este mercado de inversión informal, más se confía en los beneficios que puede aportar el MAB. Por el contrario, los ángeles con más experiencia como Daniel consideran que este factor no les brinda ningún tipo de ayuda en su desarrollo como ángeles.

Apoyo a las proposiciones 3D y 3E

Contrariamente a la proposición 3D planteada, la mayoría de ángeles inversores de Cataluña consideran que un mal comportamiento tanto del mercado bursátil como del inmobiliario no tendrá un efecto positivo en su desarrollo como ángeles inversores. Si bien conviene notar que, aún no siendo mayoría, el grupo de ángeles que prefiere un mal comportamiento de estos mercados es el más numeroso (más numeroso que los que prefieren que tenga un buen comportamiento y también que el grupo de ángeles a quienes no les importa como evolucionen estos mercados). En cuanto a los individuos no ángeles, la gran mayoría si señala que un mal comportamiento de estos mercados les incentivaría a convertirse en ángeles.

Por otra parte, ninguno de los colectivos analizados muestra que este factor tenga, ni mucho menos, una influencia decisiva ni en un sentido ni en otro. Todo ello lleva a pensar que los datos analizados no muestran de forma clara que exista ninguna relación entre el comportamiento (bueno o malo) de los mercados bursátil e inmobiliario y la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor. Más aún, en el caso que efectivamente esta relación existiera, aunque se apunta una cierta preferencia por parte de los ángeles a que los citados mercados tengan un mal comportamiento, no es menos cierto que muchos ángeles desean rotundamente todo lo contrario, o sea, que estos mercados generen altas rentabilidades.

Globalmente, puede concluirse que los datos aportados tanto por ángeles como no ángeles de Cataluña proporcionan un muy débil y en todo caso parcial apoyo a la proposición 3D que relaciona un mal comportamiento tanto del mercado bursátil como del inmobiliario con la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor; y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

En cuanto al MAB (Mercado Alternativo Bursátil), los datos que se aportan en este trabajo no permiten en ningún caso apoyar la proposición 3E que relaciona la existencia de este mercado con la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y en su posterior desarrollo profesional.

4.5.2 Entorno Gubernamental

El entorno gubernamental se refiere a todos aquellos aspectos que los diferentes gobiernos pueden realizar para tratar de incentivar la inversión ángel. En la revisión de literatura efectuada previamente se han indicado muchas de estas formas de actuar. Sin embargo, dada la inmadurez del mercado ángel en Cataluña y la tibieza con la que los gobiernos han afrontado las políticas para incentivar la inversión ángel tanto en Cataluña como en España, sería demasiado pretencioso analizar los muchos aspectos que puede incluir el entorno gubernamental. Por tanto, este estudio se limitará a analizar si la política impositiva o fiscal que graba a los ingresos que obtienen los ángeles de Cataluña incide de alguna forma en la aparición y desarrollo de nuevos ángeles.

4.5.2.1 Política impositiva o fiscal sobre los ingresos

En relación al entorno catalán, todos los responsables de las RAIs operativas en Cataluña coinciden en señalar que se deberían aplicar medidas fiscales para incentivar la inversión ángel. En este sentido el Sr. Sala de BCN Business Angels reclama *«las mismas medidas que se dan al capital riesgo formal»*, en la misma línea el Sr. Zallo de ESADE demanda *«simplemente copiar las medidas fiscales que se aplican en Francia»* (ver Arís, et al., 2009 para una revisión de las mismas). El Sr. Colomer de BANC destaca que *«finalmente han llegado las primeras medidas y muy probablemente estas continuarán»*. Por último, indicar que más allá del tema fiscal todos los responsables de las RAIs catalanas consideran que los distintos gobiernos están haciendo pasos importantes a favor del desarrollo del emprendimiento, lo cual en su opinión redundará en un mayor número de ángeles inversores.

Como puede observarse en la Tabla 52, tanto los ángeles como los no ángeles, valoran que una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel es un factor altamente influyente para la aparición de nuevos ángeles y para el desarrollo profesional de los actuales. Las puntuaciones obtenidas oscilan entre 1,5 en los 10 ángeles entrevistados y 2,26 en los 23 ángeles encuestados, en medio de estas dos se sitúan las puntuaciones de los 46 HyMEyD no ángeles con una puntuación muy próxima a 2. Además, tal y como figura en la Tabla 53, este es el factor más influyente de todos los analizados relacionados con el entorno. No es extraño que así sea, las ayudas fiscales tienen una repercusión directa en el rendimiento y, como se ha visto anteriormente, y figura en la Tabla 48, el rendimiento es el factor más valorado de todos los que se han analizado en relación con la existencia de RAIs por parte de los 10 ángeles entrevistados con una media de 3,9 sobre un máximo de 5.

Por tanto, como indican Óscar, Oriol y Álex, si los ángeles consiguen un mejor trato fiscal, podrán mejorar los rendimientos de sus inversiones. Para Olga, Daniel y Laura, esta mejora de rendimientos no debe traducirse en maravillosas rentabilidades, sino en contribuir a minimizar las pérdidas, así lo expresaba Laura: *«en ningún caso se trata de que el estado te ayude a hacerte millonario»*,

exactamente en la misma línea Olga apuntaba que *«deberían revisarse algunos aspectos de la fiscalidad, no tiene sentido “maltratar” a aquellos que más apuestan por el desarrollo de nuevas empresas»*. Además para Alex, *«no se trata tan sólo de mejorar el rendimiento, sino que de alguna forma es un reconocimiento a la apuesta del ángel por el fomento del emprendimiento»* y, por tanto, para él estas ayudas tienen un doble valor: económico y de reconocimiento a su labor.

Ya desde un punto de vista más práctico, Joel manifiesta que invertiría *«exactamente igual con ayudas fiscales que sin ellas»*, aunque reconoce que las agradece. Para Eric, *«una política fiscal generosa con los ángeles que arriesgan su dinero en favor de la creación de empresas no es radicalmente imprescindible, pero sí muy importante»*.

En definitiva, los datos aportados por este estudio vienen a confirmar la creencia que las ayudas fiscales (deducciones, desgravaciones y bajos tipos impositivos) contribuirían a aumentar la inversión ángel, tanto incentivando la aparición de nuevos ángeles como estimulando a realizar más inversiones a los ya existentes (Aernoudt, 1999; Mason y Harrison, 2000a, 2002b; Szerb, Terjesen y Rappai, 2007).

En línea con las medidas fiscales que propugnaban los representantes de las RAIs, tanto Daniel como Óscar son partidarios de acreditar a los ángeles inversores como se está haciendo en diferentes partes del mundo como, por ejemplo, Estados Unidos²² (May, 2002; Wong, 2002) y Canadá, (Robinson y Cottrell, 2007). Según Óscar, *«para que los ángeles pudieran tener las mismas ventajas que tiene el capital riesgo formal deberían acreditarse y el estado debería tener un registro de las personas que ejercen como ángeles»*. Daniel cree que *«con esta medida aparecerían muchos más ángeles»*.

Apoyo a la proposición 3F

Los datos aportados en este trabajo muestran que la existencia de una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas (deducciones, desgravaciones, tipos impositivos reducidos) a la inversión ángel tendría un efecto positivo, tanto en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor como en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

4.5.3 Entorno Cultural y Empresarial

Como ya se ha indicado anteriormente, en este apartado se analizará un aspecto muy poco tratado por la literatura que explora el fenómeno ángel, se trata de recabar cual es la opinión, percepción y reconocimiento que el entorno catalán (empresarios, emprendedores, administración pública y

²² En los Estados Unidos los inversores ángel son "inversores acreditados" de acuerdo con la *Securities and Exchange Commission*. SEC Norma 501 de la Regulación D. <http://www.sec.gov/answers/accred.htm>

sociedad en general) tiene de los ángeles inversores, según los propios ángeles y como estas percepciones pueden influir en la aparición y desarrollo de nuevos ángeles.

4.5.3.1 La percepción de la figura del ángel inversor

Para conocer como creen los ángeles que son percibidos por las personas de su entorno, se preguntó tanto a ángeles como a no ángeles cual creían que era el reconocimiento que en Cataluña se daba a la figura del ángel inversor por parte de los siguientes estamentos:

- El empresariado que conoce bien que es un ángel inversor
- El empresariado catalán en su conjunto
- El gobierno y la administración pública catalana
- Cualquier catalán o catalana que conozca que es un ángel inversor
- La sociedad catalana en general

Debían responder utilizando una escala entre 1 y 5, donde 1 significa que el ángel inversor tenía un reconocimiento muy bueno, 2 un reconocimiento correcto, 3 no tenía un reconocimiento correcto, ya que se le reconocía poco, 4 no tenía ningún reconocimiento y 5 significaba no sólo que no tenía ningún reconocimiento, sino que incluso estaba mal visto. Así pues, cuanto mayor era la puntuación, peor reconocimiento asignaban a la figura del ángel inversor. Los resultados proporcionados por los 10 ángeles entrevistados figuran en la Tabla 59.

Tabla 59. Valoración sobre el reconocimiento que existe en Cataluña a la figura del ángel inversor por parte de distintos estamentos según los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
El empresariado que conoce bien que es un ángel inversor	2	2	2	1	1	1	2	3	2	2
El empresariado catalán en su conjunto	5	3	2	2	3	1	2	3	2	2
El gobierno y la administración pública catalana	3	3	2	3	2	3	2	4	2	2
Cualquier catalán/ana que conozca que es un ángel inversor	2	4	1	2	3	2	2	2	4	2
La sociedad catalana en general	5	4	2	3	4	2	2	3	4	2

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 60 se muestra la puntuación media de los 10 ángeles analizados que figuran en la Tabla 59 conjuntamente con las de los 23 ángeles y las de los 46 HyMEyD no ángeles que respondieron la encuesta.

Tabla 60. Valoración media del reconocimiento que existe en Cataluña a la figura del ángel inversor por parte de distintos estamentos

Estamento	Valoración media (1 – 5)			
	1 (muy buen reconocimiento) – 5 (mal visto)			
	10 ángeles entrevistados	23 ángeles encuestados	46 HyMEyD	
			Probabilidad de convertirse en ángel	
		Alta	Baja o nula	
El empresariado que conoce bien que es un ángel inversor	1,8	2,17	2,50	2,54
El empresariado catalán en su conjunto	2,5	2,78	2,72	2,93
El gobierno y la administración pública catalana	2,6	2,52	2,67	3,29
Cualquier catalán/ana que conozca que es un ángel inversor	2,4	3	2,83	3,04
La sociedad catalana en general	3,1	3,48	3,11	3,68

Fuente: Elaboración propia

En relación a los 23 ángeles que respondieron la encuesta, es interesante remarcar que tres ángeles señalaron que la figura del ángel inversor estaba mal vista por la sociedad catalana en general. En el resto de casos la figura del ángel inversor nunca acarrearía una percepción negativa, aunque mayoritariamente, los ángeles consideraban que esta figura estaba muy poco o nada reconocida.

En cuanto a los 46 HyMEyD no ángeles, puede observarse que los que tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles asocian a esta figura un mayor reconocimiento que los que tienen una baja probabilidad de ser ángeles. Muy posiblemente, el hecho que consideren que la figura del ángel inversor tiene un cierto reconocimiento es un factor que les ha empujado a querer convertirse en ángeles. Por último, apuntar que ninguno de los individuos que tenían una alta probabilidad de convertirse en ángeles consideró que la figura del ángel inversor fuera mal vista por ninguno de los estamentos analizados, en cambio si se produjo esta situación en alguno de los individuos con pocas probabilidades de convertirse en ángeles.

La percepción que tiene el empresariado catalán

En los primeros contactos realizados con responsables de RAIs y organizaciones empresariales, se percibió que la valoración que el entramado empresarial pudiera tener de los ángeles inversores podía ayudar o por el contrario frenar la aparición de nuevos ángeles. Así pues, se decidió preguntar

a todos los responsables de las RAIs catalanas si los ángeles de Cataluña eran bien valorados por el tejido empresarial catalán. A la hora de responder, por lo general, distinguieron entre emprendedores y empresarios tradicionales. En cuanto a los últimos, la opinión general es que no conocen suficientemente a los ángeles y, por tanto, no los pueden valorar adecuadamente. Parte del empresariado tradicional que sabe algo sobre los ángeles simplemente cree que se trata de inversores y no son considerados como capital inteligente. Por supuesto existen algunas opiniones ligeramente distintas como la del Sr. Colomer de BANC que considera que *«los ángeles cada día son más conocidos y a algunos de estos empresarios tradicionales les gustaría ser ángeles ya que consideran que esta figura tiene un cierto “glamour”»*.

En cuanto a los emprendedores, –los que realmente necesitan y buscan a los ángeles– si existe el convencimiento que conocen y valoran a los ángeles, tanto es así que, por ejemplo, la Sra. de la Muñoza de SeedRocket asegura que *«la mayoría de emprendedores se preparan para “cazar” a algún ángel»*. El Sr. Duran de Technova introduce una variable que hasta cierto punto puede ayudar a diferenciar entre emprendedores y empresarios tradicionales y es la edad. Concretamente, considera que *«los empresarios de edad más avanzada no se sienten interesados por la figura del ángel inversor y, por tanto, prácticamente no la valoran. En cambio, los empresarios más jóvenes muchos de ellos emprendedores, se sienten mucho más atraídos por los beneficios que les puede aportar un ángel y, por tanto, apreciarán muy positivamente vivir en un entorno con un elevado número de ángeles»*.

Si se analizan los resultados facilitados por los 10 ángeles entrevistados que figuran en la Tabla 59, puede verse que todos opinan que los empresarios y, especialmente, los emprendedores que conocen bien la figura del ángel inversor y su forma de actuar tienen una buena opinión del ángel y reconocen su importante contribución al emprendimiento. Tan sólo Olga considera que *«el reconocimiento que reciben los ángeles no es suficiente, debería mejorar»*. Para los otros nueve, es correcto o muy bueno, así Daniel señala que *«los emprendedores nos tienen muy bien considerados, todo es mejorable, pero en este aspecto no podemos quejarnos»*. Como puede observarse en la Tabla 60, la media de estos 10 ángeles es de 1,8, por tanto, en conjunto opinan que el reconocimiento que reciben por parte del empresariado más emprendedor es muy bueno. Algo peor es la valoración que realizan los 23 ángeles encuestados, con una media de 2,17 y peor todavía la que realizan los HyMEyD no ángeles. Sin embargo, para todos, ángeles y no ángeles, es precisamente el colectivo de empresarios y emprendedores que conocen bien la figura del ángel inversor quienes mejor valoran a los ángeles.

Cuando la valoración se extiende al empresariado en su conjunto, o sea, tanto al emprendedor como al más tradicional, la puntuación media sube, lo cual significa que la valoración baja. Si se observa la Tabla 60 se verá que la media de los 10 ángeles entrevistados asciende hasta 2,5 la de los 23 ángeles encuestados sube al 2,78 y también se incrementa la media de los HyMEyD no ángeles. En este caso, entre los 10 ángeles entrevistados aparece uno –Joel– que considera que el empresariado

en general tiene una mala imagen del ángel inversor, concretamente opina que *«algunos empresarios ven a los ángeles como individuos que sólo se interesan por este tipo de proyectos cuando la bolsa va mal, me produce la sensación que nos consideran unos aprovechados»*. El resto, aún considerando que el reconocimiento entre el empresariado en general debería mejorar, no se muestran tan críticos como Joel. Así por ejemplo Daniel señala que *«tampoco debemos extrañarnos, el fenómeno ángel en red es muy reciente en Cataluña, estoy convencido que con el tiempo la percepción mejorará»*. En la misma línea Óscar señala que *«es un aspecto que debe mejorar, pero tengo la sensación que parte de culpa es de los propios ángeles, o de las actuales RAIs que no han trabajado suficientemente este tema»*.

Sin entrar en más consideraciones, si puede concluirse que los ángeles creen que cuanto más se les conoce, más se les aprecia y reconoce su labor. La consecuencia lógica sería que los ángeles deberían estar interesados en difundir su actividad, interés que sin duda alguna han mostrado los 10 ángeles que han colaborado expresando sus opiniones para este estudio.

La percepción que tiene el gobierno y la administración pública catalana

De los 10 ángeles entrevistados, tan sólo Olga considera que *«el gobierno catalán no muestra ningún reconocimiento a la figura del ángel inversor»*. De todas formas Olga no es para nada partidaria de la intervención gubernamental, cree que *«cuanto menos actúe la administración pública mejor»*. En todo caso, lo único que pediría sería: *«una rebaja de impuestos, y especialmente que las inversiones en empresas no cotizadas no fueran consideradas como patrimonio a efectos impositivos»*. Los demás nueve ángeles valoran que la actual administración catalana si reconoce y se interesa por el desarrollo de la figura del ángel inversor. Para David: *«se trata más de buenas intenciones que de otra cosa, pero ya es algo»*. Oriol, aunque no lo dice abiertamente, cree que para el reconocimiento de la figura del ángel inversor ha sido positivo el cambio de gobierno que se produjo en la Generalitat de Cataluña en otoño de 2010, estima que el que gobierna actualmente (julio de 2012), –o sea el presidido por Artur Mas– *«entiende mejor el entorno económico, con lo cual hay más afinidad»*. Por su parte, Daniel reconoce que *«la administración catalana ha desarrollado programas útiles para el desarrollo de esta figura, especialmente, desde ACCIÓ y, últimamente, también desde el ICF. De todas formas se necesitaría otro tipo de políticas para promover más esta figura»*.

Por último, indicar que, como puede observarse en la Tabla 60, las valoraciones medias tanto de ángeles como de no ángeles con altas probabilidades de convertirse en ángeles son muy parecidas y se sitúan en torno al 2,6. En cambio, la valoración media de los individuos no ángeles con pocas probabilidades de convertirse en ángeles es bastante más elevada 3,29 lo cual significa que este colectivo considera que el gobierno y la administración pública catalana tiene un muy bajo, casi nulo, reconocimiento hacia la figura del ángel inversor.

La percepción que tiene la sociedad catalana

En cuanto al reconocimiento de la figura del ángel inversor por parte de la sociedad catalana, existe una opinión unánime por parte de los responsables de las RAIs catalanas en considerar que el reconocimiento social que se da en Cataluña a los ángeles inversores es insuficiente y esto puede influir en la propensión de los individuos a convertirse en ángeles. Además para algunos responsables como el Sr. Duran de Technova: *«la figura del ángel inversor esta muy asociada a la del empresario y ambas no están precisamente bien vistas»*. También opinan así algunos de los ángeles analizados en el estudio como por ejemplo Olga que opina que *«al ángel inversor se le conoce poco, pero tanto al empresario como al ángel se le ve como el malo, el que se aprovecha»*. Además estima que *«no hay una buena imagen del empresariado en Cataluña, aunque quizás no sea tan mala como en el resto de España»*.

Al igual que Olga, los responsables de Technova, BANC y Keiretsu opinan que en Cataluña el empresario está mal visto. Tanto el Sr. Colomer como la Sra. Carballo piensan que en Cataluña el simple hecho de tener dinero no es ningún merito, en cambio en los Estados Unidos, que es donde hay más ángeles, la sociedad aplaude el éxito y el dinero con independencia de cómo lo hayas obtenido. La Sra. Carballo considera que *«en los Estados Unidos un emprendedor de éxito es equiparable a una estrella de cine o de la música, en cambio, en Cataluña el éxito suele generar la sensación de que algo malo habrá hecho este señor para conseguir lo que ha conseguido»*. Finalmente, para poner un poco de optimismo en este aspecto indicar que el Sr. Sala de BCN Business Angels expone que, *«aunque el reconocimiento social a estas figuras es insuficiente, está mejorando con el paso de los años»*.

Más allá del interés en la opinión que tanto ángeles como no ángeles tengan sobre el reconocimiento que la sociedad catalana dispensa a los ángeles inversores, se consideró interesante recabar su opinión sobre el conocimiento que la sociedad catalana tiene de su existencia y funciones. Para averiguarlo se preguntó a ángeles y a no ángeles cual era el porcentaje de la población catalana que en su opinión conocía que o quien era un ángel inversor. Las respuestas proporcionadas por los 10 ángeles entrevistados figuran en la Tabla 61.

Tabla 61. Porcentaje de la población catalana que conoce que es un ángel inversor o "business angel" en opinión de los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Porcentaje de la población catalana que conoce que es un ángel inversor o "business angel"	10%	3%	5%	50%	3%	7%	5%	3%	10%	5%

Fuente: Elaboración propia

La media expresada por los diez ángeles es del 10,1%, sin embargo, caería hasta el 5,67 % si excluyéramos de la lista a Víctor, cuya apreciación sin duda alguna parece exagerada. Al cuestionar

su porcentaje Víctor respondió: *«quizás me haya excedido, pero cuando te mueves en este sector la mayoría de gente con la que tratas conoce la figura del ángel inversor, con lo cual llegas a creer que los ángeles somos conocidos por una gran parte de la población»*.

Las respuestas a esta misma cuestión por parte de los 23 ángeles que respondieron la encuesta se pueden resumir indicando que un 87% de los encuestados manifestaron porcentajes iguales o inferiores al 10 %, siendo los valores más citados (21,7% de ángeles en ambos casos) el 5 y el 10%. Ya por último, en relación a los 46 HyMEyD no ángeles, los que manifestaron altas posibilidades de convertirse en ángeles mostraron una media del 10,46% en cambio este valor ascendió hasta el 17,11% en los no ángeles con pocas probabilidades de convertirse en ángeles.

Todos estos datos ponen de manifiesto que la figura del ángel inversor es todavía muy poco conocida en Cataluña. Aunque el objetivo de este trabajo en ningún caso es fijar que porcentaje de la población catalana conoce que es y cómo actúa un ángel inversor, sin demasiado riesgo a equivocarse podría afirmarse que en ningún caso supera el 20%. Ante este bajo porcentaje, este estudio considera que es muy importante asumir el desconocimiento que envuelve a esta figura, ya que los datos aportados muestran que este alto desconocimiento actúa –se puede discutir si con mayor o menor influencia– como un freno a la aparición de nuevos ángeles.

Anteriormente, cuando se ha analizado la percepción que el empresariado catalán tenía sobre la figura del ángel inversor, se ha concluido que, cuanto más conocidos son los ángeles, más apreciada y reconocida es la labor que realizan. Pues bien, a idénticas conclusiones se llega si se analizan los datos que figuran en la Tabla 59 y, especialmente, en la Tabla 60 referidos a la percepción que actualmente tiene la sociedad catalana sobre los ángeles inversores. En la Tabla 59, puede observarse que las valoraciones que realizan los 10 ángeles entrevistados sobre el reconocimiento de la sociedad catalana hacia la figura del ángel inversor tiende a empeorar en la medida que empeora el conocimiento que la población tiene sobre la figura del ángel. Si se analizan las medias que figuran en la Tabla 60 puede observarse que para los cuatro colectivos analizados (10 ángeles entrevistados, 23 ángeles encuestados y los 46 HyMEyD no ángeles tanto si tienen altas posibilidades de convertirse en ángeles, como si no) las medias asignadas a la sociedad catalana en general son significativamente más elevadas que las asignadas a cualquier catalán o catalana que conozca que es un ángel inversor. En definitiva, en relación a los ángeles inversores, a modo de corolario, puede decirse que: a mayor conocimiento mayor reconocimiento.

Una vez se ha constatado que un mayor conocimiento implica un mayor reconocimiento, se procederá a analizar si el reconocimiento por parte del entorno es un factor que influye en los individuos a convertirse en ángeles y a desarrollarse como tales, para ello reproduciremos parte de la Tabla 51 en la Tabla 62 y parte de la Tabla 52 en la Tabla 63.

Tabla 62. Valoración media del factor reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte de los 10 ángeles entrevistados

	Joel	David	Óscar	Víctor	Eric	Daniel	Laura	Olga	Oriol	Álex
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán	4	2	3	4	3	1	4	3	1	2
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana	4	2	3	4	3	2	4	3	1	2

Fuente: Reproducción parcial de la Tabla 51

Los datos de la Tabla 62, muestran que un buen reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor –tanto por parte del empresariado catalán, como por parte de toda la sociedad catalana– es un factor que influye positivamente en la aparición y desarrollo de ángeles inversores en 7 de los 10 ángeles entrevistados y además, en algunos de ellos, como es el caso de Oriol y Daniel de forma muy importante. De hecho tanto Oriol como Daniel se definen y presentan a sí mismos como “*business angels*” y además incluyen esta descripción en sus tarjetas. Exactamente lo mismo hace Álex, quien además manifiesta «*en todos los sitios a los que voy me presento como “business angel” y si alguien no sabe lo que es se lo explico porque creo que es muy importante que la gente lo conozca y lo entienda*».

Los tres ángeles que consideran que este factor no tiene ninguna influencia son Joel, Víctor y Laura. Así Joel comenta que «*no me preocupa que la sociedad reconozca mi labor, simplemente quiero que tanto yo como mi familia estemos a gusto con esta actividad*». Sin ánimo de cuestionar este comentario, sería interesante preguntarse si tanto Joel, como especialmente su familia no se sentirían más a gusto con esta actividad, si esta gozará de un alto reconocimiento en el conjunto de la sociedad. En relación a Joel, señalar que si bien cuando se le entrevistó manifestó no utilizar nunca el termino “ángel inversor” como carta de presentación, actualmente (febrero de 2012) esta terminología (traducida por “*business angel*”) si aparece en su perfil de LinkedIn. Exactamente lo mismo puede indicarse de Víctor. Por tanto, todo parece apuntar a que los ángeles son cada vez más conscientes de la necesidad de divulgar esta figura para poder mejorar su desarrollo profesional.

Como puede observarse en la Tabla 53, un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor, ya sea por parte del empresariado catalán, o por parte del conjunto de la sociedad catalana no es el factor más influyente; de hecho, ocupan la cuarta y quinta posición por detrás de una ventajosa fiscalidad, la existencia de numerosas oportunidades en la zona y un entorno de crecimiento económico. Sin embargo la puntuación media tanto de los 10 ángeles entrevistados como de los 23 encuestados es en todos los casos inferior a 3, lo que significa que efectivamente es un factor influyente. Por otra parte, si se analizan los datos de la Tabla 63, puede verse que es el

colectivo de los no ángeles que cuentan con menos probabilidades de convertirse en ángeles el que dota de mayor influencia a este factor, asignándole una valoración incluso mayor que la que manifiestan los propios ángeles, lo cual refuerza todavía más la influencia de este factor.

Tabla 63. Valoración media del factor reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte tanto de los ángeles como de los no ángeles

Factor	Valoración media (1 – 5)			
	1 (gran influencia positiva) – 5 (influencia negativa)			
	10 ángeles entrevistados	23 ángeles encuestados	46 HyMEyD	
Probabilidad de convertirse en ángel				
			Alta	Baja o nula
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán	2,7	2,87	3,28	2,46
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana	2,8	2,91	3,17	2,46

Fuente: Reproducción parcial de la Tabla 52

Los datos mostrados en la primera parte de este apartado permiten concluir que un mayor conocimiento de la figura del ángel inversor implica un mayor reconocimiento de esta figura. Los presentados en la segunda parte y resumidos en la Tabla 63 muestran que un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de su entorno empresarial y social es un factor que influye positivamente en la aparición de nuevos ángeles y en su posterior desarrollo profesional en el caso de Cataluña. Conjugando estos dos aspectos y, a modo de resumen, puede indicarse en relación al fenómeno ángel que conocimiento implica reconocimiento, y reconocimiento implica más ángeles.

Así pues, a partir de estas dos premisas, la principal conclusión que puede extraerse de este apartado –quizás de la tesis en su conjunto– es la necesidad de mejorar el conocimiento que la sociedad catalana en general tiene de la figura del ángel inversor. No en vano, los datos aportados en este trabajo muestran que existe una relación positiva entre un mayor conocimiento de la figura del ángel inversor y la aparición de nuevos ángeles. Además estos resultados estarían en consonancia con los del trabajo de Szerb, Terjesen y Rappai (2007) que reportó que el porcentaje de ángeles en el global de la población es mayor en aquellos países con un mayor reconocimiento social y cultural al emprendimiento.

Apoyo a la proposición 3G

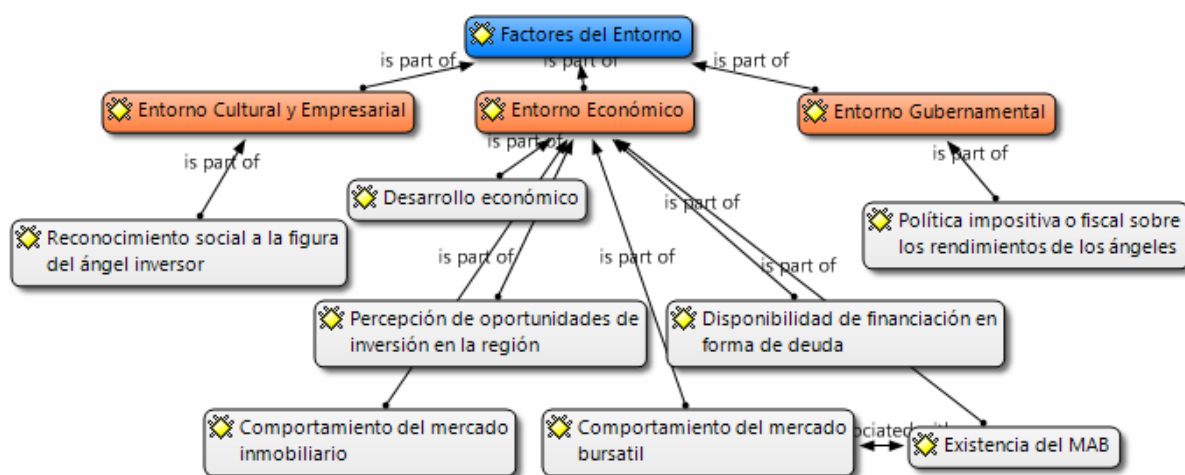
Los datos aportados en este trabajo muestran que un entorno cultural y empresarial donde se genere un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad (empresarios y emprendedores, administración pública y sociedad en general) tendrá un efecto positivo tanto en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor como en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Apoyo a la proposición 3

Se concluye este apartado dedicado al entorno indicando que los datos aportados proporcionan un firme apoyo a la proposición 3 que sostiene que el entorno en el que se desarrolla un individuo influye decisivamente en la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor. Este fuerte apoyo se basa en el hecho que los tres tipos de entorno considerados –económico, gubernamental y cultural y empresarial– han mostrado ser influyentes en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.

En la Figura 9 se presentan los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con el entorno que se han analizado en este estudio exploratorio. Sin embargo, conviene señalar que en las entrevistas realizadas y en su posterior tratamiento –mediante el software atlas.ti– se detectaron otros factores relacionados con el entorno (como por ejemplo el clima de confianza, los programas de formación en emprendimiento,...), que si bien no se han incluido en la figura final por no haber sido tratados previamente, si proporcionan una buena muestra de la gran variedad y riqueza de factores que representa la dimensión entorno.

Figura 9. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores relacionados con el entorno



Fuente: Elaboración propia.

Profundizando en los tres tipos de entorno analizados, debe señalarse que en relación al entorno económico, ha recibido un fuerte apoyo tanto la proposición 3A, como la 3B. Las dos consideran que el entorno económico (una alta percepción de buenas oportunidades de inversión y el crecimiento de la economía) afecta a la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor. Los datos proporcionados también han indicado que la abundancia o bien las restricciones en la disponibilidad de crédito, así como el comportamiento de los mercados bursátil e inmobiliario pueden tener efectos en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor. Sin embargo, en relación a estos dos factores, los efectos pueden ser tanto positivos como negativos, lo cual no permite proporcionar apoyo a las proposiciones 3C y 3D. Por otra parte, los datos recogidos en este trabajo no han mostrado que la existencia del MAB (Mercado Alternativo Bursátil) tenga una especial incidencia en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y en su desarrollo posterior, por tanto no permiten apoyar la proposición 3E.

En relación al entorno gubernamental, la única proposición planteada –la 3F– ha recibido un fuerte apoyo, mostrando que efectivamente el entorno gubernamental puede influir significativamente en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor. Por último, también se ha mostrado que el entorno cultural y empresarial puede influir significativamente en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor, ya que, al igual que sucedía con el entorno gubernamental, la única proposición planteada, la 3G, también ha recibido un fuerte apoyo.

4.6 Los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores

Como se ha señalado anteriormente, no existen dos ángeles iguales, además debe indicarse que los ángeles no sólo se distinguen entre si por los muchos factores descritos en este estudio exploratorio (edad, riqueza, experiencia en la creación de empresas, motivación,...) sino que las diferencias abarcan muchos más aspectos. Así, por citar sólo un ejemplo, y basándose en las entrevistas realizadas, este estudio considera que los hay muy metódicos como Eric, y por el contrario, los hay más impulsivos como Daniel y Laura. No obstante, uno de los aspectos que parecen tener todos los ángeles en común es un elevado optimismo, ya que todos los ángeles analizados se han mostrado muy confiados en las buenas expectativas que presentan algunas de sus inversiones. Otra forma de actuar donde se ha detectado que los ángeles se comportan de manera muy similar tiene relación con su perfil de inversión. Por lo general, todos los ángeles tienen un perfil de inversión bastante abierto, esto significa que de entrada no rechazan ninguna –o muy pocas– de las posibles inversiones. Sin embargo, en cuanto llega la primera mala experiencia, –pérdidas reales o altamente

previsibles– automáticamente eliminan de su catálogo de posibles inversiones, todas aquellas relacionadas con el factor supuestamente causante de las pérdidas.

A pesar de lo señalado en el párrafo anterior, en este estudio exploratorio se ha optado por establecer diferentes perfiles de ángeles inversores, concretamente nueve, para de este modo presentar de la mejor forma posible las diferentes tipologías de individuos que operan en este mercado de inversión informal en Cataluña y muy especialmente determinar cuales son los factores que les impulsan a actuar como tales. Algunos de estos perfiles como, por ejemplo, el ángel novato y el sénior son discutibles, ya que únicamente se han basado en la edad y la experiencia como ángeles inversores; son, por tanto, perfiles que no tienen en cuenta el origen o la carrera profesional del ángel. En cuanto a los otros siete, se podrían haber reducido fácilmente a 5 si se hubiera agrupado el perfil de ángel ejecutivo internacional y el ángel directivo maduro, en un único perfil “directivo-ejecutivo” y el perfil del ángel del capital riesgo y el ángel familiar en otro perfil llamado “gestor de patrimonios”. De este modo se tendrían únicamente 5 perfiles: el ángel de internet, el gestor de patrimonios, el polifacético, el emprendedor y el directivo-ejecutivo. Sin embargo, este estudio considera que la gran mayoría de ángeles operativos en Cataluña corresponden a los dos últimos perfiles, es decir, o bien son ángeles con un marcado carácter emprendedor, que después de crear una o varias empresas con cierto éxito deciden seguir colaborando en la creación de empresas aportando financiación conocimientos y experiencia, pero sin el desgaste que representa estar en primera línea, o bien se trata de altos directivos y ejecutivos que por una razón u otra abandonan sus empleos en las grandes empresas donde trabajan, por lo general con una edad bastante avanzada, casi siempre superados los 50 y en muchos casos con edades próximas a la jubilación. Los otros 3 perfiles, el ángel de internet, el polifacético y el gestor de patrimonios representan tipologías de ángeles muy específicas e interesantes, pero minoritarias en el contexto de Cataluña.

Como se ha apuntado anteriormente, las pocas mujeres ángeles que existen responden mayoritariamente al perfil de directivos y ejecutivos, aunque también se pueden encontrar algunas en el perfil de gestor/a de patrimonios.

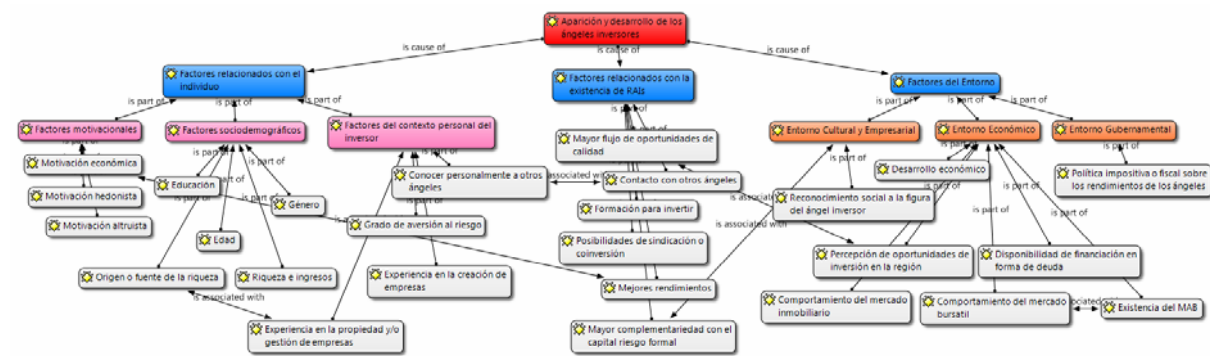
En cuanto a los dos perfiles dominantes, el emprendedor y el directivo-ejecutivo por lo general presentan diferencias muy sustanciales, aunque también algunos puntos en común. Entre estos últimos destacar que todos tienen una sólida formación empresarial, son personas muy bien relacionadas, disponen de un valioso capital social y dedican parte de su tiempo a seguir muy de cerca los sucesos y movimientos económicos y más concretamente los empresariales. Son por tanto grandes observadores del entorno que intentan aplicar las tendencias que detectan en los proyectos en que participan. En cuanto a las diferencias, la básica es que los emprendedores han vivido el fenómeno de la creación de empresas en primera persona, saben de las dificultades (tanto las tangibles como las emocionales) que conlleva iniciar una empresa, son conscientes que en su carrera han cometido errores, de los cuales consideran haber aprendido mucho y no están dispuestos a que se repitan en las empresas donde invierten. Esta larga experiencia emprendedora, muy a menudo

conlleva importantes discrepancias con los equipos directivos de los nuevos proyectos en relación a las estrategias a seguir. Estas discrepancias en muchos casos torpedean el proceso de inversión, ya que los ángeles de perfil emprendedor deben sentir el nuevo proyecto como suyo para inmiscuirse en él. Sin embargo, cuando perciben que un proyecto y un equipo se ajustan a sus preferencias, entonces se involucran en él muy intensamente, aportando una gran cantidad de dinero e implicándose mucho más en la dirección del proyecto. Por todo lo descrito, se puede inferir que estos ángeles están mucho más dispuestos a invertir en solitario que el resto de ángeles y aunque puedan formar parte de una RAI, una parte importante de los proyectos donde invierten pueden conseguirlos por canales ajenos a las RAIs.

En relación a los ángeles de perfil directivo y ejecutivo, aunque poseen una gran experiencia en determinados ámbitos empresariales, desconocen por completo lo que significa iniciar una empresa y este desconocimiento les lleva a ser muy cautelosos en sus inversiones, lo que suele traducirse en una mayor preferencia por la coinversión con otros ángeles y en inversiones de importes más reducidos. Estos ángeles no suelen cuestionar tanto la estrategia global de la empresa, lo cual evita conflictos con el equipo emprendedor, y por lo general esto redundaría en una tasa de rechazo de proyectos menor que la que presentan los ángeles emprendedores. Sin embargo, esto no significa que no busquen una cierta complicidad con los equipos directivos en aquellas áreas donde tengan mayor conocimiento y experiencia. Aunque algunos puedan implicarse mucho en los proyectos invertidos, generalmente lo harán en áreas muy específicas del negocio. Por las características de sus antiguos empleos, esta tipología de ángeles está muy acostumbrada a trabajar en equipo, en red, y, por tanto, muchos de ellos son miembros activos de alguna red de ángeles inversores (RAI) otros por el contrario (como las dos mujeres de este estudio) actúan a través de redes más informales construidas a partir de su propio capital social.

En cuanto al objeto de esta tesis doctoral, a lo largo de los cinco apartados precedentes, este estudio exploratorio ha analizado una amplia variedad de factores que condicionan la aparición y desarrollo de los ángeles inversores en Cataluña con independencia de su perfil. Dicho de otra forma, todos los ángeles inversores, sea cual sea su perfil están condicionados en mayor o menor medida por las mismas tipologías de factores. La Figura 10 recoge estos factores agrupándolos en las tres grandes dimensiones estudiadas: individuo, existencia de RAIs y entorno. Es conveniente notar que la veintena larga de factores que se muestran en esta figura no deben entenderse como una lista cerrada, sino más bien como un punto de partida para evidenciar que la aparición de los ángeles inversores está condicionada por tres grandes dimensiones de factores. Sin duda son los relacionados con el individuo los que se han mostrado más influyentes, sin embargo, también la existencia de redes de ángeles inversores así como el entorno se han revelado factores altamente determinantes de la aparición y especialmente del posterior desarrollo como inversores de los ángeles en Cataluña.

Figura 10. Factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los factores relacionados con el individuo, se ha visto que los factores sociodemográficos tienen una gran influencia. Tal y como se ha señalado anteriormente, debe destacarse especialmente la elevada formación que poseen los ángeles inversores de Cataluña, son personas muy preparadas que están muy pendientes de la actualidad económica y empresarial del país. En cuanto a la riqueza e ingresos, se observa que estos factores presentan una cierta correlación con la edad, así los ángeles más jóvenes son los que presentan un menor patrimonio personal, son por tanto los ángeles más agresivos y con una mayor predisposición al riesgo, ya que invierten en las empresas no cotizadas un mayor porcentaje de su riqueza. En cuanto al género, señalar una vez más que la gran mayoría de ángeles que operan en Cataluña son hombres.

En relación a los factores relacionados con el contexto personal del individuo destacar que todos los ángeles analizados presentan una elevada experiencia en la gestión de empresas, y muchos de ellos (los de perfil emprendedor) también en la propiedad de sociedades. Por lo que respecta a la experiencia en la creación de empresas, puede distinguirse claramente entre los ángeles emprendedores que si cuentan con esta experiencia y los ángeles de perfil directivo y ejecutivo que por lo general no disponen de ella. Como se ha señalado anteriormente, esta es una diferencia que conlleva algunas implicaciones importantes en la forma de actuar de los ángeles inversores. Ya por último, en cuanto a la motivación, como se ha destacado en los apartados precedentes, los ángeles analizados han mostrado claramente que el factor económico no es ni mucho menos el único que les ha impulsado a realizar este tipo de inversiones, sino que estas son fruto de una triple motivación: económica por supuesto, pero también la búsqueda del placer y la diversión, además del deseo de colaborar y aportar al conjunto de la sociedad.

Por lo que se refiere al segundo gran factor analizado, la existencia de redes de ángeles inversores (RAIs) en Cataluña, se observan dos grupos de ángeles claramente diferenciados. Uno de estos grupos (formado por seis de los diez ángeles entrevistados) piensa que las actuales RAIs han influido más bien poco en su conversión en ángeles mientras que el otro (integrado por los otros cuatro ángeles) considera que su actual desempeño como ángel inversor tiene mucho que ver con la existencia de las actuales RAIs. Sin embargo, más allá de esta percepción, en lo que si existe un

mayor grado de coincidencia (más en los hombres que en las mujeres) es en considerar que las RAIs son instrumentos muy útiles para el mantenimiento y desarrollo de su carrera como ángeles inversores. Esta apreciación se basa en la creencia que las RAIs proporcionan servicios de indudable valor a los ángeles inversores como, por ejemplo, la provisión de muchas oportunidades de inversión de calidad y más y mejores contactos con otros ángeles, lo que a su vez se traduce en muchas más posibilidades de coinversión, por citar los más significativos. Por otro lado, también debe destacarse que el grado de vinculación de los ángeles analizados a las distintas RAIs no es ni mucho menos homogéneo a lo largo del tiempo. Así, algunos ángeles que en el pasado han estado muy vinculados a alguna/s red/es ahora apenas lo están, mientras que en otros el interés por pertenecer a una RAI acaba de iniciarse.

Ya por último, en lo relativo al factor entorno, señalar en primer lugar que los ángeles analizados en este estudio han considerado que este factor en ningún caso ha ejercido tanta influencia en su conversión en ángeles como la que ha ejercido el factor individuo. Sin embargo, a pesar de esta menor importancia, todos han señalado la influencia que ejercen determinados factores del entorno como, por ejemplo, la fiscalidad y el clima económico general. Este estudio exploratorio también ha mostrado que el reconocimiento que el conjunto de la sociedad brinda a la figura del ángel inversor es un elemento que influye en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores. En relación a este aspecto, este estudio pone de relieve que el conocimiento y reconocimiento que tiene actualmente esta figura en Cataluña no es suficiente. Por tanto, se entiende que una de las aportaciones que realiza esta tesis doctoral es destacar la conveniencia de la colaboración de todos (los propios ángeles, las RAIs, los gobiernos y la propia sociedad) para mejorar tanto el conocimiento de la existencia de ángeles, como el reconocimiento a su labor, para de esta forma aumentar el número de ángeles que invertirán en nuevos proyectos en Cataluña.

Antes de presentar las conclusiones y para finalizar este apartado se realiza un breve resumen de las proposiciones presentadas. En este sentido es importante señalar que de las 17 proposiciones secundarias planteadas en este estudio –todas ellas relacionando aspectos de las tres dimensiones estudiadas (cuatro referidas al individuo, seis a las RAIs y siete al entorno) con la aparición y desarrollo de los ángeles inversores– 12 han recibido un total apoyo. En cuanto a las 5 restantes, en 3 de ellas (la 2E y la 2F referidas a las RAIs y la 3D referida al entorno) se ha recibido un débil apoyo, lo que significa que los aspectos considerados (posibilidad de mejores rendimientos, contactos con el capital riesgo formal y existencia del MAB) no se han mostrado como factores claramente influyentes. Las 2 proposiciones restantes (la 3C y la 3D ambas referidas al entorno) a pesar de no haber recibido el suficiente apoyo, básicamente por la forma en que estaban planteadas, si han mostrado que los factores analizados (la disponibilidad de deuda y el comportamiento de mercados como el bursátil e inmobiliario) tenían algún tipo de influencia en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores, aunque no quedase demasiado claro el signo de esta relación.

Además, cabe señalar que algunas de las proposiciones, concretamente las que tratan factores relacionados con el individuo, han recibido un fuerte apoyo después de un detallado análisis de una gran variedad de variables o factores. Así, por ejemplo, la proposición 1A, que trata sobre los factores sociodemográficos del individuo, ha analizado aspectos como la educación, los ingresos, la riqueza, la edad y el género. Por su parte, la proposición 1B, que analiza los factores relacionados con el contexto personal del individuo, ha recibido un fuerte apoyo después de analizar la experiencia del individuo en la gestión empresarial (ya sea como propietario, gerente, directivo o ejecutivo de empresas), su papel en la creación de nuevas empresas, el hecho de haber conocido a otros ángeles y su perfil de riesgo.

Finalmente, señalar que muchos de los factores que se muestran en la Figura 10 presentan un cierto grado de interrelación. De hecho, a efectos de una mayor claridad visual se ha optado por señalar tan sólo algunas de estas interrelaciones en la figura presentada, como, por ejemplo, la que existe entre la motivación económica y el deseo de mejores rendimientos, o el origen y fuente de la riqueza y la experiencia en la propiedad o gestión de empresas. Sin embargo, del tratamiento de las entrevistas realizadas se desprende que hay muchas más; así, por ejemplo, la formación o educación de un individuo es un factor que está muy relacionado con otros muchos de los factores relacionados con el individuo e incluso con la existencia de RAIs y el entorno. También el factor género genera variadas interrelaciones con otras muchas tipologías de factores.

En definitiva, como ya se ha señalado al inicio de este apartado, el objetivo de la Figura 10 no es otro que mostrar de forma gráfica y resumida los resultados obtenidos en este estudio exploratorio. Estos resultados señalan que los factores que condicionan a un individuo a convertirse en un ángel inversor en Cataluña pueden agruparse en tres amplias dimensiones: el propio individuo, la existencia de redes de ángeles inversores y el entorno. Tanto la primera como la tercera de estas dimensiones están formadas por múltiples factores, algunos han sido tratados en este estudio, pero otros muchos no; por tanto, la Figura 10 no pretende ofrecer una visión completa del fenómeno, sino que su objetivo es simplemente servir de base a futuras investigaciones sobre el desarrollo de la figura del ángel inversor, una figura que goza de un creciente reconocimiento y valoración en el campo de la creación de empresas.

Capítulo 5. Conclusiones

5.1 Síntesis

Como ya se ha comentado, este estudio exploratorio, centrado en Cataluña, ha demostrado que existen una serie de factores que condicionan a un individuo a convertirse en un ángel inversor. Al mismo tiempo, los datos aportados apuntan a que estos factores pueden agruparse en tres grandes grupos o dimensiones de factores.

En el primer grupo encontraríamos todos aquellos factores relacionados con el individuo. Algunos de ellos como, por ejemplo, los sociodemográficos –entre los cuales, se ha destacado la educación o formación, la riqueza y los ingresos, la edad y el género– son fácilmente objetivables. Dicho en otras palabras, los datos aportados por este trabajo vienen a corroborar un conjunto de proposiciones ya detectadas y expuestas por un amplio abanico de estudios que han tratado el fenómeno ángel en todo el mundo. En este sentido, en Cataluña, como en cualquier otra parte del mundo, los ángeles inversores son básicamente hombres, poseen una buena educación, unos elevados ingresos y un gran patrimonio. En cuanto a la edad, se encuentran en una franja bastante amplia, aunque la mayor parte tienen una edad comprendida entre los 35 y los 65 años. Precisamente en lo relativo a estos factores sociodemográficos, este estudio muestra que en Cataluña, aunque probablemente está sea una tendencia global, existe una franja de ángeles muy jóvenes, con edades cercanas a los 30 años. Algunos de estos ángeles novatos se atreven a invertir en empresas no cotizadas sin contar con un gran patrimonio que les proporcione la seguridad deseada, aunque precisamente esta falta de seguridad lleva a estos individuos a realizar inversiones de importes de baja cuantía, por lo general inferiores a los 20.000 €.

Como se ha sugerido en la descripción del modelo, los factores sociodemográficos (disponer de una buena educación, contar con elevados ingresos y un alto patrimonio, ser hombre y haber superado la treintena larga de años) confieren a un individuo la posibilidad de convertirse en un ángel inversor. Así, es muy difícil que un individuo se plantee invertir en empresas no cotizadas que se encuentran en sus primeras etapas de vida y donde no mantenga ninguna relación familiar ni de amistad con los emprendedores, si no se dan la mayoría de estos condicionantes. Sin embargo, que un individuo posea los condicionantes sociodemográficos de ángel inversor no significa que vaya a serlo, de hecho sólo una pequeña parte de los que podrían serlo, realmente lo son. Por consiguiente, se requieren otras cosas como, por ejemplo, disponer de los conocimientos y experiencias necesarias para que la inversión tenga unas mínimas posibilidades de éxito. En este caso, el saber viene proporcionado en gran parte por lo que se ha denominado factores contextuales del individuo, que incluyen la experiencia en la gestión empresarial –ya sea en la dirección o gerencia de empresas propias, o bien en el ámbito directivo o ejecutivo de empresas propiedad de terceros–, la experiencia en la creación de empresas, conocer a algún ángel y, finalmente, poseer una alta tolerancia al riesgo.

En definitiva, los individuos que disponen de este saber y, a la vez, poseen los condicionantes sociodemográficos para ser ángel inversor tienen una alta probabilidad de convertirse en ángeles.

Conviene indicar que los factores sociodemográficos no son independientes de los factores contextuales; de hecho, estos últimos inciden en los primeros y viceversa. Así, por ejemplo, una buena educación será la base para que muchos individuos puedan acceder a puestos de responsabilidad en la gestión empresarial; por otro lado, disponer de estos conocimientos y experiencia requerirá un tiempo, lo cual condicionará a la edad. Asimismo, pertenecer a una familia que dispone de un elevado patrimonio, muchas veces concretado en participaciones en empresas, puede proporcionar un fácil acceso a la gestión empresarial a algunos individuos, en este caso como gerentes propietarios. Incluso sin llegar a este extremo, muchos individuos pertenecientes a familias adineradas con propiedades empresariales pueden adquirir una mayor predisposición al riesgo y un mayor contacto con determinadas figuras propias del ámbito empresarial como son los ángeles inversores. En definitiva, los factores sociodemográficos influyen en los factores contextuales y a la inversa.

Como ya se ha señalado, cuando un individuo posee los condicionantes sociodemográficos y el saber (factores contextuales), existe una alta posibilidad de que este individuo, efectivamente, se convierta en ángel. De hecho, una cierta proporción de ángeles lo son simplemente a partir de estos dos tipos de factores: son individuos que consideran que pueden sacar partido de sus conocimientos y experiencias, pueden permitírselo y, por consiguiente, se arriesgan a invertir en empresas no cotizadas en busca de una buena rentabilidad sin más.

Asimismo, existe una tercera tipología de factores asociados al individuo que tienen que ver con sus motivaciones. Estos factores, si se añaden a los dos anteriores, no sólo aumentarán las posibilidades de que este individuo realice inversiones ángel, sino que conseguirán que esta actividad la desarrolle durante muchos años. Aunque una de las motivaciones más importantes a la hora de plantearse realizar inversiones ángel sea la económica, en la mayoría de casos, no es la única. Diferentes estudios realizados en todo el mundo, y este no es ninguna excepción, muestran que esta motivación no es en absoluto la única, y en algunos casos ni tan siquiera es la principal. De hecho, la literatura ha recogido (y este estudio las corrobora) otras dos motivaciones que empujan a los individuos a invertir en empresas de terceros no cotizadas: el placer que esta actividad genera (motivación hedonista) y el deseo de ayudar y aportar a la sociedad (motivación altruista).

No obstante, como cabría esperar, también existe una proporción de ángeles que sólo se sienten motivados a realizar inversiones ángel por la rentabilidad que puedan obtener. Pero, dado que no es fácil lograr rendimientos de las inversiones ángel, en la medida en que no lo consigan, despreciarán esta actividad y la abandonarán para siempre. Por el contrario, aquellos individuos que, persiguiendo obtener una buena rentabilidad, a su vez, disfrutan con el proceso, sin duda aceptarán bajas rentabilidades económicas e incluso tolerarán pérdidas, debido a que este tipo de inversión les

produce una satisfacción personal que no pueden alcanzar con otro tipo de inversiones. Así, la valoración o la satisfacción que este tipo de inversiones producirá en estos individuos será todavía mucho mayor si también se siente atraídos por la posibilidad de colaborar y ayudar, en primera instancia, a los promotores del proyecto y, en última, a toda la sociedad mediante la prestación de un servicio o el desarrollo de una tecnología o producto beneficioso para la comunidad, pasando evidentemente por la creación de empleos directos e indirectos y la promoción del territorio ya sea a nivel local y/o nacional.

En resumen, el tercer factor individual, el motivacional, implica que aquellos individuos que, persiguiendo la rentabilidad económica, consiguen obtener una satisfacción personal y, además, dan valor a la posibilidad que su actividad pueda contribuir positivamente a toda la comunidad, estarán mucho más implicados en este tipo de inversiones y, probablemente, la ejercerán con más entusiasmo y durante mucho más tiempo que aquellos individuos que sólo persiguen ganar dinero. Consecuentemente, este tercer factor asociado al individuo, el motivacional, posiblemente tenga mucho más que ver con el desarrollo del ángel inversor que con su aparición. La motivación económica posiblemente sea la que más impulse a un individuo a convertirse en ángel, pero en cambio, una triple motivación (económica, hedonista y altruista) es la que asegura la continuidad de la carrera inversora del ángel.

Un segundo grupo de factores son los relacionados con el entorno. Antes de proseguir en su análisis, conviene destacar que el verdadero motor de conversión de un individuo en ángel se encuentra en el propio individuo, (o sea en los factores analizados anteriormente). Por tanto, este segundo factor, frente a la voluntad del individuo de convertirse (o no) en un ángel inversor, tan sólo puede ejercer la función de apoyar y alentar esta decisión o, por el contrario, dificultarla y entorpecerla. En consecuencia, aunque los factores relacionados con el entorno pueden ejercer una importante influencia en la aparición y desarrollo de ángeles inversores, su influjo nunca será tan decisivo como el factor individuo.

Centrando el análisis en el entorno, lo primero que conviene indicar de este factor es su amplitud, puesto que está formado por todo cuanto rodea al individuo. De hecho, las propias redes de ángeles inversores (RAIs), que en este estudio figuran como el tercer gran factor condicionante de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores, podrían considerarse un elemento más de este entorno. Sin embargo, en este estudio, como ya se ha justificado, se apuesta por considerar que las RAIs constituyen un factor con personalidad propia y por tanto ajeno al entorno. Por consiguiente, los factores del entorno que se han analizado en este estudio han sido básicamente económicos, gubernamentales y culturales. Cabe indicar que la lista de factores o subfactores vinculados al entorno podría ser objeto de amplia discusión; con todo, en este trabajo no se ha presentado una lista cerrada de factores, sino que simplemente se han analizado unos cuantos, los que la literatura ha revelado como más importantes y aquellos otros que se han considerado más adecuados a las particularidades de Cataluña.

En relación al entorno económico, indicar que la actividad de los ángeles inversores, como su propio nombre indica, es invertir; por tanto, esta actividad estará altamente influenciada por un amplio conjunto de estructuras, variables y magnitudes económicas. En este trabajo se ha investigado como afectaban algunas de estas estructuras, (el mercado bursátil, el inmobiliario y el MAB) y algunas de las variables (el crecimiento económico, la disponibilidad de deuda y la existencia de oportunidades de inversión). Se ha observado que cada uno de estos factores o subfactores del entorno económico ejerce algún tipo de influencia en la aparición de ángeles y en la predisposición a invertir de los ya existentes. En algunos casos, este efecto es muy débil, demasiado débil como para ser tenido en cuenta, es el caso, por ejemplo, de la existencia del MAB. En otros casos, aunque el efecto es importante, existe una disparidad de opiniones en relación a si el efecto es beneficioso o perjudicial (el caso del comportamiento de los mercados y la disponibilidad de deuda) en el resto (existencia de oportunidades de inversión y crecimiento económico) si se ha concluido que contribuyen a la aparición y desarrollo de ángeles inversores. De hecho, esta conclusión no sólo viene avalada por las opiniones de los ángeles analizados en este estudio, sino que también la apoyan los datos obtenidos en la encuesta realizada a 46 hombres y mujeres empresarios, directivos y ejecutivos (HyMEyD) de Cataluña que no son ángeles. Así, de los 46 individuos encuestados, los 12 hombres y 6 mujeres que manifestaron un gran interés y muchas posibilidades de convertirse en ángeles inversores en el futuro, indicaron, de media, que el motivo más importante por el cual todavía no habían realizado ninguna inversión y, por tanto, aún no eran ángeles, era precisamente que nunca se habían topado con una buena oportunidad de inversión. De esta forma, este estudio exploratorio coincide plenamente con otros estudios (como por ejemplo los de Wetzel, 1986b, 1987; Mason y Harrison, 1994, 1999a, 2002b; Van Osnabrugge y Robinson, 2000; Paul, Whittam y Johnston, 2003) que señalan que un elemento del entorno como es la falta de oportunidades de inversión interesantes es una de las principales barreras a la inversión ángel y por tanto un factor altamente influyente en la aparición y desarrollo de ángeles inversores.

En cuanto al entorno gubernamental, aunque los gobiernos tienen muchas formas de intervenir en el desarrollo de un determinado mercado –en este caso el ángel– en este estudio tan sólo se ha analizado el efecto que tendría la adopción de una política impositiva o fiscal que proporcionase algún tipo de ventajas a la inversión ángel. Las opiniones de todos los actores analizados en este trabajo –ángeles, responsables de RAIs, e incluso los no ángeles– han mostrado que este es un factor claramente influyente, no en vano afecta a la rentabilidad que los ángeles pueden obtener en sus inversiones. No debe olvidarse que una gran parte de las inversiones ángel acaban en pérdidas, en algunos casos totales; por tanto, no es de extrañar que los ángeles valoren la existencia de esquemas fiscales que les permitan obtener una rentabilidad global de sus inversiones lo suficientemente buena como para seguir invirtiendo. En este sentido, como apuntan algunos ángeles del estudio, no se trata de pedirle a la administración que ayude a estos individuos a hacerse ricos, sino más bien a evitar que se arruinen. Además, acciones en este sentido pueden ser vistas por los ángeles como un reconocimiento a su labor y, en la medida que el ángel no sólo invierte por dinero, la

adopción de esquemas que puedan mejorar la rentabilidad de los ángeles también puede proporcionar inputs positivos en relación a la motivación hedonista y altruista. De esta forma si los ángeles llegan a considerar que los gobiernos y las administraciones públicas valoran muy positivamente la figura del ángel inversor gracias a su arriesgada apuesta por la inversión en empresas que se encuentran en sus primeras etapas de vida, muy probablemente esta alta valoración o reconocimiento conducirá a que aparezcan más ángeles y a que los ya existentes aumenten el número de inversiones.

Siguiendo con los factores del entorno, este estudio ha realizado una pequeña incursión en el entorno cultural y empresarial para analizar la percepción que el empresariado y el conjunto de la sociedad catalana posee de los ángeles inversores, según los propios ángeles, y de si este factor podía también ejercer algún tipo de influencia en la aparición de nuevos ángeles y en el desarrollo profesional de los ya existentes. En este sentido, lo primero que conviene indicar es que, en opinión de los ángeles catalanes, la figura del ángel inversor es muy poco conocida en Cataluña. Aunque los datos presentados son algo dispares, manifiestan una cierta convergencia en el sentido que no más del 10% de la población de Cataluña conoce qué es y a qué se dedica un ángel inversor. Este estudio defiende que este elevado desconocimiento debería corregirse, por lo menos si se cree (así lo avalan estudios como los de Freear y Wetzell, 1990; Bowden, 1994; Hogan y Hutson, 2005; Månsson y Landström, 2006; Festel, 2011) que el fenómeno ángel tiene mucho que ver con la creación de riqueza. Si se acepta que los ángeles inversores invierten parte de su patrimonio personal en empresas de reciente creación, con un elevado potencial de crecimiento, pero también con unas altas probabilidades de fracaso, debe entenderse que estos individuos apuestan por la creación de riqueza, por supuesto que en beneficio propio, pero, como ya se ha justificado repetidamente, también buscando (o por lo menos valorando) un beneficio para el conjunto de la comunidad.

Por tanto, avanzando ya alguna de las implicaciones que se tratarán más adelante, es conveniente difundir la existencia de los ángeles inversores y su compromiso por la creación de riqueza entre toda la sociedad catalana. De hecho, una de las principales conclusiones de este estudio es que los ángeles consideran que cuanto más se les conoce más se les valora. En la medida en que un individuo (los ángeles no son ninguna excepción) se sienta valorado por la realización de una actividad, dedicará más esfuerzos en mantenerla e incluso en aumentarla. Así pues, es conveniente que los ángeles sean conocidos y, en consecuencia, correctamente valorados tanto por los empresarios y emprendedores, como por la administración pública y, en definitiva, por toda la sociedad en general, incluido por supuesto el ciudadano de a pie.

En consecuencia, es muy importante que tanto los empresarios tradicionales como los jóvenes (o no tan jóvenes) emprendedores valoren la apuesta por la creación de riqueza que realizan los ángeles. Esto, sin duda, ayudará a que existan más ángeles, entre otras cosas porque muchos de estos empresarios y emprendedores algún día acabarán convirtiéndose en ángeles. Asimismo, que la administración pública catalana valore con hechos, además de con palabras, la actividad inversora de

los ángeles también contribuirá a la aparición de nuevos ángeles y a estimular este tipo de inversión en Cataluña. Por último, que la sociedad catalana conozca la existencia de ángeles, les valore e incluso se sienta orgullosa de ellos, como lo está de su capacidad emprendedora mostrada a lo largo de los años, sin duda, posibilitará la creación de un círculo virtuoso que incentivará a muchos individuos a convertirse en ángeles, lo cual proporcionará un gran dinamismo a la economía catalana convirtiéndola en un polo de crecimiento²³ e innovación del sur de Europa que atraerá (como ya lo está haciendo) a emprendedores con talento de otras partes del mundo que contribuirán con sus proyectos a la creación de riqueza y a la aparición de nuevas oportunidades, lo cual, a su vez, incentivará a muchos más individuos a convertirse en ángeles.

En definitiva, aunque el entorno no puede “fabricar” ángeles, puede facilitarles su trabajo y ofrecerles recompensas, tanto económicas como psíquicas de forma que sea fácil y hasta cierto punto conveniente, que ciertos individuos que poseen un conjunto de atributos individuales se conviertan en ángeles.

Finalmente, un tercer gran factor que condiciona la existencia de ángeles inversores en Cataluña son las redes de ángeles inversores (RAIs). Generalmente, las RAIs actúan cuando en el individuo ya se ha manifestado la voluntad, o por lo menos, la posibilidad de ejercer como ángel inversor. Lo deseable, sin embargo, al menos en el caso de Cataluña, sería que actuaran mucho antes, realizando una labor mucho más enérgica en la difusión de la figura del ángel inversor. Asimismo, esta difusión no debería centrarse únicamente en la búsqueda de ángeles inversores a corto plazo, sino que debería dotarse de objetivos más estratégicos que permitieran transmitir a toda la sociedad catalana las ventajas que supondría para el conjunto de Cataluña disponer del mayor número posible de ángeles inversores. En este sentido, salvo muy contadas excepciones, las RAIs que operan actualmente en Cataluña parecen no estar todavía por esta labor. De hecho, no sólo no toman la iniciativa, sino que incluso parecen poco dispuestas a colaborar en iniciativas impulsadas por terceros, como puede ser la realización de este trabajo.

En cualquier caso, más allá de los aspectos susceptibles de mejora, las RAIs catalanas ejercen un papel muy importante en la conversión y, especialmente, en el desarrollo de los ángeles inversores. De hecho, en Cataluña son pocos los ángeles que en algún momento de su carrera no se han acercado a alguna RAI, incluso la mayoría de los ángeles críticos con las actuales RAIs se han servido de ellas en alguna ocasión. En Cataluña, con más o menos acierto, con una visión más individualista o bien más global, con una cierta tacañería o con mayores dosis de generosidad, todas las RAIs operativas prestan una serie de funciones y servicios de alto valor para aquellos individuos

²³ La teoría de los polos de crecimiento o polos de desarrollo fue derivada inductivamente por Perroux (1955) a partir de la observación del proceso real del desarrollo económico. Basándose en la observación de que el desarrollo no se presenta simultáneamente en todas partes y al mismo tiempo, pues surge en puntos o polos de desarrollo con intensidad variables; se difunde por diversos canales y tiene diversos efectos finales para la economía en su conjunto.

que realizan o pretenden realizar inversiones ángel. Como indicaba uno de los ángeles entrevistados en el estudio, las RAIs son para los ángeles lo que es un club de tenis para un jugador de tenis. Por supuesto, que se puede jugar al tenis sin estar afiliado a ningún club, pero desde luego el tenis catalán actual no sería el mismo sin la existencia de los pequeños y grandes clubes que, junto con la federación, se encargan de promoverlo. Con las RAIs sucede algo parecido, son la cabeza visible del fenómeno ángel, actúan como punto de encuentro entre los ángeles actuales y potenciales proporcionándoles formación para desarrollar su carrera, proyectos de inversión de calidad para concretar sus inversiones y contactos con otros ángeles para compartir experiencias e inversiones (coinvertir).

Aunque las RAIs realizan otras funciones o servicios, los datos presentados en este estudio muestran que los servicios citados anteriormente son muy valorados, tanto por los ángeles actuales como por los ángeles potenciales. Es cierto que algunos ángeles pueden actuar totalmente al margen de estas redes, y no es menos cierto que existe un segmento de ángeles muy críticos con el funcionamiento de las actuales RAIs en general, lo cual ha provocado que hasta el momento no se hayan adherido a ninguna de ellas. Sin embargo, para la inmensa mayoría de ángeles las funciones indicadas anteriormente son claves para su desarrollo profesional, y aunque en cierta medida puedan conseguirse al margen de las RAIs, en algún momento de sus carreras necesitaran formar parte de una RAI para disponer de ellas, o en todo caso para validar que lo que las RAIs les ofrecen no es mejor que lo que han conseguido articular por su cuenta.

Tendremos, pues, a un grupo de ángeles que nacerán y morirán al amparo de las RAIs, muchos de ellos ni tan siquiera son o serían capaces de imaginar su actividad al margen de la red o redes a las cuales están adheridos. Sin embargo, existe un numeroso grupo de ángeles (probablemente la mayoría) para quienes a pesar de haber formado parte e incluso haber estado altamente involucrados en alguna RAI en una o varias etapas de de su carrera, gran parte de la misma la desarrollan un tanto al margen de las actuales RAIs. Son ángeles que con su experiencia han conseguido crearse una infraestructura (formación, canales de suministro de oportunidades, contactos,...) a su medida y que, por tanto, sólo utilizan a las RAIs de forma puntual y básicamente como mecanismo de actualización y mejora de las infraestructuras creadas. En relación a este aspecto, este estudio es de la opinión que las RAIs actualmente operativas en Cataluña deberían realizar un esfuerzo para seguir ofreciendo servicios de calidad adaptados a sus asociados, para de esta forma conseguir una mayor fidelización. Probablemente, se requiera también de la aparición de nuevas redes dirigidas a aquellos colectivos más críticos con las RAIs actuales, en este sentido, avanzando una nueva implicación, sería conveniente la creación de una red o portal dirigido a las mujeres ángel de Cataluña.

En cuanto a las RAIs, y a modo de resumen, destacar que este estudio las considera esenciales para el desarrollo del mercado ángel en Cataluña. No debe olvidarse que el fenómeno ángel en Cataluña es reciente y que las actuales RAIs aún no cuentan con la madurez necesaria (casi ninguna cuenta con una década de existencia). Por consiguiente, se cree que la evolución del mercado ángel en

Cataluña tendrá mucho que ver con la evolución ampliación y mejora que estas redes puedan implementar en los próximos años. En este sentido, señalar que el autor de este estudio espera y desea que actuales RAIs y las nuevas que aparezcan no se sitúen a remolque de los acontecimientos, sino que sepan inspirar, liderar y catalizar las acciones necesarias para afrontar y superar los retos a los que el mercado ángel catalán deberá enfrentarse en el futuro.

Para finalizar esta síntesis, tan sólo reiterar que la aparición y desarrollo de ángeles inversores en Cataluña se debe a una gran variedad de factores que pueden englobarse en tres grandes grupos o dimensiones: individuo, entorno y existencia de RAIs. Los factores del individuo son los que han mostrado una mayor capacidad de influencia, pero tanto la presencia de un entorno “agradable” como la existencia de RAIs también se han mostrado factores altamente vinculados a la voluntad de un individuo de ejercer como ángel inversor y, muy especialmente, al mantenimiento y desarrollo de su actividad inversora.

5.2 Implicaciones

Implicaciones para los responsables políticos

Partiendo de la base que la existencia de ángeles inversores en Cataluña es beneficiosa para su desarrollo económico, este estudio presenta dos claras implicaciones a los responsable políticos de Cataluña. La primera es fomentar la aparición de nuevos ángeles para ello, según Mason y Harrison (1993b), se pueden desarrollar muchas políticas. En este estudio exploratorio se defiende que una de estas políticas consiste en impulsar el reconocimiento de la figura del ángel inversor. Para conseguir este reconocimiento existen muchas vías, pero una de ellas se fundamenta en difundir la figura del ángel inversor. Esta difusión puede y debe pasar por la educación, pero a más corto plazo, podría pasar por la inclusión de programas y reportajes sobre esta figura en los medios públicos de masas como la radio y la televisión.

Otra de las acciones que los responsables políticos deberían implementar para conseguir aumentar el número de ángeles está relacionada con la inserción y desarrollo de la mujer en el hábitat de los ángeles inversores. En el marco de las políticas de igualdad, los gobiernos deberían realizar esfuerzos para incrementar el porcentaje de mujeres ángeles en Cataluña. Como en los casos precedentes existen diferentes formas de conseguirlo, una de ellas podría ser brindando apoyo a la creación de una o varias redes de ángeles inversores (RAIs) formadas exclusiva o mayoritariamente por mujeres.

La segunda implicación consiste en incentivar a los ángeles ya existentes a que realicen más inversiones. En este sentido trabajos previos como los de Mason y Harrison (1999a, 2000a) muestran que los incentivos fiscales conseguirían que los ángeles inversores más activos consideraran seriamente la asignación de una mayor proporción de su cartera de inversión al sector de empresas no cotizadas. En la misma línea los datos presentados en este estudio han mostrado

que las mejoras en el tratamiento fiscal de los ángeles inversores en Cataluña es uno de los factores que más incide tanto en la aparición de nuevos ángeles, como en el incremento de inversiones realizadas por los ángeles ya existentes.

Implicaciones para las organizaciones empresariales

Los empresarios y emprendedores son sin duda alguna los principales beneficiarios de la existencia de ángeles inversores. Lo son por vía directa, ya que son los que reciben la financiación que les proporcionan los ángeles para iniciar o desarrollar su negocio y lo son también por vía indirecta, en tanto que podrán beneficiarse de las ofertas y demandas que generarán las nuevas empresas.

Durante la realización de este trabajo, se ha contactado con la mayoría de organizaciones empresariales catalanas. Concretamente, se les pidió su colaboración para transmitir una encuesta a sus asociados y la gran mayoría rehusó colaborar. Las pocas que colaboraron (figuran en la página 143 y a las cuales se reitera el más sincero agradecimiento) simplemente enviaron un correo electrónico a sus miembros. De esta forma, permitieron que algunos/as de sus asociados/as (probablemente aquellos/as más interesados en el fenómeno ángel) tuvieran la posibilidad de participar en este estudio y de esta forma también conocer un poco más sobre los ángeles inversores y, a la vez, colaborar en el desarrollo de esta figura.

En este estudio se considera que estas organizaciones deberían transmitir a sus asociados/as las ventajas de contar con el mayor número posible de ángeles inversores y persuadir a todo el colectivo empresarial a colaborar en el desarrollo y difusión de esta figura. De hecho, sin duda alguna, este es uno de los colectivos que más ángeles puede generar (recordemos que el perfil emprendedor es junto con el perfil directivo-ejecutivo, el que más ángeles agrupa actualmente en Cataluña). Por consiguiente, sería conveniente que las diferentes organizaciones empresariales incluyeran en sus apretadas agendas actos para difundir y apoyar la aparición de nuevos ángeles y, por supuesto, en la medida de lo posible, colaborar con todas las iniciativas que trabajen en esta línea.

Otro aspecto, ya tratado en las implicaciones dirigidas a los responsables públicos, pero que también debe considerarse en las implicaciones empresariales tiene que ver con las mujeres, más concretamente en la necesidad de dedicar esfuerzos adicionales hacia la implicación de las mujeres en el colectivo ángel. Este estudio ha contado con las opiniones de dos mujeres ángeles, de sus palabras se deduce que estas mujeres se sienten más a gusto relacionándose y coinvirtiéndose con otras mujeres. De hecho, ninguna de las dos entrevistadas en este estudio forma parte de ninguna de las RAIs que actualmente operan en Cataluña y, además, no parecen mostrar ningún interés en ellas. Así pues, sería idóneo que se impulsará la creación de una red, portal, asociación, sindicato, grupo o como quiera llamársele, integrado exclusivamente (o por lo menos mayoritariamente) por mujeres ángeles. Esta red, grupo o portal debería tener un marcado carácter femenino y, asimismo, ofrecer a todas las mujeres ángeles –y en especial a todas aquellas que se están planteando convertirse en ángeles– los mismos servicios que ofrece cualquier RAI catalana, pero desde un punto

de vista femenino. De esta forma, algunas de las mujeres ángeles actuales y especialmente las mujeres ángeles potenciales se sentirían mucho más a gusto en esta nueva red de lo que parecen estarlo en las RAIs que existen actualmente, todas ellas integradas casi exclusivamente por hombres.

Aunque este trabajo no pretende cargar la responsabilidad de promover esta red de ángeles inversores mujeres a nadie, si es de la opinión que las organizaciones empresariales formadas por mujeres (como alguna de las que ha colaborado en este estudio, y otras que, sin haber proporcionado datos útiles, igualmente han mostrado un gran interés en él), pueden ser el embrión de esta futura red. Una red que, a tenor de lo que está sucediendo por ejemplo en los Estados Unidos, muy probablemente incrementaría de forma notable el porcentaje de mujeres ángeles en Cataluña. A todo esto cabe añadir que la existencia de más mujeres ángeles, no sólo beneficiaría al fenómeno ángel y por tanto a la creación de riqueza, sino que a tenor de lo mostrado por estudios como el de Sohl y Hill (2007) la presencia de más mujeres ángeles también supondría una mejora en el desarrollo personal y profesional de otras mujeres, especialmente en el colectivo de mujeres emprendedoras.

Implicaciones para a las actuales RAIs

Actualmente, en Cataluña operan un mínimo de 10 RAIs, la mayoría muy distintas entre sí, lo cual dificulta el establecimiento de determinadas generalizaciones. Sin embargo, este estudio defiende que existen varios aspectos que la mayoría de estas RAIs deberían intentar mejorar en aras de un mayor crecimiento del sector. Así se considera que las RAIs deberían dedicar mayores esfuerzos a los siguientes aspectos:

Difusión de la figura del ángel inversor en la sociedad catalana. Este esfuerzo puede concretarse de muy distintas formas, por ejemplo, organizando o como mínimo participando en conferencias, talleres, etc. explicando el papel que el ángel inversor realiza en la creación y desarrollo de empresas, y realizando estas conferencias en el mayor número posible de ciudades catalanas, no sólo en sus sedes de Barcelona. En este sentido probablemente una de las redes que más se ha implicado ha sido BANC, por tanto, convendría que el resto de redes pudieran seguir su ejemplo. Otra forma que complementaría a la anterior sería la elaboración de estudios sobre el impacto que los ángeles tienen en la economía catalana, –por su vinculación a reconocidos centros educativos– probablemente las redes que deberían liderar esta actividad serían la del IESE y ESADE. Sin embargo, estos estudios deberían contar con el apoyo de todas las redes y deberían actuar como embrión de una futura base o panel de datos completo y fiable sobre el fenómeno ángel en Cataluña. Aunque, como se ha mostrado en el apartado 4.4.1, existen algunos datos sobre la inversión ángel en Cataluña, por lo general son demasiado globales y poco rigurosos.

Atención al ángel novel, aquel individuo que está considerando seriamente la posibilidad de realizar su primera inversión ángel. Se considera que muchos de estos individuos nunca darán el paso a convertirse en ángeles si no cuentan con un pequeño empujón. Se trataría por tanto de brindar a estos individuos un cierto apoyo para que su decisión de inversión cuente con altas posibilidades de

éxito. Por supuesto que la formación es clave en este aspecto, pero se cree que también sería muy interesante la creación de un servicio de acompañamiento. Aunque este servicio, como tal, no está documentado ni en ninguna de las redes que operan en Cataluña, ni en la gran mayoría de países, se piensa que sería muy positivo que las redes impulsaran la figura del ángel mentor. El ángel mentor debería contar con una amplia experiencia en la inversión ángel, y estar dispuesto a dedicar parte de su tiempo a acompañar al ángel inversor en su primera inversión. El ángel mentor debería poder transmitir al ángel novel su experiencia, sus criterios de inversión, indicarle aquellos aspectos donde más debe centrar su atención e incluso acompañarle en algunas de las reuniones que el ángel novel pueda mantener con el equipo emprendedor del proyecto en el que se plantea invertir. Por supuesto no será fácil contar con un numeroso grupo de ángeles mentores, ya que se trata de una tarea totalmente desinteresada, pero teniendo en cuenta que los ángeles no sólo actúan buscando el beneficio económico existe el convencimiento que la gran mayoría de RAIs serán capaces de encontrar algunos individuos dispuestos a realizar esta labor.

En cuanto a la formación, ya se ha señalado que es un elemento clave para la aparición de nuevos ángeles, por tanto, es un aspecto que las RAIs deberían atender algo mejor y no descuidarlo como algunas están haciendo. Por supuesto que en este aspecto debe también exigirse un firme apoyo de la administración, pero probablemente se requiere una actitud más activa en la mayoría de RAIs de Cataluña. En todo caso señalar que (en el momento de cerrar estas conclusiones, abril de 2013) algunas RAIs lo están haciendo bien, por tanto, iniciativas como la que organiza la red BCN Business Angels junto con Compas Private Equity, Fundación INLEA y Barcelona Activa denominada Plan Angel y cuyo objetivo es crear un plan de formación destinado a la reinversión de personas ejecutivas, directivas y empresarias produce una gran satisfacción al autor de este estudio y refuerza la creencia en la necesidad de este tipo de iniciativas.

Por último, las redes deberían esforzarse en atraer a más ángeles. Debería aumentar el número y sobre todo la proporción de ángeles que mantienen algún tipo de vínculo con alguna RAI catalana. Esta relación debería revertir positivamente tanto en las RAIs como en los ángeles. Las RAIs deberían proporcionar a los ángeles nuevos servicios de valor añadido. A su vez, los ángeles ofrecerían a las RAIs recursos para su financiación y también información tanto de carácter cuantitativo como cualitativo que pudiera mejorar su funcionamiento particular y el del sector en general. Cuanto mayor sea el porcentaje de ángeles que en Cataluña operan vinculados a alguna de las RAIs existentes, mejor conocimiento existirá del sector. Este conocimiento debe conducir a la implementación de nuevas acciones que impulsen el crecimiento de la inversión ángel y a eliminar aquellas otras que actúan como barreras a este tipo de inversión.

Implicaciones para los ángeles

Este estudio muestra que los ángeles cuanto más conocidos, más valorados son por el conjunto de la sociedad. Aunque los ángeles no invierten persiguiendo una alta valoración entre el conjunto de la sociedad, parece lógico suponer que este reconocimiento o valoración, aún cuanto leve, siempre

tendrá un efecto positivo en la predisposición de un individuo a convertirse en ángel y en el mantenimiento de su carrera inversora. Así pues, la implicación que se deriva de este estudio hacia todos los ángeles inversores es que deben esforzarse en difundir su actividad, no en presumir de ella, sino simplemente en explicarla, en mostrar su apuesta personal por el crecimiento empresarial y económico y en mostrar y demostrar que esta apuesta responde a una triple motivación (económica, hedonista y altruista).

Existen muchas formas para que los ángeles puedan difundir su actividad, una sería colaborando en estudios que –como, por ejemplo, esta tesis doctoral– tienen por objetivo impulsar el crecimiento de la inversión ángel en Cataluña. Sin embargo, la forma más común y a la vez sencilla es presentándose en público como ángel inversor o “*business angel*” y explicando a todos cuantos deseen oírlo en que consiste esta actividad.

5.3 Limitaciones y líneas futuras de investigación

Este estudio exploratorio, como la mayoría de investigaciones que pretendan estudiar el fenómeno ángel en Cataluña, cuenta con una importante limitación. Esta gran limitación se fundamenta en el desconocimiento de la población total de ángeles inversores y la prácticamente nula posibilidad de contar con una muestra estadísticamente representativa de ángeles inversores.

Ante la imposibilidad de establecer una muestra estadísticamente representativa de la población ángel de Cataluña cabe por supuesto la posibilidad de optar por un muestreo no probabilístico, de conveniencia, o accidental, o bien como se ha optado en este estudio, por aplicar un enfoque cualitativo. En ambos casos, los datos que se obtengan serán interesantes aproximaciones al fenómeno ángel, pero no serán extrapolables al conjunto de ángeles que operan en Cataluña, cuyo número e identidad se desconoce.

Fruto de esta importante limitación, este trabajo no ha tratado de caracterizar a la población total de ángeles de Cataluña, sino aportar un poco de luz sobre los factores que condicionan a que un individuo se convierta en ángel inversor y desarrolle una provechosa carrera como tal. Se quiere pensar que esta tesis doctoral contribuirá a que en el futuro pueda contarse con un amplio panel de datos referido a los ángeles inversores de Cataluña y en base a él puedan realizarse estudios que si permitan caracterizar al global de la población ángel y mejorar aún más el conocimiento sobre este segmento de inversores que tan decisivamente colabora en la creación y desarrollo de empresas.

En cuanto a las futuras líneas de investigación, debe indicarse que el fenómeno ángel es muy amplio. Gran parte de los estudios publicados recientemente se centran en analizar la relación que mantienen ángeles y emprendedores, en los mecanismos y criterios que los ángeles utilizan para seleccionar sus inversiones, en el funcionamiento de los sindicatos de ángeles y en el análisis de las acciones

gubernamentales en pro del desarrollo de este sector. Todos estos aspectos, y otros más clásicos como la medición del tamaño de la población ángel y el establecimiento de distintas tipologías de ángeles utilizando metodologías modernas (como la utilizada por Avdeitchikova, 2008) por supuesto que deberían ser objeto de futuras investigaciones en el ámbito de Cataluña, por tanto, los caminos a recorrer son largos y variados. Sin embargo, uno de los aspectos que este estudio considera que debería llamar la atención de los investigadores en los próximos años es el de promover la expansión de la mujer catalana entre los ángeles inversores.

Aunque no se dispone de datos fiables sobre el porcentaje que las mujeres ángeles representan sobre el total, todo parece indicar que es muy bajo. Una buena forma de aumentar la población de ángeles en Cataluña y, a su vez, contribuir a una mayor igualdad entre hombres y mujeres consistiría en promover la aparición de un amplio número de mujeres ángeles. Las dos mujeres que han formado parte de este estudio, ambas con una amplia experiencia en la dirección y gestión de empresas multinacionales y con una parte importante de su carrera ejercida en el extranjero, han mostrado algunas características distintivas con el resto de ángeles hombres. Este estudio defiende la necesidad de explorar –y en la medida de lo posible eliminar– las barreras que frenan a muchas mujeres catalanas –que estarían en disposición de convertirse en ángeles– a invertir en empresas no cotizadas propiedad de terceros.

Otra futura línea de investigación versaría sobre el verdadero papel de las RAIs en relación a la provisión de proyectos de calidad a sus miembros; se trataría, por tanto, de evaluar su función de filtrado. Convendría desarrollar trabajos, en línea con el estudio de Roach, 2010, que permitieran establecer si realmente la función de filtrado de las actuales RAIs proporciona mejoras sustanciales en la rentabilidad que los ángeles pueden obtener de sus proyectos. Se trataría, por tanto, de comparar (en términos de crecimiento, rentabilidad,...) los proyectos que han obtenido financiación por parte de alguna RAI con aquellos otros que han sido descartados por estas redes y, en lo posible también, con otros proyectos que hayan recibido financiación de ángeles al margen de las RAIs.

De las primeras líneas de estudio enunciadas y que se han señalado que deberían ser objeto de futuras investigaciones, las que convendría tratar con mayor celeridad serían las tres siguientes: en primer lugar, sería conveniente abrir una línea de estudio que tratara sobre los criterios que los ángeles catalanes utilizan para aceptar o rechazar los proyectos de inversión que les presentan. Aunque en diferentes países se han analizado estos criterios (ver trabajos de Prowse, 1998; Landström, 1995, 1998 y especialmente los de Mason y Harrison, 1996a; Maxwell, Jeffrey y Lévesque, 2011), en Cataluña no existe ningún estudio que muestre cuales son los criterios por los cuales los ángeles rechazan gran parte de las oportunidades de inversión que reciben y cuales son (en caso que sean distintos a los anteriores) los criterios que les llevan a invertir su dinero en unos pocos proyectos. Probablemente el estudio a fondo de estos criterios, junto con otros factores, proporcionaría la posibilidad de establecer diferentes perfiles de inversión o, si se quiere, diferentes tipologías de ángeles en Cataluña, dando por tanto lugar a otra línea de investigación cuyo objetivo

sería establecer distintas tipologías entre los ángeles que operan en Cataluña. Los resultados de estos estudios serían de gran utilidad para todos los emprendedores que persiguen la financiación ángel, ya que les orientaría en dos importantes aspectos que a su vez están relacionados. El primero tendría que ver con la definición, estructuración y presentación de sus proyectos. El segundo les indicaría a que tipología de ángeles deben dirigirse para optar a mayores posibilidades de financiación. A la vista de estos resultados el emprendedor debería, en primer lugar, evaluar cual es la tipología de ángel que mejor puede entender y apreciar su proyecto, y una vez determinada, –si realmente considera esencial la participación de uno o varios ángeles en el desarrollo de su proyecto–, debería adaptarlo o adecuarlo a las necesidades expuestas por la categoría de ángeles elegida.

Ya por último, se quisiera destacar la conveniencia de plantear un estudio que permitiera determinar el tamaño de la población ángel en Cataluña, realizando un estudio similar al reportado por Avdeitchikova, (2008) en Suecia. Partiendo de una muestra suficientemente amplia de la población catalana, (en Suecia se estableció una muestra de 40.320 personas) el objetivo de este estudio debería ser determinar el número y porcentaje de la población catalana que actúa como ángel inversor, así como establecer el volumen de inversión anual en empresas no cotizadas de este colectivo. Esta información y su posterior actualización serían básicas para evaluar la efectividad y conveniencia de las medidas tomadas para incentivar la inversión ángel.

Se finaliza ya esta tesis doctoral señalando una vez más la gran dificultad o limitación a la que se ha tenido que enfrentar, que no es otra que la falta de datos fiables sobre la población ángel en Cataluña y el poco interés (quizás motivado por la falta de recursos) que gran parte de los agentes implicados (ángeles, RAIs, organizaciones empresariales, administración pública) han mostrado hasta el momento por conseguirlos. Se quiere pensar que esta tesis doctoral servirá para poner de relieve la conveniencia de disponer de estos datos y concienciar a todos los agentes implicados en la necesidad de colaborar en todas las iniciativas que en el futuro se desarrollen para mejorar el sector y conseguir de esta forma un mayor índice de crecimiento para Cataluña. Existe el convencimiento que el desarrollo del mercado ángel en Cataluña requerirá muchos de los estudios e investigaciones que se han enumerado en este apartado de futuras líneas de investigación y se concluye este largo trabajo confiando plenamente en que muchos de estos estudios puedan ver la luz en los próximos años.

Referencias

- Acs, Z. J. y Storey, D. J. 2004. Introduction: Entrepreneurship and economic development. *Regional Studies* Vol 38 (8) pp 871-877.
- Acs, Z. J. y Tarpley, F. A. 1998. The Angel Capital Electronic Network (ACE-net). *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 793-797.
- Acs, Z. J.; Arenius, P.; Hay, M. G. y Minniti, M. 2005. Global Entrepreneurship Monitor. 2004 Executive report. Babson College and London Business School Babson Park, MA - London.
- Acs, Z. J.; O'Gorman, C.; Szerb, L. y Terjesen, S. 2007. Could the Irish miracle be repeated in Hungary? *Small Business Economics* Vol 28 (2) pp 123-142.
- Aernoudt, R. 1999. Business angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 187-195.
- Aernoudt, R. 2005a. Business angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels. *International Journal of Business* Vol 10 (3) pp 271-284.
- Aernoudt, R. 2005b. Executive forum: Seven ways to stimulate business angels' investments. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (4) pp 359-371.
- Aernoudt, R. y Erikson, T. 2002. Business angel networks: A European perspective. *Journal of Enterprising Culture* Vol 10 (3) pp 177-187.
- Aernoudt, R.; San José, A. y Roure, J. 2007. Executive forum: Public support for the business angel market in Europe - a critical review. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (1) pp 71-84.
- Ahl, H. 2006. Why research on women entrepreneurs needs new directions. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 30 (5) pp 595-621.
- Ajzen, I. 1988. Attitudes, personality and behavior. Dorsey Press; Chicago, IL.
- Ajzen, I. 1991. The theory of planned behavior. *Organizational Behaviour and Human Decision Processes* Vol 50 (2) pp 179-211.
- Aldrich, H. E. y Pfeffer, J. 1976. Environments of organizations. *Annual Review of Sociology* Vol 2 pp 76-105.
- Álvarez, C. y Urbano, D. 2011. Una década de investigación sobre el GEM: Logros y retos. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*. Vol 46 pp 16-37.
- Álvarez, C.; Urbano, D.; Coduras, A. y Ruiz-Navarro, J. 2011. Environmental conditions and entrepreneurial activity: A regional comparison in Spain. *Journal of Small Business and Enterprise Development* Vol 18 (1) pp 120-140.
- Amatucci, F. M. y Sohl, J. E. 2004. Women entrepreneurs securing business angel financing: Tales from the field. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 6 (2) pp 181-196.
- Aram, J. D. 1987. Informal risk capital in the Eastern Great Lakes Region. Small Business Administration, Office of Advocacy; Washington DC.

- Aram, J. D. 1989. Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing* Vol 4 (5) pp 333-347.
- Arauzo Carod, J. M.; Liviano Solís, D. y Martín Bofarull, M. 2008. New business formation and employment growth: Some evidence for the spanish manufacturing industry. *Small Business Economics* Vol 30 (1) pp 73-84.
- Argerich, J.; Hormiga, E. y Valls-Pasola, J. 2012. Financial services support for entrepreneurial projects: Key issues in the business angels investment decision process. *The Service Industries Journal* pp 1-14.
- Aris Coderch, G.; Clos Noguerras, J.; Colomer Espinet, A.; Rodríguez Ripollès, J.; Munk, C. y White, M. 2009. Análisis de tributación comparada de la figura de los business angels en Europa. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa Madrid.
- Arthur, M. B., Inkson, K. y Pringle, J. K. 1999. *The new careers: Individual action and economic change*. Sage; Thousand Oaks, CA.
- Audretsch, D. B. 2006. *Entrepreneurship, innovation and economic growth*. Edward Elgar Publishing; Cheltenham.
- Audretsch, D. B. 2007. Entrepreneurship capital and economic growth. *Small Business Economics* Vol 23 (1) pp 63-78.
- Avdeitchikova, S. 2008. On the structure of the informal venture capital market in Sweden: Developing investment roles. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (1) pp 55-85.
- Avdeitchikova, S.; Landström, H. y Månsson, N. 2008. What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 371-394.
- Bandura, A. 1977. Self-efficacy: Toward a unifying theory of behaviour change. *Psychology Review* Vol 84 pp 191-215.
- Bannock, G. 1991. *Venture capital and the equity gap*. National Westminster Bank plc.; London.
- Baptista, R.; Escária, V. y Madruga, P. 2008. Entrepreneurship, regional development and job creation: The case of Portugal. *Small Business Economics* Vol 30 (1) pp 49-58.
- Barber, B. M. y Odean, T. 2001. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics* Vol 116 (1) pp 261-292.
- Baty, G. B. 1964. Initial financing of the new research-based enterprise in New England. *Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston*.
- Baty, G. B. y Sommer, B. 2002. True then, true now: A 40-year perspective on the early stage investment market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 289-293.
- Becker-Blease, J. R. y Sohl, J. E. 2007. Do women-owned businesses have equal access to angel capital? *Journal of Business Venturing* Vol 22 (4) pp 503-521.
- Becker-Blease, J. R. y Sohl, J. E. 2008. Confidence and angel investors: Does gender matter? *Frontiers of Entrepreneurship Research* Vol 28 (2) pp Article 1.

- Becker-Blease, J. R. y Sohl, J. E. 2011. The effect of gender diversity on angel group investment. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 35 (4) pp 709-733.
- Benjamin, G. A. y Margulis, J. B. 1996. Finding your wings: How to locate private investors to fund your venture. John Wiley; New York.
- Benjamin, G. A. y Margulis, J. B. 2001. The angel investor's handbook: How to profit from early-stage investing. Bloomberg Press; Princeton, NJ.
- Berger, A. y Udell, G. 1998. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 613-673.
- Berggren, B.; Fili, A.; Lundahl, N. y Silver, L. 2007. Conflicts in business angels networks: An evolutionary perspective. Paper presented at the Babson College/Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference in Madrid.
- Bhidé, A. V. 2000. The origin and evolution of new businesses. Oxford University Press; New York, NY.
- Bird, A. 1994. Careers as repositories of knowledge: A new perspective on boundaryless careers. *Journal of Organizational Behavior* Vol 15 (4) pp 325-344.
- Birley, S. 1985. The role of networks in the entrepreneurial process. *Journal of Business Venturing* Vol 1 (1) pp 107-117.
- Birley, S. 2002. Universities, academics and spin out companies: Lessons from imperial. *International Journal of Entrepreneurship Education* Vol 1 (1) pp 133-154.
- Black, B. S. y Gilson, R. J. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* Vol 47 (3) pp 243-277.
- Blanchflower, D. G. y Oswald, A. J. 1998. What makes an entrepreneur? *Journal of Labor Economics* Vol 16 (1) pp 26-60.
- Bosma, N. y Levie, J. 2010. Global Entrepreneurship Monitor 2009 executive report. Babson College and London Business School
- Bowden, A. 1994. Who wants to be a millionaire? *Investors Chronicle* 24 June pp 15.
- Boylan, M. G. 1981. What we know and don't know about venture capital. *Proceedings of the American Economic Association Annual Meeting*.
- Braunerhjelm, P. 2008. Entrepreneurship, knowledge, and economic growth. *Foundations and Trends in Entrepreneurship* Vol 4 pp 451-533.
- Brettel, M. 2003. Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (3) pp 251-268.
- Brophy, D. J. 1974. Finance, entrepreneurship, and economic development. Industrial Development Division, Institute of Science and Technology, University of Michigan; Ann Arbor.
- Brophy, D. J. 1997. Financing the growth of entrepreneurial firms. En: Sexton, D. L. y Smilor, R. W. (Eds.), *Entrepreneurship 2000*. pp 5-27 Upstart Publishing Company; Chicago, IL.
- Bruno, A. V. y Tyebjee, T. T. 1982. The environment for entrepreneurship. En: Kent, C. A.; Sexton, D. L. y Vesper, K. H. (Eds.), *Encyclopedia of entrepreneurship*. pp 288-307 Prentice-Hall.; Englewood Cliffs, NJ.

- Brush, C. G.; Greene, P. G. y Hart, M. M. 2001. From initial idea to unique advantage: The entrepreneurial challenge of constructing a resource base. *Academy of Management Executive* Vol 15 (1) pp 64-78.
- Brush, C. G.; Duhaime, I. M.; Gartner, W. B.; Stewart, A.; Katz, J. A.; Hitt, M. A.; Alvarez, S. A.; Meyer, G. D. y Venkataraman, S. 2003. Doctoral education in the field of entrepreneurship. *Journal of Management* Vol 29 (3) pp 309-331.
- Burgelman, R. A. 1983. A process model of internal corporate venturing in the diversified major firm. *Administrative Sciences Quarterly* Vol 28 (2) pp 223-244.
- Burke, A. y Hanley, A. 2003. How do banks pick safer ventures? A theory relating the importance of risk aversion and collateral to interest margins and credit rationing. *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures* Vol 8 (2) pp 13-24.
- Burke, A. y Hanley, A. 2006. Bank interest margins and business start-up collateral: Testing for convexity. *Scottish Journal of Political Economy* Vol 53 (3) pp 319-334.
- Burke, A.; FitzRoy, F. R. y Nolan, M. A. 2000. When less is more: Distinguishing between entrepreneurial choice and performance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* Vol 62 (5) pp 565-587.
- Burke, A.; Hartog, C.; van Stel, A. y Suddle, K. 2010. How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 12 (1) pp 21-47.
- Burt, R. S. 1998. The gender of social capital. *Rationality and Society* Vol 10 (1) pp 5-46.
- BVCA. 1999. Report on business angel investment activity 1998/99. British Venture Capital Association London.
- BVCA. 2000. Sources of business angel capital, 1999–2000. British Venture Capital Association London.
- Bygrave, W. D. y Hunt, S. A. 2005. Global Entrepreneurship Monitor. 2004 Financing report. Babson College and London Business School Babson Park, MA - London.
- Bygrave, W. D. y Timmons, J. A. 1992. Venture capital at the crossroads. Harvard Business School Press; Boston, Mass.
- Bygrave, W. D.; Hay, M. G.; Ng, E. y Reynolds, P. D. 2003. Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the global entrepreneurship monitor. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (2) pp 101-116.
- Byrnes, J. P.; Miller, D. C. y Schafer, W. D. 1999. Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin* Vol 125 (3) pp 367-383.
- Callahan, M. y Mazzarol, T. 2003. Business angels in WA – are they like angels everywhere? Disponible en <http://www.cemi.com.au/sites/all/publications/ANZCALLAM.pdf>
- Campbell, K. 2003. Smarter ventures: A survivor's guide to venture capital through the cycle. FT Prentice Hall; London.
- Cardon, M. S.; Sudek, R. y Mitteness, C. R. 2009. The impact of perceived entrepreneurial passion on angel investing. *Frontiers of Entrepreneurship Research* Vol 29 (2) pp Article 1.

- Carpentier, C. y Suret, J. 2007. On the usefulness of tax incentives for informal investors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (1) pp 1-22.
- Carree, M. A. y Thurik, A. R. 1998. Small firms and economic growth in Europe. *Atlantic Economic Journal* Vol 26 (2) pp 137-146.
- Carree, M. A. y Thurik, A. R. 2010. The impact of entrepreneurship on economic growth. En: Acs, Z. J. y Audretsch, D. B. (Eds.), pp 557-594 Springer New York.
- Casson, M. 1982 *The entrepreneur: An economic theory*. Martin Robertson; Oxford.
- Cerullo, B. y Sommer, B. 2002. Helping healthcare entrepreneurs: A case study of angel healthcare investors, LLC. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 325-330.
- Chang, C. K. N.; Shipp, S. S. y Wang, A. J. 2002. The advanced technology program: A public-private partnership for early stage technology development. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 363-370.
- Charles River Associates Inc. 1976. An analysis of capital market imperfections. NTIS Report PB-254996. Washington, DC: National Bureau of Standards.:
- Child, J. 1972. Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice. *Sociology* Vol 6 (1) pp 1-22.
- Christensen, J. L. 2011. Should government support business angel networks? The tale of danish business angels network. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 13 (4) pp 337-356.
- Clark, C. 2008. The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (3) pp 257-279.
- Clos, J. 2005. Els business angels, innovant en la cultura de finançament de les empreses. Business Angels Network de Catalunya Barcelona.
- Coduras Martínez, A. 2004. La situación del business angel en España desde la óptica del proyecto GEM. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 93-103.
- Coduras Martínez, A.; Urbano, D.; Rojas, Á. y Martínez, S. 2008. The relationship between university support to entrepreneurship with entrepreneurial activity in Spain: A GEM data based analysis. *International Advances in Economic Research* Vol 14 (4) pp 395-406.
- Coleman, J. S. 1988. Social capital in the creation of human capital. *The American Journal of Sociology* Vol 94 (Supplement) pp 95-120.
- Collewaert, V. 2008. When is conflict (not) good for business: The case of business angels and entrepreneurial teams. *Frontiers of Entrepreneurship Research* Vol 28 (2) pp Article 2.
- Collewaert, V.; Manigart, S. y Aernoudt, R. 2010. Assessment of government funding of business angel networks in Flanders. *Regional Studies* Vol 44 (1) pp 119-130.
- Colomer Espinet, A.; Queralt, M.; Martori, E.; d'Espona, À.; Curto, A. y Izquierdo, M. 2008. Estudio redes españolas de business angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa Madrid.

- Copeland, T. E. y Weston, J. F. 1988. Financial theory and corporate policy. Addison-Wesley Publishing; Reading, MA.
- Coveney, P. y Moore, K. 1998. Business angels: Securing start up finance. John Wiley; Chichester; New York.
- Covin, J. G. y Slevin, D. P. 1991. A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 16 (1) pp 7-25.
- Cumming, D. J. 2007. Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing* Vol 22 (2) pp 193-235.
- Dana, L. P. 1992. Entrepreneurial education in Europe. *Journal of Education for Business* Vol 68 (2) pp 74-78.
- De Clercq, D.; Meuleman, M. y Tilleuil, O. 2009. What drives informal investing? an institutional perspective. *Frontiers of Entrepreneurship Research* Vol 29 (2) pp Article 2.
- Dejardin, M. y Fritsch, M. 2011. Entrepreneurial dynamics and regional growth. *Small Business Economics* Vol 36 (4) pp 377-382.
- Delmar, F. y Gunnarsson, J. 2000. How do self-employed parents of nascent entrepreneurs contribute? En: Reynolds, P. D.; Autio, E.; Brush, C. G.; Bygrave, W. D.; Manigart, S.; Sapienza, H. J. y Shaver, K. G. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 2000*. pp 150-162 Babson College; Babson Park, MA.
- Dibben, M. R.; Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1999. The role of trust in informal investors' investment decision: An exploratory analysis. En: Wright, M. y Robbie, K. (Eds.), *Management buy-outs and venture capital: Into the next millennium*. pp 115-138 Edward Elgar; Cheltenham.
- Dubocage, E. y Rivaud-Danset, D. 2002. Government policy on venture capital support in France. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (1) pp 25-43.
- Duxbury, L.; Haines, G. H. y Riding, A. L. 1996. A personality profile of canadian informal investors. *Journal of Small Business Management* Vol 34 (2) pp 44-55.
- Dyer, W. G. 1994. Toward a theory of entrepreneurial careers. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 19 (2) pp 7-21.
- Ehrlich, S. B.; De Noble, A. F.; Moore, T. y 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* Vol 9 (1) pp 67-82.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Building theories from case study research. *Academy of Management Review* Vol 14 (4) pp 532-550.
- Erikson, T. y Sørheim, R. 2005. 'Technology angels' and other informal investors. *Technovation* Vol 25 (5) pp 489-496.
- Etzioni, A. 1988. The moral dimension: Towards a new economics. The Free Press; New York.
- European Commission. 2003. Benchmarking report on business angels. Best Report n° 1: European Commission. Brussels.
- Evans, D. S. y Jovanovic, B. 1989. An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints. *Journal of Political Economy* Vol 97 (4) pp 519-535.

- Farrell, E. A. 2000. Angel activity in Atlantic Canada: A year-2000 review. A Report Submitted to Atlantic Canada Opportunities Agency, Halifax: Saint Mary's University.
- Farrell, E. A.; Howorth, C. y Wright, M. 2008. A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 331-353.
- Feeney, L.; Haines, G. H. y Riding, A. L. 1999. Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 121-145.
- Fernandez Moya, M. y Castro Balaguer, R. 2011. Looking for the perfect structure: The evolution of family office from a long-term perspective. *Universia Business Review* Vol 32 pp 82-93.
- Ferràs, X. 2010. Innovación 6.0: El fin de la estrategia. Plataforma; Barcelona.
- Festel, G. 2011. Founding angels as early stage investment model to foster biotechnology start-ups. *Journal of Commercial Biotechnology* Vol 17 (2) pp 165-171.
- Fiet, J. O. 1995. Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing* Vol 10 (3) pp 195-223.
- Finke, M. S. y Huston, S. J. 2003. The brighter side of financial risk: Financial risk tolerance and wealth. *Journal of Family and Economic Issues* Vol 24 (3) pp 233-256.
- Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzel, W. E. 1994. Angels and non-angels: Are there differences? *Journal of Business Venturing* Vol 9 (2) pp 109-123.
- Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzel, W. E. 1995. Angels: Personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 7 (1) pp 85-94.
- Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzel, W. E. 1996. Creating new capital markets for emergent ventures. Prepared for The US Small Business Administration, Office of Advocacy under Contract No. SBAHQ-95-M-1062: Washington, DC.
- Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzel, W. E. 2002. Angles on angels: Financing technology-based ventures - a historical perspective. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 275-287.
- Freear, J. y Wetzel, W. E. 1990. Who bankrolls high-tech entrepreneurs? *Journal of Business Venturing* Vol 5 (2) pp 77-89.
- Fried, V. H. y Hisrich, R. D. 1994. Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management* Vol 23 pp 28-37.
- Friese, S. 2012. Qualitative data analysis with ATLAS.ti. Sage Publications; London etc.
- Friis, C.; Karlsson, C. y Paulsson, T. 2006. Relating entrepreneurship to economic growth; the emerging digital economy. En: Johansson, B.; Karlsson, C. y Stough, R. (Eds.) *The Emerging digital economy: Entrepreneurship, clusters, and Policy.* pp 83-111 Springer Berlin Heidelberg;
- Fritsch, M. y Mueller, P. 2008. The effect of new business formation on regional development over time: The case of Germany. *Small Business Economics* Vol 30 (1) pp 15-29.
- Gardner, P. 2003. Investor pulse. UK business angels survey.
- Gartner, W. B. 1985. A conceptual framework for describing the phenomenon of new venture creation. *Academy of Management Review* Vol 10 (4) pp 696-706.

- Gartner, W. B. y Birley, S. 2002. Introduction to the special issue on qualitative methods in entrepreneurship research. *Journal of Business Venturing* Vol 17 (5) pp 387-395.
- Gaston, R. J. 1989a. The scale of informal capital markets. *Small Business Economics* Vol 1 (3) pp 223-230.
- Gaston, R. J. 1989b. Finding private venture capital for your firm: A complete guide. Wiley; New York.
- Gaston, R. J. y Bell, S. E. 1986. Informal risk capital in the Sunbelt Region. Small Business Administration, Office of Advocacy; Washington DC.
- Gaston, R. J. y Bell, S. E. 1988. The informal supply of capital. Small Business Administration, Office of Advocacy; Washington DC.
- GEM. 2009a. Informe executiu Catalunya 2009.
- GEM. 2009b. Informe ejecutivo España 2009.
- GEM. 2011. Informe executiu Catalunya 2010.
- GEM. 2012. Informe ejecutivo España 2011.
- Gibb, A. 1999. Creating an entrepreneurial culture in support of SMEs. *Small Enterprise Development* Vol 10 (4) pp 27-38.
- Gifford, S. 1997. Limited attention and the role of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing* Vol 12 (6) pp 459-482.
- Glaser, B. y Strauss, A. 1967. The discovery of grounded theory: Strategies of qualitative research. Wiedenfeld and Nicholson; London.
- Gollier, C. 2002. What does the classical theory have to say about household portfolios? En: Guiso, L.; Haliassos, M. y Japelli, T. (Eds.), Household portfolios. pp 27-54 MIT Press; Cambridge, MA.
- Gompers, P. A. y Lerner, J. 1997. Venture capital fundraising, firm performance and the capital gains tax. Boston and Washington DC, Harvard Business School/National Bureau for Economic Research.
- Gompers, P. A. y Lerner, J. 1998. What drives venture capital fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity – Microeconomics* pp 149-204.
- Gompers, P. A. y Lerner, J. 1999. The venture capital cycle. The MIT Press; Cambridge, MA.
- Granovetter, M. 1985. Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology* Vol 91 (3) pp 481-510.
- Greene, P. G.; Brush, C. G.; Hart, M. M. y Saporito, P. 2001. Patterns of venture capital funding: Is gender a factor? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 3 (1) pp 63-83.
- Guiso, L.; Haliassos, M. y Japelli, T. 2002a. Household portfolios. MIT Press; Cambridge, MA.
- Guiso, L.; Haliassos, M. y Japelli, T. 2002b. Household portfolios: An international comparison. En: Guiso, L.; Haliassos, M. y Japelli, T. (Eds.), pp 1-24 MIT Press; Cambridge, MA.
- Guiso, L.; Haliassos, M. y Japelli, T. 2003. Household stockholding in Europe: Where do we stand and where do we go? *Economic Policy* Vol 36 (6) pp 117-167.
- Gullander, S. y Napier, G. 2003a. Business angels and networking - The Nordic Case. The Swedish Network for Economic Research on Europe, Mölle:
- Gullander, S. y Napier, G. 2003b. Handbook in business angel networks: The Nordic Case. The Swedish Network for Economic Research on Europe, Mölle:

- Gullander, S. y Napier, G. 2004. Las redes de business angels en los países nórdicos. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 42-53.
- Haar, N. E.; Starr, J. y MacMillan, I. C. 1988. Informal risk capital investors: Investment patterns on the East Coast of the U.S.A. *Journal of Business Venturing* Vol 3 (1) pp 11-29.
- Hagglund, K. y Riding, A. L. 2009. Complementarities between canadian venture capital firms and business angels. *Frontiers of Entrepreneurship Research* Vol 29 (2) pp Article 6.
- Haines, G. H.; Madill, J. J. y Riding, A. L. 2003. Informal investment in Canada: Financing small business growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* Vol 16 (3/4) pp 13-40.
- Hanna, K. S. 2000. The paradox of participation and the hidden role of information: A case study. *Journal of the American Planning Association* Vol 66 (4) pp 398-410.
- Hannan, M. T. y Freeman, J. 1977. The population ecology model of organizations. *American Journal of Sociology* Vol 82 (5) pp 929-964.
- Harding, R. 2000. Venture capital and regional development: Towards a venture capital 'system'. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (4) pp 287-311.
- Harding, R. 2002. Plugging the knowledge gap: An international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (1) pp 59-76.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1991. Informal investment networks: A case study from the United Kingdom. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 3 (3) pp 269-279.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1992a. International perspectives on the supply of informal venture capital. *Journal of Business Venturing* Vol 7 (6) pp 459-475.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1992b. The roles of investors in entrepreneurial companies: A comparison of informal investors and venture capitalists. En: Churchill, N. C.; Birley, S.; Bygrave, W. D.; Muzika, D. E.; Whalbin, C. y Wetzel, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1992*. pp 388-404 Babson College; Babson Park, MA.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1993. Finance for the growing business: The role of informal investment. *National Westminster Bank Quarterly Review* Vol May pp 17-29.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1996a. Developing the informal venture capital market: A review of the department of trade and industry's informal investment demonstration projects. *Regional Studies* Vol 30 (8) pp 765-771.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1996b. Developments in the promotion of informal venture capital in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* Vol 2 (2) pp 6-33.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1996c. *Informal venture capital: Evaluating the impact of business introduction services*. Prentice Hall; London.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1999. An overview of informal venture capital research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 95-100.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2000. Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (3) pp 223-242.

- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2002. Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. En: Bygrave, W. D.; Brush, C. G.; Davidsson, P.; Fiet, J. O.; Greene, P. G.; Harrison, R. T.; Lerner, M.; Meyer, G. D.; Sohl, J. E. y Zacharakis, A. L. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 2002*. pp 393-403 Babson College; Babson Park, MA.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2007. Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 31 (3) pp 445-472.
- Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2008. Sampling and data collection in business angel research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 305-308.
- Harrison, R. T.; Dibben, M. R. y Mason, C. M. 1997. The role of trust in the informal investor's investment decision: An exploratory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 21 (4) pp 63-81.
- Harrison, R. T.; Mason, C. M. y Robson, P. J. A. 2010. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 22 (2) pp 113-137.
- Headd, B. 2003. Redefining business success: Distinguishing between closure and failure. *Small Business Economics* Vol 21 (1) pp 51-61.
- Heukamp, F. H.; Liechtenstein, H. y Wakeling, N. 2007. Do business angels alter the risk-return equation in early stage investments? Business angels as seen by venture capitalists in the german speaking countries. *Journal of Private Equity* Vol 10 (3) pp 67-86.
- Hindle, K. y Lee, L. 2002. An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (2) pp 169-177.
- Hindle, K. y Wenban, R. 1999. Australia's informal venture capitalists: An exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 169-186.
- Hoffman, C. A. 1972. The venture capital investment process: A particular aspect of regional economic development. PhD thesis, University of Texas at Austin:
- Hogan, T. y Hutson, E. 2005. What factors determine the use of venture capital? Evidence from the irish software sector. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (3) pp 259-283.
- Hormiga, E. y Batista-Canino, R. 2009. The importance of entrepreneur's perception of success. *Review of International Comparative Management* Vol 10 (5) pp 990-1010.
- Hormiga, E.; Batista-Canino, R. y Sánchez-Medina, A. 2011a. The role of intellectual capital in the success of new ventures. *International Entrepreneurship and Management Journal* Vol 7 (1) pp 71-92.
- Hormiga, E.; Batista-Canino, R. M. y Sánchez-Medina, A. 2011b. The impact of relational capital on the success of new business start-ups. *Journal of Small Business Management* Vol 49 (4) pp 617-638.
- Hwang, S. 2008. Utilizing qualitative data analysis software: A review of atlas.ti. *Social Science Computer Review* Vol 26 (4) pp 519-527.
- Ibrahim, D. M. 2008. The (not so) puzzling behavior of angel investors. *Vanderbilt Law Review* Vol 61 (5) pp 1405-1452.
- Infometrics Ltd. 2004. New Zealand's angel capital market: The supply side. Ministry of Economic Development Wellington.

- Inzlicht, M.; Aronson, J.; Good, C. y McKay, L. 2006. A particular resiliency to threatening environments. *Journal of experimental social psychology* Vol 42 (3) pp 323-336.
- Jacobsohn, G. y Cochello, A. 2004. Inversores ángeles en Argentina. Agentes estratégicos en las primeras etapas del mercado de capital de riesgo en economías emergentes. IDRC, New Venture Financing Action-Research and Demonstration Project:
- Jeng, L. A. y Wells, P. C. 2000. The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *Journal of Corporate Finance* Vol 6 (3) pp 241-289.
- Kelle, U. y Laurie, H. 1995. Computer use in qualitative research and issues of validity. En: Udo, K.; Gerald, P. y Katherine, B. (Eds.), *Computer-aided qualitative data analysis*. pp 19-28 Sage Publications Ltd.; Thousand Oaks, CA.
- Kelly, P. 2007. Business angel research: The road travelled and the journey ahead. En: Landström, H. (Eds.), *Handbook of research in venture capital*. pp 315-331 Edward Elgar; Cheltenham.
- Kelly, P. y Hay, M. G. 1996a. Serial investors and early stage finance. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance* Vol 5 (2) pp 159-174.
- Kelly, P. y Hay, M. G. 1996b. Serial investors: An exploratory study. En: Reynolds, P. D.; Birley, S.; Butler, J. E.; Bygrave, W. D.; Davidsson, P.; Gartner, W. B. y McDougall, P. P. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1996*. pp 344-358 Babson College; Wellesley, MA.
- Kelly, P. y Hay, M. G. 2000. Deal-makers': Reputation attracts quality. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (3) pp 183-202.
- Kelly, P. y Hay, M. G. 2003. Business angel contracts: The influence of context. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (4) pp 287-312.
- Keynes, J. M. 1936. *General theory of employment, interest and money*. Harcourt, Brace and Company; New York.
- Knyphausen-Aufseb, D. Z. y Westphal, R. 2008. Do business angel networks deliver value to business angels? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (2) pp 149-169.
- Lahti, T. 2011a. Categorization of angel investments: An explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 13 (1) pp 49-74.
- Lahti, T. 2011b. Angel investing: An examination of the evolution of the finnish market. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 13 (2) pp 147-173.
- Landström, H. 1992a. The relationship between private investors and small firms: An agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 4 (3) pp 199-223.
- Landström, H. 1992b. Informellt riskkapital i sverige – en beskrivning med avseende på investerarnas karaktäristik, investeringsaktivitet, samarbete med företag och resultat. Working Paper. Högskolan Halmstad, Sweden.
- Landström, H. 1993. Informal risk capital in Sweden and some international comparisons. *Journal of Business Venturing* Vol 8 (6) pp 525-540.
- Landström, H. 1995. A pilot study on the investment decision-making of informal investors in Sweden. *Journal of Small Business Management* Vol 33 (3) pp 67-76.
- Landström, H. 1998. Informal investors as entrepreneurs. *Technovation* Vol 18 (5) pp 321-333.

- Landström, H. 2007. Pioneers in venture capital research. En: Landström, H. (Eds.), *Handbook of research in venture capital*. pp 3-65 Edward Elgar; Cheltenham.
- Lange, J.; Leleux, B. y 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* Vol 6 (2) pp 18-28.
- Lawton, T. C. 2002. Missing the target: Assessing the role of government in bridging the european equity gap and enhancing economic growth. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (1) pp 7-23.
- Leleux, B. y Surlemont, B. 2003. Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? A pan-european analysis. *Journal of Business Venturing* Vol 18 (1) pp 81-104.
- Leleux, B.; Schwass, J. y Diversé, A. A. 2007. Europe's family offices, private equity and venture capital. Research report, European Venture Capital Association:
- Lerner, J. 1998. "Angel" financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 773-783.
- Lerner, J. 2000. A brief review of venture capital and private equity: A casebook. John Wiley & Sons, Inc; Toronto.
- Lindsay, N. J. 2004. Do business angels have an entrepreneurial orientation? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 6 (2) pp 197-210.
- Lindstrom, G. y Olofsson, C. 2001. Early stage financing of NTBFs: An analysis of contributions from support actors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 3 (2) pp 151-168.
- Lipper, G. y Sommer, B. 2002. Encouraging angel capital: What the US states are doing. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 357-362.
- Lonkila, M. 1995. Grounded theory as an emerging paradigm for computer-assisted qualitative data analysis. En: Udo, K.; Gerald, P. y Katherine, B. (Eds.), *Computer-aided qualitative data analysis*. pp 41-51 Sage Publications Ltd.; Thousand Oaks, CA.
- Lumme, A.; Mason, C. M. y Suomi, M. 1996. The returns from informal venture capital investments: An exploratory study. *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance* Vol 5 (2) pp 139.
- Lumme, A., Mason, C. M. y Suomi, M. 1998. Informal venture capital: Investors, investments and policy issues in Finland. Kluwer Academic Publishers; Boston, MA.
- Lumpkin, G. T. y Dess, G. G. 1996. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of Management Review* Vol 21 (1) pp 135-172.
- Lumpkin, G. T. y Dess, G. G. 2002. Linking two dimensions of entrepreneurial orientation to firm performance. *Journal of Business Venturing* Vol 16 (5) pp 429-451.
- Macht, S. A. 2007. The post-investment period of business angels. Plenary session at the British Business Angel Association meeting:
- Macht, S. A. y Robinson, J. 2009. Do business angels benefit their investee companies? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* Vol 15 (2) pp 187-208.
- Madill, J. J.; Haines, G. H. y Riding, A. L. 2005. The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (2) pp 107-129.

- Manigart, S. y Sapienza, H. J. 2000. Venture capital and growth. En: Sexton, D. L. y Landström, H. (Eds.), *The blackwell handbook of entrepreneurship*. pp 240-258 Blackwell; Oxford.
- Manigart, S.; De Waele, K.; Wright, M.; Robbie, K.; Desbrières, P.; Sapienza, H. J. y Beekman, A. 2002. Determinants of required return in venture capital investments: A five-country study. *Journal of Business Venturing* Vol 17 (4) pp 291-312.
- Månsson, N. y Landström, H. 2006. Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 8 (4) pp 281-301.
- Markowitz, H. M. 1952. Portfolio selection. *Journal of Finance* Vol 7 (1) pp 77-91.
- Markowitz, H. M. 1999. The early history of portfolio theory: 1600–1960. *Financial Analysts Journal* Vol 55 (4) pp 5-16.
- Markowitz, H. M. 2005. Market efficiency: A theoretical distinction and so what? *Financial Analysts Journal* Vol 61 (5) pp 17-30.
- Marshall, A. 1890. *Principles of economics*. Macmillan and Company, 1920; London.
- Mason, C. M. 1999. Editorial. Venture capital: rationale, aims and scope. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (1) pp 1-46.
- Mason, C. M. 2006. Informal sources of venture finance. En: Parker, S. C. (Eds.), *The life cycle of entrepreneurial ventures*. pp 259-299 Springer; New York.
- Mason, C. M. 2009. Public policy support for the informal venture capital market in Europe: A critical review. *International Small Business Journal* Vol 27 (5) pp 536-556.
- Mason, C. M. 2010. Entrepreneurial finance in a regional economy. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 12 (3) pp 167-172.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1992. The supply of equity finance in the UK: A strategy for closing the equity gap. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 4 (4) pp 357-380.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1993a. Strategies for expanding the informal venture capital market. *International Small Business Journal* Vol 11 (4) pp 23-38.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1993b. Promoting informal venture capital: An evaluation of a British initiative. En: Churchill, N. C.; Birley, S.; Doutriaux, J.; Gatewood, E. J.; Hoy, F. S. y Wetzel, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1993*. pp 525-537 Babson College; Wellesley, MA.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1994. The informal venture capital market in the UK. En: Hughes, A. y Storey, D. J. (Eds.), *Financing small firms*. pp 64-111 Routledge; London.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1995a. Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics* Vol 7 (2) pp 153-172.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1995b. Developing the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for public sector business angel networks? En: Bygrave, W. D.; Bird, B. J.; Birley, S.; Churchill, N. C.; Hay, M. G.; Keeley, R. H. y Wetzel, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1995*. Babson College; Wellesley, MA.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996a. Why 'business angels' say no: A case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate. *International Small Business Journal* Vol 14 (2) pp 35-51.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996b. The UK clearing banks and the informal venture capital market. *International Journal of Bank Marketing* Vol 14 (1) pp 5-14.

- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996c. Information, networks and informal venture capital: The role of business referral services. En: Harrison, R. T. y Mason, C. M. (Eds.), *Informal venture capital: Evaluating the impact of business introduction services*. pp 27-58 Woodhead-Faulkner; Hemel Hempstead.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996d. Informal investment business introduction services: Some operational considerations. En: Harrison, R. T. y Mason, C. M. (Eds.), *Informal venture capital: Evaluating the impact of business introduction services*. pp 27-58 Woodhead-Faulkner; Hemel Hempstead.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1997a. 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* Vol 9 (2) pp 111-123.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1997b. Supporting the informal venture capital market: What still needs to be done? *Venture Finance Working Paper n° 15*: University of Shouthampton. Shouthampton.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1997c. Business angels in the UK: A response to Stevenson and Coveney. *International Small Business Journal* Vol 15 (2) pp 83-90.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1999a. Public policy and the development of the informal venture capital market: UK experience and lessons for Europe. En: Cowling, K. (Eds.), *Industrial policy in Europe*. pp 199-223 Routledge; London.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1999b. The rates of return from informal venture capital investments: Some UK evidence. En: Reynolds, P. D.; Bygrave, W. D.; Manigart, S.; Mason, C. M.; Meyer, G. D.; Sapienza, H. J. y Shaver, K. G. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1999*. pp 461-475 Babson College; Babson Park, MA.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000a. Influences on the supply of informal venture capital in the UK: An exploratory study of investor attitudes. *International Small Business Journal* Vol 18 (4) pp 11-28.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000b. The size of informal venture capital market in United Kingdom. *Small Business Economics* Vol 15 pp 137-148.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000c. Informal venture capital and the financing of emergent growth businesses. En: Sexton, D. L. y Landström, H. (Eds.), *The blackwell handbook of entrepreneurship*. pp 221-239 Blackwell; Oxford.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000d. Investing in technology ventures: What do business angels look for at the initial screening stage. En: Reynolds, P. D.; Autio, E.; Brush, C. G.; Bygrave, W. D.; Manigart, S.; Sapienza, H. J. y Shaver, K. G. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 2000*. pp 293-304 Babson College; Babson Park, MA.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2001. 'Investment readiness': A critique of government proposals to increase the demand for venture capital. *Regional Studies* Vol 35 (7) pp 663-668.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2002a. Is it worth it? the rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing* Vol 17 (3) pp 211-236.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2002b. Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 14 (3) pp 271-287.

- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2003. Closing the regional equity gap? A critique of the department of trade and industry's regional venture capital funds initiative. *Regional Studies* Vol 37 (8) pp 855-868.
- Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2008. Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: A review of potential data sources. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 309-330.
- Mason, C. M.; Harrison, R. T. y Chaloner, J. 1991. Informal risk capital in the UK: A study of investor characteristics, investment preferences and investment decision-making. Venture Finance Research Project, Working Paper nº 2: University of Shouthampton (UK) and University of Ulster at Jordanstown (Northern Ireland).
- Mason, C. M. y 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* Vol 22 (3) pp 227-248.
- Maula, M. V. J.; Autio, E. y Arenius, P. 2005. What drives micro-angel investments? *Small Business Economics* Vol 25 (5) pp 459-475.
- Maula, M. V. J.; Autio, E. y Murray, G. 2005. Corporate venture capitalists and independent venture capitalists: What do they know, who do they know, and should entrepreneurs care? En: Elfring, T. (Eds.), *Corporate entrepreneurship and venturing*. pp 101-126 Springer; New York.
- Maxwell, A. L.; Jeffrey, S. A. y Lévesque, M. 2011. Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing* Vol 26 (2) pp 212-225.
- May, J. 2002. Structured angel groups in the USA: The Dinner Club experience. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 337-342.
- Merton, R. C. 1971. Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time model. *Journal of Economic Theory* Vol 3 pp 373-413.
- Mintzberg, H. 1979. An emerging strategy of "direct" research. *Administrative Science Quarterly* Vol 24 (4) pp 582-589.
- Mintzberg, H. y McHugh, A. 1985. Strategy formation in an adhocracy. *Administrative Science Quarterly* Vol 30 (2) pp 160-197.
- Mueller, P.; van Stel, A. y Storey, D. J. 2008. The effects of new firm formation on regional development over time: The case of Great Britain. *Small Business Economics* Vol 30 (1) pp 59-71.
- Myers, S. C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* Vol 39 (3) pp 575-592.
- Naudé, W. 2010. Entrepreneurship, developing countries, and development economics: New approaches and insights. *Small Business Economics* Vol 34 (1) pp 1-12.
- Neiswander, K. D. 1985. Informal seed stage investors. En: Hornaday, J. A. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1985*. Babson College; Wellesley MA.
- Noguera, M.; Álvarez, C. y Urbano, D. 2013. Socio-cultural factors and female entrepreneurship. *International Entrepreneurship and Management Journal* Vol 9 (2) pp 183-197.
- O'Gorman, C. y Terjesen, S. 2006. Financing the celtic tigress: Venture financing and informal investment in Ireland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 8 (1) pp 69-88.

- Paul, S. y Whittam, G. 2010. Business angel syndicates: An exploratory study of gatekeepers. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 12 (3) pp 241-256.
- Paul, S.; Whittam, G. y Johnston, J. B. 2003. The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (4) pp 313-335.
- Paul, S.; Whittam, G. y Wyper, J. 2007. Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (2) pp 107-125.
- Payne, W. H. y MacArty, M. J. 2002. The anatomy of an angel investing network: Tech Coast Angels. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (4) pp 331-336.
- Pereiro, L. E. 2001. Tango and cash: Entrepreneurial finance and venture capital in Argentina. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 3 (4) pp 291-308.
- Perraudin, W. R. M. y Sørensen, B. E. 2000. The demand for risky assets: Sample selection and household portfolios. *Journal of Econometrics* Vol 97 (1) pp 117-144.
- Peter, J. P. y Olsen, J. C. 1987. Consumer behavior. Richard D. Irwin, Inc.; Homewood, IL.
- Pettit, R. R. y Singer, R. F. 1985. Small business finance: A research agenda. *Financial Management* Vol 14 (3) pp 47-60.
- 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* Vol 10 (2) pp 127-147.
- Politis, D. y Landström, H. 2002. Informal investors as entrepreneurs - the development of an entrepreneurial career. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 4 (2) pp 78-101.
- Prein, G.; Kelle, U. y Bird, K. 1995. An overview of software. En: Udo, K.; Gerald, P. y Katherine, B. (Eds.), *Computer-aided qualitative data analysis*. pp 190-210 Sage Publications Ltd.; Thousand Oaks, CA.
- Prowse, S. 1998. Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* Vol 22 (6-8) pp 785-792.
- Randolph, W. A. y Dess, G. G. 1994. The congruence perspective of organization design: A conceptual model and multivariate research approach. *Academy of Management Review* Vol 9 (1) pp 114-127.
- Reitan, B. y Sørheim, R. 2000. The informal venture capital market in Norway? Investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (2) pp 129-141.
- Reserva Federal. 2004. Citada en PBS online "to the contrary, hot topics, women and philanthropy". Disponible en: http://www.pbs.org/ttc/headlines_economics_philanthropy.html (visitada el 25 de mayo de 2011).
- Reynolds, P. D.; Hay, M. G. y Camp, S. M. 1999. Global Entrepreneurship Monitor. Executive report 1999.
- Reynolds, P. D.; Bygrave, W. D. y Autio, E. 2004. Global Entrepreneurship Monitor. 2003 Executive report. Babson College, London Business School and Kauffman Foundation Babson Park, MA - London.

- Reynolds, P. D.; Hay, M. G.; Bygrave, W. D.; Camp, M. S. y Autio, E. 2000. Global Entrepreneurship Monitor. 2000 Executive report. Babson College and London Business School Babson Park, MA - London.
- Riding, A. L. 2005. On the size and structure of the informal market. Working Paper, School of Business, Carleton University, Canada.:
- Riding, A. L. 2008. Business angels and love money investors: Segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 10 (4) pp 355-369.
- Riding, A. L. y Short, D. M. 1987. On the estimation of the investment potential of informal investors: A capture-recapture approach. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* Vol 5 (4) pp 26-40.
- Riding, A. L.; Madill, J. J. y Haines, G. H. 2007. Investment decision making by business angels. En: Landström, H. (Eds.), *Handbook of research in venture capital*. pp 332-346 Edward Elgar; Cheltenham.
- Riding, A. L.; Dal Chin, P.; Duxbury, L.; Haines, G. H. y Safrata, R. 1993. Informal investors in Canada: Identification of silent characteristics. Working Paper, Ottawa, Carleton University, Canada:
- Roach, G. 2010. Is angel investing worth the effort? A study of keiretsu forum. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 12 (2) pp 153-166.
- Roberts, E. B. 1991. *Entrepreneurs in high technology: Lessons from MIT and beyond*. Oxford University Press; New York.
- Robinson, M. J. y Cottrell, T. J. 2007. Investment patterns of informal investors in the Alberta private equity market. *Journal of Small Business Management* Vol 45 (1) pp 47-67.
- Romer, P. M. 1994. The origins of endogenous growth. *Journal of Economic Perspectives* Vol 8 (1) pp 3-22.
- Ronstadt, R. 1990. The educated entrepreneurs: A new era of entrepreneurial education is beginning. En: Kent, C. A. (Eds.), *Entrepreneurship education: Current developments, future directions*. pp 69-88 Quorum books; Westport.
- Rubenstein, A. H. 1958. Problems of financing and managing new research-based enterprises in New England. *Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston*.
- Ruhnka, J. C.; Feldman, H. D. y Dean, T. J. 1992. The "living dead" phenomenon in venture capital investments. *Journal of Business Venturing* Vol 7 (2) pp 137-155.
- Saetre, A. 2003. Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (1) pp 71-94.
- San José, A. y Segurado, J. L. 2004. Business Angels en Cataluña. *Iniciativa Emprendedora* Vol 42 pp 69-79.
- San José, A.; Roure, J. y Aernoudt, R. 2005. Business angel academies: Unleashing the potential for business angel investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (2) pp 149-165.
- Sánchez, A.; Lago, A.; Ferràs, X. y Ribera, J. 2011. Innovation management practices, strategic adaptation, and business results: Evidence from the electronics industry. *Journal of Technology Management & Innovation* Vol 6 (2) pp 14-39.

- Scherer, R. F.; Brodzinski, J. D. y Wiebe, F. 1991. Examining the relationship between personality and entrepreneurial career preference. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 3 (2) pp 195-206.
- Schulte, P. 2004. The entrepreneurial university: A strategy for institutional development. *Higher Education in Europe* Vol 29 (2) pp 187-191.
- Shane, S. A. y Venkataraman, S. 2000. The promise of entrepreneurship as a field of research. *Academy of Management Review* Vol 25 (1) pp 217-236.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* Vol 19 (3) pp 425-442.
- Sharpe, W. F. 2007. *Investors and markets*. Princeton University Press; Princeton, NJ.
- Shaw, E. 1999. A guide to the qualitative research process: Evidence from a small firm study. *Qualitative Market Research: An International Journal* Vol 2 (2) pp 59-70.
- Short, D. M. y Riding, A. L. 1989. Informal investors in the Ottawa-Carleton region: Experiences and expectations. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 1 (1) pp 99-112.
- Simon, H. A. 1959. Theories of decision-making in economics and behavioral science. *American Economic Review* Vol 49 pp 253-283.
- Smith, A. 1976. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. University of Chicago Press; Chicago, IL.
- Sohl, J. E. 1999. The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (2) pp 101-120.
- Sohl, J. E. 2007. The organisation of the informal investment market. En: Landström, H. (Eds.), *Handbook of research on venture capital*. pp 347-368 Edward Elgar.; Cheltenham.
- Sohl, J. E. y Hill, L. 2007. Women business angels: Insights from angel groups. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (3) pp 207-222.
- Sohl, J. E. y Rosenberg, W. 2003. The U.S. angel and venture capital market: Recent trends and developments. *Journal of Private Equity* Vol 6 (2) pp 7-17.
- Sørheim, R. 2003. The pre-investment behaviour of business angels: A social capital approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (4) pp 337-364.
- Sørheim, R. 2005. Business angels as facilitators for further finance: An exploratory study. *Journal of Small Business and Enterprise Development* Vol 12 (2) pp 178-191.
- Sørheim, R. y Landström, H. 2001. Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* Vol 13 (4) pp 351-370.
- Stedler, H. y Peters, H. H. 2003. Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 5 (3) pp 269-276.
- Stevenson, H. y Coveney, P. 1994. *Survey of business angels*. Venture Capital Report Ltd. Henley on Thames.
- Stevenson, H. y Coveney, P. 1996. A survey of business angels. En: Blackburn, R. y Jennings, P. (Eds.) *Small firms: Contributions to economic regeneration*. pp 37-48 Paul Chapman Publishing; London.

- Stevenson, H. y Jarillo, J. C. 1990. A paradigm of entrepreneurship. *Harvard Business Review* Vol 85 (2) pp 85-94.
- Sudek, R. 2006. Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy* Vol 17 (2) pp 89-103.
- Sullivan, M. K. 1991. Entrepreneurs as informal investors: Are there distinguishing characteristics? En: Churchill, N. C.; Bygrave, W. D.; Covin, J. G.; Sexton, D. L.; Slevin, D. P.; Vesper, K. H. y Wetzel, W. E. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1991*. pp 456-468 Babson College; Wellesley, MA.
- Sullivan, M. K. y Miller, A. 1996. Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research* Vol 36 (1) pp 25-35.
- Sullivan, S. E. 1999. The changing nature of careers: A review and research agenda. *Journal of Management* Vol 25 (3) pp 457-484.
- Szerb, L.; Terjesen, S. y Rappai, G. 2007. Seeding new ventures - green thumbs and fertile fields: Individual and environmental drivers of informal investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (4) pp 257-284.
- Szerb, L.; Rappai, G.; Makra, Z. y Terjesen, S. 2007. Informal investment in transition economies: Individual characteristics and clusters. *Small Business Economics* Vol 28 (2) pp 257-271.
- Tashiro, Y. 1999. Business angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 1 (3) pp 259-273.
- Taylor, M. P. 2001. Self-employment and windfall gains in Britain: Evidence from panel data. *Economica* Vol 68 pp 539-565.
- Terjesen, S. 2005. Senior women managers' transition to entrepreneurship: Leveraging embedded career capital. *Career Development International* Vol 10 (3) pp 246-259.
- Thornton, G. 2010. Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives. AIM.
- Timmons, J. A. y Spinelli, S. 2003. *New venture creation: Entrepreneurship for the 21st century*. Irwin / McGraw-Hill; Boston, MA.
- Tingchi, M. L. y Po Chang, B. C. 2007. Business angel investment in the China market. (Research Note). *Singapore Management Review* Vol 29 (2) pp 89-101.
- Tobin, J. 1958. Liquidity preference as behavior toward risk. *Review of Economic Studies* Vol 25 (2) pp 65-86.
- Thurik, A. R. 2009. *Entrepreneuromics: Entrepreneurship, economic growth and policy*. En: Acs, Z. J.; Audretsch, D. B. y Strom, R. J. (Eds.), *Entrepreneurship, growth, and public policy*. pp 219-249 Cambridge University Press; Cambridge.
- Tyebjee, T. T. y Bruno, A. V. 1984. A model of venture capitalist investment activity. *Management Science* Vol 30 (9) pp 1051-1066.
- Tymes, E. B. y Krasner, O. J. 1983. Informal risk capital in California. En: Hornaday, J. A. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1983*. Babson College; Wellesley MA.
- Urbano, D. 2006. *La creación de empresas en Cataluña. Organismos de apoyo y actitudes hacia la actividad emprendedora*. Barcelona: Col·lecció d'estudis CIDEM.
- Urbano, D.; Álvarez, C. y Turró, A. 2013. Organizational resources and intrapreneurial activities: An international study. *Management Decision* Vol 51 (4) pp 854-870.
- Vækstfonden. 2002. *Business angels i Danmark*. Vækstfonden Copenhagen.

- Van Auken, H. 2005. Differences in the usage of bootstrap financing among technology-based versus nontechnology-based firms. *Journal of Small Business Management* Vol 43 (1) pp 93-103.
- Van Osnabrugge, M. 1998. Do serial and non-serial investors behave differently?: An empirical and theoretical analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol 22 (4) pp 23-42.
- Van Osnabrugge, M. 2000. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 2 (2) pp 91-109.
- Van Osnabrugge, M. y Robinson, R. J. 2000. Angel investing: Matching startup funds with startup companies: The guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists. Jossey-Bass; San Francisco.
- van Stel, A.; Carree, M. A. y Thurik, A. R. 2005. The effect of entrepreneurial activity on national economic growth. *Small Business Economics* Vol 24 (3) pp 311-321.
- van Stel, A. y Suddle, K. 2008. The impact of new firm formation on regional development in the Netherlands. *Small Business Economics* Vol 30 (1) pp 31-47.
- Volkman, C. 2004. Entrepreneurial studies in higher education. *Higher Education in Europe* Vol 29 (2) pp 177-185.
- Walker, D. A. 1989. Financing the small firm. *Small Business Economics* Vol 1 (4) pp 285-296.
- Weick, K. E. 1979. The social psychology of organizing. Addison-Wesley; Reading, MA.
- Wennekers, S. y Thurik, A. R. 1999. Linking entrepreneurship and economic growth. *Small Business Economics* Vol 13 (1) pp 27-56.
- Weitzman, E. y Miles, M. 1995. Computer programs for qualitative data analysis. Sage Publications Ltd.; Thousand Oaks, CA.
- Wennekers, S.; van Stel, A.; Thurik, A. R. y Reynolds, P. 2005. Nascent entrepreneurship and the level of economic development. *Small Business Economics* Vol 24 (3) pp 293-309.
- Wetzel, W. E. 1981. Informal risk capital in New England. En: Vesper, K. H. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 1981*. pp 217-245 Babson College; Wellesley MA.
- Wetzel, W. E. 1983. Angels and informal risc capital. *Sloan Management Review* Vol 24 (4) pp 23-34.
- Wetzel, W. E. 1986a. Informal risk capital: Knowns and unknowns. En: Sexton, D. L. y Smilor, R. W. (Eds.), *The art and science of entrepreneurship*. pp 85-108 Ballinguer; Cambridge, MA.
- Wetzel, W. E. 1986b. Entrepreneurs, angels and economic renaissance. En: Hisrich, R. D. (Eds.), *Entrepreneurship, intrapreneurship and venture capital*. pp 119-139 Lexington Books; Lexington, MA.
- Wetzel, W. E. 1987. The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency. *Journal of Business Venturing* Vol 2 (4) pp 299-313.
- Wetzel, W. E. 1994. Venture capital. En: Bygrave, W. D. (Eds.), *The portable MBA in entrepreneurship*. pp 172-194 John Wiley & Sons, Inc; New York.
- Whelan, D. 2001. Investing with care. *American Demographics* Vol 23 (11) pp 12.
- Wiltbank, R. 2005. Investment practices and outcomes of informal venture investors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 7 (4) pp 343-357.
- Wiltbank, R.; Read, S.; Dew, N. y Sarasvathy, S. D. 2009. Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing* Vol 24 (2) pp 116-133.

- Wong, A. Y. 2002. Angel finance: The other venture capital. Analysis Group, Inc.:
- Wong, P. K. y Ho, Y. P. 2007. Characteristics and determinants of informal investment in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Vol 9 (1) pp 43-70.
- Wong, P. K.; Ho, Y. P. y Autio, E. 2004. Determinants of angel investing propensity: Evidence from the global entrepreneurship monitor dataset. En: Zahra, S. A.; Brush, C. G.; Davidsson, P., et al. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 2004*. pp 48-62 Babson College; Wellesley, MA.
- Wright, M. y Robbie, K. 1998. Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting* Vol 25 (5) pp 521-570.
- Yin, R. K. 1979. *Changing urban bureaucracies: How new practices become routinized*. Lexington Books; Lexington MA.
- Yin, R. K. 1984. *Case study research*. Sage Publications; Beverly Hills, CA.
- Yin, R. K. 2003. *Case study research: Design and methods*. Sage Publications; Thousand Oaks (CA).

Anexos

Anexo 1 Tabla de revisión de literatura

En este anexo se presenta una tabla donde se analizan 203 trabajos de investigación (básicamente artículos de revistas) relacionados con los ángeles inversores.

La información sobre estos estudios se ha repartido en las siguientes 6 columnas:

- La descripción contiene: autor/es, año de publicación, título, publicación, volumen, número y páginas. Se trata por tanto de una completa descripción del artículo (o libro).
- En los objetivos se señalan cuales son los objetivos que se persiguen en la investigación.
- En la columna de metodología se indica tanto la metodología utilizada para el análisis como los datos tratados.
- En los resultados se muestran los que se consideran más significativos de la investigación siempre relacionándolos con los objetivos de esta tesis doctoral.
- La columna país se refiere al país donde se ha realizado el estudio.
- Factor/es. En relación con esta tesis doctoral que agrupa los factores condicionantes de la inversión ángel en tres grupos: individuo, redes y entorno; la columna factor/es señala cual o cuales de estos factores son tratados en la investigación.
- La última columna señala la importancia de la investigación en relación con esta tesis doctoral. Así las más de 200 investigaciones se valoran con puntuaciones entre 1 y 6. Los trabajos más directamente implicados con esta tesis doctoral se identifican con el número 1, mientras que los que figuran con el número 6 son los estudios que aún siendo muy interesantes en muchos aspectos tratan temáticas débilmente relacionadas con esta tesis doctoral.

Ya por último señalar que los 203 estudios se presentan ordenados en primer lugar por su relación con esta tesis doctoral. Por tanto el primer criterio de ordenación es el número que aparece en la última columna. El segundo criterio, el que permite ordenar aquellos trabajos con el mismo grado de interés para esta tesis doctoral es el alfabético en relación a la descripción del estudio, más concretamente se ordena alfabéticamente por autor.

Tabla de revisión de literatura

Descripción	Objetivos	Metodología	Resultados	País	Factor/es (lista)	Imp.
Baty, G. B. y Sommer, B. 2002. True then, True Now: A 40-Year Perspective on the Early Stage Investment Market. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 4 (4) pp 289-293.	Describir las operaciones de dos fondos de capital semilla con sede en Boston - Zero Stage Capital y Navigation Technology Ventures - que consiguen sus fondos de inversores institucionales y ángeles inversores.	Descriptiva	<ul style="list-style-type: none"> • El capital semilla institucional, como el capital ángel, es un trabajo muy duro. • A diferencia de los ángeles, los actores institucionales están allí todo el tiempo, por lo que es más fácil de estudiar. • Existen muy pocos datos fiables sobre los resultados, tanto para los fondos semilla como para los ángeles. • La gente que realiza inversiones semilla e inversiones ángel son diferentes de los principales capitalistas de riesgo. Están motivados en gran medida por consideraciones no relacionadas con el retorno de la inversión- un sentido de misión o simplemente disfrutar en el proceso (por lo tanto, los incentivos fiscales y otros muchos programas gubernamentales de incentivos tienen poco impacto). • Es muy difícil (pero no imposible) medir el impacto económico de las acciones de los ángeles inversores. • Sabemos que el impacto es enorme. Sin estas personas, estaríamos en la misma situación que Japón o Alemania: con un montón de capitalistas de riesgo, pero sin acuerdos. 	EEUU	Genérico, Factores de 1964	1
Burke, A.; Hartog, C.; van Stel, A. y Suddle, K. 2010. How does Entrepreneurial Activity Affect the Supply of Informal Investors? <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 12 (1) pp 21-47.	Examinar la prevalencia y los factores determinantes de la actividad en inversión informal emprendedora (incluidos los inversores que invierten en empresas de la familia y amigos, y los ángeles de negocios).	Modelo logit multinomial. 3 categorías, no inversor informal, F y F o BA. Datos de más de 175.000 personas - incluyendo unos 4.000 inversores informales - en 28 países desarrollados durante el período 2002-04.	Existe un círculo virtuoso positivo donde la demanda de inversión informal tiende a generar su propia oferta, como resultado de factores micro y macro. Altos niveles de actividad empresarial en un país aumentan la probabilidad que el capital riesgo y la inversión informal, trabajen en conjunto de forma complementaria y no sustitutiva. La actividad emprendedora parece estimular la oferta de los inversores informales, tanto a los amigos y la familia (F & F) como a los ángeles inversores.	Global	Individuo (propensión a ser ángel inversor) Varios factores	1
De Clercq, D.; Meuleman, M. y Tilleuil, O. 2009. What Drives Informal Investing? an Institutional Perspective. <i>Frontiers of Entrepreneurship Research</i> Vol 29 (2) pp Article 2.	Examinar, a partir de la teoría institucional, los conductores a nivel macro de la incidencia de la actividad de inversión informal de los países.	Regresión. Datos de diferentes fuentes transnacionales de datos - el Global Entrepreneurship Monitor, la Heritage Foundation, y la Encuesta Mundial de Valores. 32 países	La inversión informal debería aumentar en la medida en que los países demostraran (1) una mayor disponibilidad de oportunidades, (2) un mejor marco regulador de protección de las oportunidades y (3) mayores niveles de confianza generalizada. Además, el nivel de confianza generalizada debe desempeñar un papel moderador, de forma que amplifica el efecto de la disponibilidad de oportunidades y suprime la influencia de la protección de las oportunidades en la predicción de la incidencia de la actividad de inversión informal.	Global	Entorno. Actividades país como la disponibilidad de oportunidades, un marco regulador de protección de las oportunidades y mayores niveles de confianza generalizada.	1
Duxbury, L.; Haines, G. H. y Riding, A. L. 1996. A Personality Profile of Canadian Informal Investors. <i>Journal of Small Business Management</i> Vol 34 (2) pp 44-55	Identificar las características psicológicas de los inversores informales (ángeles) y comparar estas características con la de un grupo de control de no inversores.	Consta de 5 etapas: 1-Creación de los grupos de BA I no inversores. 2- Desarrollo de hipótesis. 3- Diseño y pre test del cuestionario estructurado. 4- Administración del cuestionario a la muestra de BA. 5- Análisis de los resultados. Para el análisis se utilizó el análisis multivariante de la variancia MANOVA. Se dispuso de 411 encuestas de los cuales 279 eran inversores informales. De los 132 que no se creó un grupo de control de 95. Trabaja con 7 variables.	Los business angels tienen un elevado nivel interno de control, una elevada necesidad de realización y dominación, y también unas importantes necesidades de afiliación y autonomía. Los business angels están intrínsecamente motivados, altamente implicados con su trabajo y sus inversiones, muy satisfechos con sus puestos de trabajo, y moderadamente satisfechos con el rendimiento de sus inversiones. Los business angels han mostrado niveles relativamente alto de estrés percibido (de los cuales una proporción significativa se puede atribuir al rendimiento de sus inversiones) y hacen frente a este estrés trabajando duro.	Canadá	Individuo (características psicológicas)	1

Erikson, T. y Sørheim, R. 2005. 'Technology Angels' and Other Informal Investors. Technovation Vol 25 (5) pp 489-496	Contrastar los "ángeles tecnológicos" con otros inversores informales.	ANOVA. Cuestionario enviado a un total de 6.618 noruegos. Del total de respuestas obtenidas (15.6%) se identificaron un máximo de 188 ángeles tecnológicos y 281 otros inversores informales.	Los ángeles tecnológicos se diferencian de otros inversores informales en las fuentes de origen del acuerdo, la selección, el seguimiento y las preferencias de salida.	Noruega	Individuo - Redes, Redes sociales	1
Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzel, W. E. 1994. Angels and Non-Angels: Are there Differences? Journal of Business Venturing Vol 9 (2) pp 109-123.	Profundizar en la distinción entre por un lado emprendedores y por el otro ángeles habituales (con experiencia) y los noveles.	Simple. Medias. Población de 24.876 individuos que habían formalizado una hipoteca por un valor superior a los 300.000 dólares entre 1982 y 1989. De estos 1.462, casi un 6 % habían formalizado una hipoteca por un valor superior al millón de dólares. De esta población total se seleccionó una muestra aleatoria de 3.700 individuos, manteniendo la proporción de individuos con hipotecas de valor superior e inferior al millón de dólares. La tasa de respuesta fue muy baja (5%), sólo respondieron 184 individuos, de los cuales 146 fueron business angels, y los otros 38 eran potenciales inversores. Cuestionario de 43 preguntas.	Un 47% por ciento de los potenciales BA estarían dispuestos a convertirse en BA si dispusieran de los servicios adecuados. Comparativas entre los BA y los potenciales BA	EEUU En los estados de Connecticut y Massachusetts	Individuo - Entorno (Riqueza). Disponer de los servicios adecuados	1
Kelly, P. y Hay, M. G. 1996. Serial Investors and Early Stage Finance. Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance Vol 5 (2) pp 159-174	Examinar la actividad de la etapa de inversión inicial de los inversores en serie del Reino Unido, las personas que han hecho por lo menos tres inversiones privadas.	7 inversores de serie que proporcionaron información básica sobre 41 inversiones privadas. 7 de los 8 inversores habían realizado al menos una inversión en empresas de primera etapa lo que dio información detallada sobre 17 empresas.	Se han observado dos grupos distintos, uno que ha invertido por su cuenta todo el tiempo ("inversores de serie solitarios") y el otro que ha invertido casi exclusivamente con otros ("inversores de serie sindicados"). Ambos algunos grupos habían invertido en una variedad de sectores industriales, la mayoría de ellos en sectores en los que nadie en el grupo de inversores tenía una experiencia directa anterior. El concepto de familiaridad parecía ser una condición necesaria, aunque insuficiente, era un requisito previo a la decisión de invertir. En ambos grupos, el inversor (es), respaldaba a individuos que conocía personalmente, o bien los conocía otro miembro del sindicato, y / o el referente del acuerdo.	Reino Unido	Individuo - Redes. Inversor en serie (solitario y sindicado)	1
Lindsay, N. J. 2004. Do Business Angels have an Entrepreneurial Orientation? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 6 (2) pp 197-210.	Mostrar que los ángeles inversores necesitan ser consumados empresarios para tener éxito en su actividad de inversión en emprendimiento.	Análisis factorial de los elementos. La escala de crecimiento del beneficio y la TIR sirven como variables dependientes y las independientes fueron las dimensiones la orientación emprendedora (OE) (proactividad, la innovación y la asunción de riesgos). Datos de 79 ángeles inversores, la mayoría con mucha experiencia.	Identificaba como pertinente la orientación emprendedora para describir los procesos de toma de decisiones de los ángeles inversores. Las tres dimensiones subyacentes de la orientación emprendedora (proactividad, innovación y riesgo) son identificadas para explicar el resultado en términos de crecimiento de rentabilidad	Desconocido (probablemente Australia de donde es el autor)	Individuo - Entorno. Proactividad, innovación y riesgo	1
Lumpkin, G. T. y Dess, G. G. 2002. Linking Two Dimensions of Entrepreneurial Orientation to Firm Performance. Journal of Business Venturing Vol 16 pp 429-451	Investigar cómo dos de los cinco enfoques de la orientación emprendedora, concretamente la proactividad y la agresividad competitiva están relacionadas entre sí, cómo se relacionan con el rendimiento, y cómo su función es diferente en los entornos en los que las empresas presentan estos enfoques para la elaboración de estrategias.	Análisis factorial para examinar las diferencias entre las dos dimensiones de (OE): proactividad y agresividad competitiva. Datos de 124 ejecutivos de 94 empresas	La proactividad (una respuesta a las oportunidades) es un modo apropiado para las empresas que operan en entornos dinámicos o en industrias que se encuentran en una etapa de crecimiento donde las condiciones están cambiando rápidamente y las oportunidades para el avance son numerosas. Sin embargo, estos entornos no pueden favorecer a la típica postura combativa de la orientación basada en la agresividad competitiva. Las empresas en ambientes hostiles, o en industrias maduras donde la competencia por los clientes y los recursos es intensa, son más propensas a beneficiarse de la agresividad competitiva (una respuesta a las amenazas)		Individuo. Cinco dimensiones de (OE): la autonomía, la innovación, la asunción de riesgos, la proactividad y la agresividad competitiva	1

Månsson, N. y Landström, H. 2006. Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 8 (4) pp 281-301.	Presentar el mercado de ángeles inversores de Suecia de 2004 y compararlo con el de 1992 con el fin de determinar si las características de los ángeles de negocios cambian con el tiempo debido a las variaciones macroeconómicas.	Comparación simple y descriptiva. Datos de 894 cuestionarios enviados (547 a BANs) 253 BA (163 de BANs)	Se observa como las cantidades invertidas han cambiado, que las empresas en las que han invertido los ángeles de negocios y las formas en que los ángeles inversores realizan el flujo de acuerdos también han cambiado desde 1992. Los ángeles inversores en Suecia se han vuelto más profesionales en su manera de identificar nuevas oportunidades de inversión, y el mercado de capital riesgo informal es cada vez más maduro, con menos asimetría de la información. La aparición de Internet y los cambios en el sistema fiscal sueco probablemente han influido en el mercado de ángeles inversores, haciendo que los inversores inviertan en fases más tempranas y en empresas de alta tecnología.	Suecia	Entorno (Análisis de los factores del entorno)	1
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000. Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. <i>International Small Business Journal</i> Vol 18 (4) pp 11-28.	Análisis de los factores que influyen en la oferta de capital riesgo informal.	Simple enumeración de resultados. Lista de 16 posibles influencias. Datos de 56 respuestas de miembros de la red escocesa LINK, complementadas con estudios anteriores	Muestra los factores que influyen en la actividad de inversión de los BA. Subraya los aspectos fiscales	Escocia, Reino Unido	Individuo – Entorno (fiscal, empresarial, ...) Tres categorías: los impuestos, la situación económica y la situación del mercado de valores	1
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2002. Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. <i>Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal</i> Vol 14 (3) pp 271-287	Mostrar la barreras que frenan la expansión del capital riesgo informal	Medias. Datos de 74 BA de 84 respuestas a los cuestionarios enviados a miembros de la NBAN Cuestionario de 46 preguntas (12 páginas)	Propuestas de poca calidad y condiciones de negociación inaceptables	Reino Unido	Entorno (Actuación gubernamental). Financieros y no financieros	1
Maula, M. V. J.; Autio, E. y Arenius, P. 2005. What Drives Micro-Angel Investments? <i>Small Business Economics</i> Vol 25 (5) pp 459-475.	Explicar los factores que determinan la propensión de los individuos a realizar inversiones microangel. También averiguar si existían características distintivas entre aquellos inversores informales que invierten en empresas propiedad de familiares cercanos y aquellos que invierten en negocios no familiares.	Se utiliza un modelo de regresión logística multinomial. Datos de 6.007 entrevistas a adultos de Finlandia dentro del programa GEM en el período 2000-2002	Los principales determinantes de la propensión a realizar inversiones de capital riesgo informal eran los 4 siguientes: mantener un conocimiento personal con algún emprendedor, ser propietario o gerente de una empresa, percibir que se dispone del conocimiento, la habilidad y la experiencia necesaria para iniciar un nuevo negocio, y el género, ser hombre. Por el contrario los factores demográficos como los ingresos, la edad o la educación no se mostraron como factores determinantes de este tipo de inversiones informales.	Finlandia	Individuo - Entorno (Condicionantes del entorno). Mantener un conocimiento personal con algún emprendedor, ser propietario o gerente de una empresa, percibir que se dispone del conocimiento, la habilidad y la experiencia necesaria para iniciar un nuevo negocio, y el género, ser hombre.	1
Paul, S.; Whittam, G. y Johnston, J. B. 2003. The Operation of the Informal Venture Capital Market in Scotland. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 5 (4) pp 313-335.	Se analiza el perfil de los ángeles inversores escoceses en términos de conocimiento de los negocios, la experiencia, la motivación, los criterios de inversión, el comportamiento y los resultados.	Descriptiva (Frecuencias y porcentajes). Datos de 140 respuestas de 476 cuestionarios	La mayoría de los ángeles en Escocia carecen de experiencia en las pequeñas empresas y se argumenta que esto no puede ser de ayuda en la obtención de acuerdos con los empresarios. Se establece una determinada tipología o clasificación de los ángeles.	Escocia (Reino Unido)	Individuo. El crecimiento del capital de su inversión, proporcionarse a sí mismo un interés a tiempo parcial y el disfrute y la satisfacción	1

Politis, D. y Landström, H. 2002. Informal Investors as Entrepreneurs - the Development of an Entrepreneurial Career. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (2) pp 78-101.	Generar conceptos y un modelo que facilite la comprensión de la carrera empresarial de los inversores informales. Se pretende determinar los patrones de su carrera y las diferentes fases a través de las cuales han progresado a lo largo de su carrera.	Cualitativa (entrevistas). Datos de 4 inversores informales	Los inversores informales han pasado por tres fases a lo largo de su carrera: (1) la fase de carrera corporativa, (2) la fase de aprendizaje emprendedor, y (3) la fase de carrera de inversión integrada. Cada fase de la carrera ofrece a los inversores informales posibilidades para el aprendizaje y el desarrollo de competencias valiosas para avanzar en su carrera emprendedora. Durante la fase de su carrera corporativa, los inversores aprenden una "lógica de gestión" y crean una plataforma sobre la cual pueden construir su capacidad de gestión, establecer una red, y legitimar su reputación. En la siguiente fase de aprendizaje emprendedor, los inversores hacen uso de esta plataforma en diversos proyectos emprendedores principalmente en calidad de consultores, que a su vez les brinda las posibilidades para el aprendizaje de la "lógica" que existe detrás de los procesos emprendedores. Durante la fase de carrera de inversión integrada, los inversores informales amplían la plataforma, haciendo uso de sus competencias emprendedoras y de gestión en las empresas en las que invierten, y por lo tanto actuar tanto de emprendedores como de inversores informales en las empresas en las que están involucrados.	Suecia	Individuo (Fases en la carrera emprendedora)	1
Reynolds, P. D. 1997. Who Starts New Firms? Preliminary Explorations of Firms-in-Gestation. Small Business Economics Vol 9 (5) pp 449-462.	Explorar las combinaciones únicas de los acontecimientos que subyacen en la decisión de iniciar una nueva empresa	Análisis multivariado: modelos de regresión logística. Interacción de Detección Automática (Automatic Interaction Detection (AID)). Datos de una selección aleatoria de hogares seguida de una entrevista telefónica a un adulto de la casa en total 1.016 casos.	Existen unos determinados grupos de población más proclives a iniciar una empresa, tiene una edad entre 25 y 34 años	EEUU	Individuo – Entorno (Factores que llevan a crear una empresa)	1
Saetre, A. 2003. Entrepreneurial Perspectives on Informal Venture Capital. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (1) pp 71-94.	Analizar las relaciones entre inversores informales y emprendedores en 4 casos	Entrevistas (Cualitativo). Datos de 4 empresas que han recibido fondos de ángeles inversores	Los emprendedores buscan capital competente, pero buscan todavía más "capital pertinente" inversores con experiencia y contactos en el sector específico o nicho donde opera la empresa. Para algunos emprendedores el capital es un "comodity" lo que realmente tiene valor es un inversor pertinente.	Noruega	Individuo - Entorno. Entorno empresarial. Al cazados por emprendedores	1
Sohl, J. E. 1999. The Early-Stage Equity Market in the USA. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 101-120	Describir la financiación en las primeras etapas de desarrollo empresarial	Descriptivo	Se presentan 6 tendencias: 1.Globalización del concepto capital ángel. 2.Un creciente número de empresarios de éxito, muchos financiados con capital de ángeles inversores, que se han hecho ricos y están listos para unirse a las filas de los inversores privados. 3.El establecimiento de una visión emprendedora en los EEUU. 4.Fortalecimiento de la relación entre la industria del capital riesgo y los inversores privados. 5.La inversión ángel es un fenómeno cara a cara. 6.Las universidades del país están a punto de experimentar un papel más activo en el fomento del flujo de operaciones.	EE.UU.	Individuo. Los factores típicos (rico, experiencia, ...).La inversión ángel es un fenómeno cara a cara	1
Sørheim, R. y Landström, H. 2001. Informal Investors - A Categorization, with Policy Implications. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 13 (4) pp 351-370.	Clasificar a los BA. Desarrollar un sistema de categorización de BA.	Análisis cluster. Se establecen los grupos a partir de 2 criterios actividad de inversión y competencia. Luego se muestran los datos por grupo. Datos de 6618 personas seleccionadas de 3 orígenes distintos – Responden 1.030 de los cuales 606 han invertido y 425 son inversores informales	4 tipos de BA: Lotto investors; Traders; Analytical investors y Business angels.	Noruega	Individuo, Tipos de AI	1
Sullivan, M. K. y Miller, A. 1996. Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic, and Altruistic Investors. Journal of Business Research Vol 36 (1) pp 25-35	Proponer tres motivos concretos para la inversión en capital riesgo informal	Análisis factorial y otras técnicas estadísticas. Datos de 473 individuos del suroeste de los EEUU, de los cuales 214 habían realizado inversiones informales durante los últimos 5 años.	Existen 3 razones o motivaciones para invertir en el mercado de capital riesgo informal: la económica, la hedonista y la altruista	EEUU	Individuo (motivación). Motivación económica, hedonista y altruista	1

Szerb, L.; Rappai, G.; Makra, Z. y Terjesen, S. 2007. Informal Investment in Transition Economies: Individual Characteristics and Clusters. Small Business Economics Vol 28 (2) pp 257-271.	Analizar los factores que impulsan la inversión informal en Croacia, Hungría y Eslovenia	Regresión logística multinomial (MLR) y análisis de conglomerados o cluster. Datos del GEM. 6.017 individuos de Croacia (2002, 2003, 2004), 6.878 individuos de Hungría (2001, 2002, 2004) i 6.043 individuos de Eslovenia (2002, 2003, 2004).	Muestra las características de los BA en relación con los que no lo son en estos países.	Europa Central y Oriental (ECO) Croacia, Hungría y Eslovenia	Individuo – Entorno (Factores que llevan a la inversión informal), Ser propietario de negocios, conocer un propietario, ...	1
Szerb, L.; Terjesen, S. y Rappai, G. 2007. Seeding New Ventures - Green Thumbs and Fertile Fields: Individual and Environmental Drivers of Informal Investment. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 9 (4) pp 257-284.	Analizar a nivel de país y del individuo los conductores del entorno en la inversión 'semilla' informal.	Regresión logística multinomial (MLR) Se analizan cuatro tipos de inversores informales, con variables individuales i de entorno a nivel a país, Datos del (GEM) de 2001, 2002 y 2003, de 2.000 personas en 31 países, con un total de 257.793 personas, incluidos 5 960 inversores informales.	Los inversores informales tienden a ser hombres mayores que trabajan a tiempo completo, tienen ingresos altos, perciben las oportunidades de puesta en marcha (start-up) en el entorno, y creen que tienen los conocimientos necesarios para iniciar sus propios negocios. A nivel de entorno, nos encontramos con que los países con mayor porcentaje de inversores informales son significativamente más propensos a tener niveles más altos de desarrollo económico, mayores costos de creación de empresas, mayores niveles de educación empresarial, impuestos más bajos y menor distancia de poder.	31 países del GEM	Individuo y Entorno (desarrollo económico, la política impositiva o fiscal sobre los ingresos, los costes de puesta en marcha (start-up) los programas gubernamentales para el fomento empresarial, la disponibilidad de financiación en forma de deuda, la educación y la cultura empresarial)	1
Van Osnabrugge, M. 1998. Do Serial and Non-Serial Investors Behave Differently?: An Empirical and Theoretical Analysis. Entrepreneurship Theory and Practice Vol 22 (4) pp 23-42.	Analizar las diferencias entre los BA experimentados 91 (han financiado 3 o más empresas no cotizadas) y los BA no experimentados 50	Análisis de diferencias estadísticamente significativas entre los dos tipos de inversores. Datos de 141 BA 116 cuestionarios y 25 entrevistas personales con preguntas semiestructuradas y abiertas, también cuestionario cuantitativo. Esto se utiliza para el cuestionario final.	Los BA experimentados están menos preocupados por el riesgo de agencia i más por el riesgo de mercado que los no experimentados.	Reino Unido	Individuo. Experiencia en la creación de empresas	1
Westhead, P. y Wright, M. 1998. Novice, Portfolio, and Serial Founders: Are they Different? Journal of Business Venturing Vol 13 (3) pp 173-204	Mostrar la potencial heterogeneidad de los empresarios habituales.	Tests univariantes y multivariantes para examinar las posibles diferencias entre los grupos. Datos de una muestra que incluyó a 389 fundadores novatos (62,6%), 75 fundadores de la cartera (12,1%), y 157 fundadores de serie (25,3%) de Gran Bretaña.	Existen diferencias significativas entre los fundadores de cartera y en serie con respecto a los antecedentes de sus padres, experiencia laboral, y su edad cuando comenzaron su primer negocio. También se encontraron diferencias con respecto a los motivos que llevaron a la puesta en marcha del negocio, las actitudes personales al emprendimiento, y las fuentes de los fondos utilizados durante el período de puesta en marcha de los negocios encuestados. Estos hallazgos sugieren que los empresarios habituales no pueden ser tratados como un grupo homogéneo. El análisis, sin embargo, no encontró ninguna diferencia significativa entre el desempeño de las empresas encuestadas en función de si pertenecían a los fundadores habituales y fundadores novatos y entre los dos tipos de fundadores habituales.	Gran Bretaña	Entorno económico. Distintas tipologías de empresarios. Paralelismo con ángeles inversores. Relación entre unos y otros. Actitudes personales para el espíritu empresarial (emprendimiento) y principales razones para iniciar una empresa, se pueden utilizar para los ángeles.	1

Wetzel, W. E. 1983. Angels and Informal Risk Capital. <i>Sloan Management Review</i> Vol 24 (4) pp 23-34.	Describir las características de inversión de una muestra de ángeles activos en Nueva Inglaterra, y ofrecer sugerencias para los empresarios que buscan ángeles, y recomendar medidas para mejorar la eficiencia del mercado de capital riesgo informal.	Descriptiva. Datos de 133 inversores informales de Nueva Inglaterra.	Varios	EEUU	Individuo, Factores demográficos típicos Recompensas no financieras	1
Wong, P. K. y Ho, Y. P. 2007. Characteristics and Determinants of Informal Investment in Singapore. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 9 (1) pp 43-70.	Examinar las características de los inversores informales en Singapur. Analizar los factores determinantes clave que diferencian a los individuos que se convierten en inversores informales de los que no hacen inversiones informales. En particular, se examina si estos factores difieren en función de la relación entre el inversor y empresario. Diferencias entre AI y otros inversores informales.	Regresión. Datos de 11.019 individuos del GEM años de 4 años (2001 a 2005)	Los determinantes clave de la propensión a la inversión informal eran básicamente tres: la experiencia en emprendimiento y gestión empresarial, disponer de habilidades para iniciar un nuevo negocio y conocer personalmente a los emprendedores, en cambio la educación, la situación laboral, el género y la edad no lo eran. El hecho de conocer personalmente a emprendedores era el factor con mayor influencia.	Irlanda	Individuo, 1.Experiencia en emprendimiento y gestión empresarial. 2. Conocer personalmente a los emprendedores 3. Educación 4. Situación laboral 5. Género 6. Edad	1
Wright, M.; Westhead, P. y Sohl, J. E. 1998. Habitual Entrepreneurs and Angel Investors. <i>Entrepreneurship Theory and Practice</i> Vol 22 (4) pp 5-21.	Profundizar en la distinción entre por un lado emprendedores y por el otro ángeles habituales (con experiencia) y los noveles.		Propone líneas de estudio			1
Avdeitchikova, S. 2008. On the Structure of the Informal Venture Capital Market in Sweden: Developing Investment Roles. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 10 (1) pp 55-85. Segundo aspecto	Explorar la heterogeneidad del comportamiento de la inversión informal.	Análisis SCHEFFE y test Chi cuadrado. Datos de 40.320 individuos entre 18 y 79 años. 24.166 respuestas. 861 inversores informales. Segunda fase con 401 entrevistas de los cuales 123 no eran inversores informales por tanto quedaron 278	Sugiere 4 tipos distintos de comportamientos de inversión basándose en la contribución en forma de recursos financieros y no financieros (capital humano). Matriz de 4 tipologías.	Suecia	Individuo (recursos humanos, recursos financieros)	2
Becker-Blease, J. R. y Sohl, J. E. 2008. Confidence and Angel Investors: Does Gender Matter? <i>Frontiers of Entrepreneurship Research</i> Vol 28 (2) pp Article 1.	Analizar si los hombres y las mujeres ángeles inversores tienen diferentes niveles de confianza basándonos en la participación en el mercado de capital ángel, el ratio de inversiones, y la etapa de las inversiones.	Regresión estadística. Datos a partir de la base de datos más completa de los portales de ángel en los EE.UU. recogida por el The Center for Venture Research a partir de 2000	Las ángeles mujeres tienen niveles más bajos de confianza en comparación con los hombres, a pesar de que no sugerimos que esta diferencia sea perjudicial para la riqueza de las mujeres ángel inversoras. Sin embargo, las mujeres empresarias, que de manera desproporcionada buscan financiación de las ángeles mujeres, pueden tener un acceso más restringido al capital para las primeras fases que los hombres.	EEUU	Individuo (confianza)	2
Brettel, M. 2003. Business Angels in Germany: A Research Note. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 5 (3) pp 251-268.	Caracterizar a los business angels alemanes	Encuesta y simple recogida y descripción de resultados. Datos de 48 business angels	Características demográficas., Inversiones, cantidad, frecuencia de inversión y criterios de inversión., Características de las empresas de cartera., Relaciones entre el inversor y la empresa invertida.	Alemania	Individuo (diversión)	2

Bygrave, W. D. y Hunt, S. A. 2008. For Love Or Money? A Study of Financial Returns on Informal Investments in Businesses Owned by Relatives, Friends, and Strangers. REGIONAL FRONTIERS OF ENTREPRENEURSHIP RESEARCH, L.M. Gillin, ed., Melbourne: Swinburne University, 2007; Presented at the AGSE Entrepreneurship Research Conference, Queensland University of Technology, Brisbane, Australia, February 2007 ; Babson College C: Babson College Center for Entrepreneurship	Explicar los retornos esperados de la inversión informal en 35 países que participaron en el Global Entrepreneurship Monitor (GEM) en 2004 y 2005.	Datos del GEM	El altruismo afecta a los retornos esperados. El rendimiento esperado aumenta a medida que aumenta la distancia de la relación entre el inversor y el empresario; los hombres esperan mayores rendimientos que las mujeres, los empresarios esperan un mayor rendimiento que los no empresarios; la rentabilidad esperada aumenta a medida que el importe invertido aumenta, las personas de la tercera edad esperan rendimientos más bajos que los jóvenes; los empresarios esperar un mayor rendimiento de las inversiones en sus propios negocios que de sus inversiones en las demás empresas.	35 países GEM	Individuo (rendimiento altruismo) -	2
Cadenhead, G. M.; Rost, C.; Jaugey, C.; Weber, J. y Brettel, M. 2000. Business Angels in Germany: How Business Angels in Germany Help New Entrepreneurs. Journal of Private Equity Vol 4 (1) pp 50-58	Examinar empíricamente los ángeles inversores en Alemania	Descriptivo	Los inversores informales de capital de Alemania proporcionan un importante recurso para reducir el déficit de financiación para las nuevas empresas emprendedoras que tienen requerimientos de capital inferiores al millón de marcos alemanes. La mayoría de los ángeles entrevistados aportan una rica visión para los negocios, así como redes personales y el conocimiento de la industria, para ayudar a sus equipos de gestión.	Alemania	Individuo	2
Collewaert, V.; Manigart, S. y Aernoudt, R. 2010. Assessment of Government Funding of Business Angel Networks in Flanders. Regional Studies Vol 44 (1) pp 119-130.	Evaluar si la intervención del gobierno a través de la subvención de las redes de inversores informales (BAN) aumenta el crecimiento económico regional en Flandes.	Análisis cualitativo (entrevistas con empresarios y BA) y análisis de estados financieros. Datos 55 compañías financiadas. Además 34 BA invirtieron a través de otro canal en más empresas.	El programa público de apoyo a las BAN tiene muchos efectos positivos tanto directos como indirectos.	Flandes (Bélgica)	Redes (Ayudas públicas)	2
Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzell, W. E. 2002. Angles on Angels: Financing Technology-Based Ventures - a Historical Perspective. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 275-287.	Reflexionar sobre la investigación de los últimos 20 años	Descriptiva	Plantea 10 líneas de investigación futura.	EEUU	Entorno (Redes, Gobierno, ...) Individuo. Nivel de confianza y competencia en su capacidad para hacer frente de manera inteligente a los misterios de las inversiones de riesgo - los precios, la estructuración y la desinversión. Interés en la capacitación para el trabajo en co-inversión con ángeles experimentados	2

Haines, G. H.; Madill, J. J. y Riding, A. L. 2003. Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. Journal of Small Business and Entrepreneurship Vol 16 (3/4) pp 13-40	Presentar un estudio empírico de los inversores informales "ángel" del Canadá.	Descriptiva	Los ángeles tienen una buena educación y poseen experiencia como inversores. Ellos tienden a tener otros empleos a tiempo completo. Invierten en nuevas empresas orientadas al crecimiento, por lo general en las primeras etapas de desarrollo de los negocios. Ellos reportan que existe una escasez de negocios preparados para invertir en el que los directores estén dispuestos a asociarse con inversores experimentados mentores. Los inversores reciben la mayoría de las oportunidades inversión a partir de sus socios de negocios. La evaluación tiende a ser informal, aunque algunos inversores realizan extensos trabajos de diligencia debida. Las dimensiones clave de las oportunidades de negocio invertibles son el potencial de mercado de la empresa, la capacidad de los directores de comercializar el producto o servicio, y la oportunidad para que los inversores hagan sustanciales contribuciones no financieras para la empresa.	Canadá	Individuo. Buena educación, empleo a tiempo completo, experiencia. Socios de negocios	2
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2007. Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance. Entrepreneurship Theory and Practice Vol 31 (3) pp 445-472.	Analizar si existen diferencias entre hombres i mujeres BA	Preguntas abiertas y cerradas. Medias mujeres y hombres i una X^2 (no se su significado). Datos 25 BAN que tenían un total de 25 BA mujeres, más 2 con 78 mujeres. Se obtienen 40 cuestionarios 21 mujeres y 19 hombres. Resp. Aprox. 20%	Las mujeres BA se diferencian de los hombres BA sólo en unos pocos aspectos	Reino Unido	Individuo (género)	2
Harrison, R. T.; Mason, C. M. y Robson, P. J. A. 2010. Determinants of Long-Distance Investing by Business Angels in the UK. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 22 (2) pp 113-137.	Relacionar las inversiones a larga distancia con las características de la inversión y las características de los inversores	El análisis de varianza (ANOVA) consiste en un conjunto de métodos para probar hipótesis acerca del grupo de las diferencias entre las medias.. pero no permitiría que la dirección de las relaciones que se establezcan La clasificación de las inversiones en tres distancias, local, media y larga produce una escala ordinal de variable dependiente de tres niveles. En este escenario, la estimación de las inversiones de los BA es más apropiado utilizar luna técnica de logit ordenado. Datos de 373 inversiones por 109 business angels del Reino Unido Cuestionario enviado a más de 1000 BA de redes del Reino Unido.	Los inversores de las regiones del Este son los más propensos a realizar inversiones locales, y las mayores inversiones son más propensas a realizarse a larga distancia...	Reino Unido	Entorno (distancia)	2
Hindle, K. y Lee, L. 2002. An Exploratory Investigation of Informal Venture Capitalists in Singapore. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (2) pp 169-177.	Caracterizar a los business angels de Singapur	Encuesta y simple recogida y descripción de resultados. Datos 32 business angels potenciales sólo 29 realmente activos. Datos 36 business angels	-Quiénes son los business angels de Singapur. - Cuales son sus criterios de inversión. -Como se comportan a la hora de realizar los acuerdos de inversión	Singapur	Individuo. Factores demográficos típicos	2
Hindle, K. y Wenban, R. 1999. Australia's Informal Venture Capitalists: An Exploratory Profile. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 169-186.	Caracterizar a los business angels australianos	Encuesta y simple recogida y descripción de resultados	-Quiénes son los ángeles inversores australianos. -Como se comportan. - Cuales son sus criterios de inversión	Australia	Individuo. Factores demográficos típicos	2

Ibrahim, D. M. 2009. Financing the Next Silicon Valley. Washington University Law Review, Vol. 87, 2010; Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper No. 1065: SSRN	Comparar tres posibles fuentes de financiación empresarial (el capital riesgo privado, el capital riesgo patrocinado por el estado, y los grupos de ángeles inversores).	Descriptiva	Los grupos de ángeles tienen claras ventajas cuando se trata de financiar la innovación en las regiones no-tecnológicas.	EEUU	Redes (Grupos de ángeles)	2
Knyphausen-Aufseß, D. Z. y Westphal, R. 2008. Do Business Angel Networks Deliver Value to Business Angels? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (2) pp 149-169.	Analizar las funciones de las redes de business angels (BAN)	Análisis de datos de una red y análisis cualitativo de 5 inversiones. Datos de una sola BAN alemana, la Business Angels Norte de Baviera (Nordbayerische Business Angels - NBA). Datos de las 42 inversiones realizadas en los 4 años estudiados. A parte se estudiaron 5 inversiones distintas a las anteriores. En 2 no había intervenido ninguna BAN y en las otras 3 sí.	El actual modelo de intermediación de negocios no solo no hace posible que las BAN generen valor añadido decisivo para que la inversión del business angel en jóvenes empresas tecnológicas tenga éxito, sino que incluso puede provocar que pierda toda la inversión. Un modelo de negocio que no genera valor añadido sostenido para sus clientes nunca puede ser rentable en términos de gestión empresarial.	Alemania	Redes	2
Landström, H. 1992. The Relationship between Private Investors and Small Firms: An Agency Theory Approach. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 4 (3) pp 199-223.	Formular y probar veinte y cinco hipótesis generadas a partir de la teoría de agencia en 62 pequeñas empresas no cotizadas en Suecia	Cuantitativo	La distancia geográfica y los conocimientos del inversor privado sobre el proceso de transformación de las empresas de la cartera parecen ser los factores más influyentes para determinar la participación del inversor privado en las empresas de la cartera. Ninguna de las variables, la frecuencia de los contactos y el trabajo operativo del inversor privado en la empresa de cartera afecta al rendimiento de la empresa. Contrariamente a la sabiduría convencional, los inversores privados no aportan valor añadido a las empresas de su cartera a través de su interacción con los empresarios. La teoría de la agencia no ofrece un marco satisfactorio para explicar la relación entre el inversor privado y el empresario. Algunos de los supuestos básicos de la teoría de agencia parecen no ser válidos. Se desarrolla un modelo para la relación entre los inversores privados y empresarios en el cual se identifican cuatro estrategias de interacción. El modelo da implicaciones en dos niveles: a nivel de la cartera y a nivel de casos individuales.	Suecia	Individuo - Entorno. La distancia geográfica y los conocimientos del inversor privado sobre el proceso de transformación de las empresas.	2
Lange, J.; Leleux, B. y Surlémont, B. 2003. Angel Networks for the 21st Century, an Examination of Practices of Leading Networks in Europe and the U.S.A. Journal of Private Equity Vol 6 (2) pp 18-28	Analizar más de 40 redes de inversores en los EE.UU. y Europa identificadas como "mejores prácticas" para ofrecer un estudio sistemático de las prácticas más recientes y más innovadoras en las redes de inversores, concentrándose en particular en el uso de tecnología de la información para facilitar el flujo de ideas y capital para la creación de empresas y empresas en fase inicial y sus implicaciones para los mercados de capital privado del futuro y la financiación de empresas de alto potencial.	Descriptiva	Se destacan dos hechos polares simultáneos, uno hacia la distribución masiva de información sobre las oportunidades de puesta en marcha (redes centradas en los emprendedores) y la otra, en reacción a la primera, hacia la extrema detección de información para un público selecto (redes centradas en los inversores).	Varios	Redes. Iniciativas públicas para alentar a los ángeles inversores	2
Lerner, J. 1998. "Angel" Financing and Public Policy: An Overview. Journal of Banking & Finance Vol 22 (6-8) pp 773-783	Proporciona una visión general de las motivaciones de los esfuerzos públicos para alentar a los ángeles inversores.	Descriptiva	Cuestiona la idoneidad de realizar políticas para alentar a los ángeles inversores.	EEUU	Entorno (gubernamental)	2

Littunen, H. 2000. Entrepreneurship and the Characteristics of the Entrepreneurial Personality. International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research Vol 6 (6) pp 295-310	Examinar las características de la personalidad emprendedora y los efectos de los cambios en las relaciones personales del emprendedor.	Se comparan las diferencias entre las mediciones de la personalidad del empresario con un test-t. Datos de 123 empresas de Finlandia. Los empresarios fueron entrevistados en cinco ocasiones durante los años 1992-1996.	Convertirse en un emprendedor y actuar como un emprendedor son dos aspectos del proceso de aprendizaje del emprendedor, que a su vez tiene un efecto sobre las características personales del emprendedor. Los cambios en las relaciones del emprendedor con los demás, tienen un efecto sobre las características de la personalidad del emprendedor. El número de socios cooperativos disminuyen y el control de otros poderosos también se reduce, y que, desde la fase de puesta en marcha, los emprendedores cuyas relaciones personales han aumentado también muestran un claro aumento en el dominio.	Finlandia	Individuo. Factores de emprendeduría que pueden exportarse a los ángeles inversores	2
Lumme, A.; Mason, C. M. y Suomi, M. 1996. The Returns from Informal Venture Capital Investments: An Exploratory Study. Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance Vol 5 (2) pp 139.	Analizar los rendimientos obtenidos por los ángeles inversores	Descriptiva. Datos de 38 ángeles inversores de Finlandia que habían realizado 155 inversiones de las cuales ya habían cerrado o salido en 20.	1 -. Los inversores exitosos han pasado más tiempo de su carrera en puestos de alta dirección o bien de dirección intermedia pero en grandes empresas, mientras que los inversores sin éxito han trabajado mayoritariamente en puestos de dirección pero en pequeñas empresas. Sin embargo no está nada claro que la experiencia laboral tenga demasiado que ver con el éxito de las inversiones. 2 -. En cuanto a sus motivaciones para invertir, los inversores con éxito dieron más énfasis a la diversión y la satisfacción de haber participado en proyectos empresariales, mientras que los inversores sin éxito dieron más énfasis a motivos altruistas y a la responsabilidad social. 3 -. Los inversores de éxito disponían de un mayor flujo de oportunidades de inversión y realizaron menos inversiones, lo que nos lleva a decir que son más exigentes en la realización de inversiones. 4 -. Los inversores sin éxito tenían más probabilidades de recibir oportunidades de inversión procedente de amigos y por tanto también de invertir en empresas de amigos. 5 -. Los inversores sin éxito tuvieron una mayor estimación de su contribución de valor añadido en las empresas en las que invirtieron.	Finlandia	Rendimiento (vinculado a factores no financieros como diversión etc.)	2
Macht, S. A. y Robinson, J. 2009. Do Business Angels Benefit their Investee Companies? International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research Vol 15 (2) pp 187-208	Sobre la base de la obra de Munck y Saublens, este artículo pretende introducir un marco que pretende ofrecer un conocimiento detallado de los beneficios que los ángeles inversores pueden aportar a las empresas en las que invierten.	Entrevistas telefónicas semi-estructuradas en profundidad a gestores clave de 9 empresas financiadas por ángeles. Técnicas comunes de análisis cualitativo. Datos de 9 empresas financiadas por ángeles	Los ángeles inversores proporcionan beneficios en las cuatro áreas del marco propuesto. En concreto, los ángeles inversores: ayudan a superar el déficit de financiación; completar el déficit de conocimiento / experiencia mediante el suministro de su propia experiencia y su participación, ofrecen una amplia gama de contactos y obtienen financiación adicional, incluyendo su propia financiación de continuación.	Reino Unido	Individuo. Tipos de beneficios (4) que aportan los ángeles a las empresas participadas	2
Mason, C. M. 2009. Venture Capital in Crisis? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 11 (4) pp 279-285.	Ofrecer una visión general del estado actual de la industria de capital riesgo y propone una agenda de investigación que sea apropiada para este entorno.	Descriptiva	El paisaje de la nueva financiación favorece a los grupos ángel y a los pequeños fondos de capital riesgo con un modelo de inversión basado en la menor cantidad de financiación necesaria para iniciar y desarrollar una empresa de tecnología con posibilidades de lograr una salida rápida a través de una pequeña venta comercial.	EEUU	Entorno económico. Nuevo entorno de crisis del capital riesgo más favorable al ángel inversor	2
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1995. Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital. Small Business Economics Vol 7 (2) pp 153-172.	Proporcionar instrumentos para cerrar la brecha de capital	Descriptiva (Ningún tratamiento estadístico)	Propone la creación de Business Introduction Services o sea redes de BA	Realizado en el Reino Unido, con una visión bastante global.	Entorno (políticas gubernamentales) - Redes	2
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996. Why 'Business Angels' Say no: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. International Small Business Journal Vol 14 (2) pp 35-51.	Analizar los motivos por los cuales los BA deciden no invertir en una empresa	Número de casos. Miembros del sindicato de inversión Metrogroup	Propone líneas de estudio	Reino Unido	Entorno (empresarial)	2

Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2002. Is it Worth it? the Rates of Return from Informal Venture Capital Investments. Journal of Business Venturing Vol 17 (3) pp 211-236.	Analizar los rendimientos de la inversión de capital riesgo informal.	Comparativa y análisis de rendimientos. Significancia X2. Datos de 128 inversiones realizadas por 127 BA Sólo 51 inversores de 101 habían cerrado operaciones.	La distribución de los rendimientos es muy desigual, un 34% suponen una pérdida total, el 13% pérdidas parciales o resultado cero, en cambio un 23% muestra obtienen TIRs superiores al 50%.	Reino Unido	Individuo (Rendimiento)	2
Moen, O.; Sørheim, R. y Erikson, T. 2008. Born Global Firms and Informal Investors: Examining Investor Characteristics. Journal of small business management Vol 46 (4) pp 536-549.	Comparar los inversores informales que participan en (Born Global Firms) empresas de nacimiento global ("Born Global Investors") con otros inversores informales.	Análisis de varianza y test de Bonferroni. Datos de 476 inversores clasificados en 3 grupos. 6.618 cuestionarios. 1030 respuestas. 424 no inversores	Diferencias entre los BGI y los inversores locales y mixtos: (1) BGIs, consideran invertir en un mayor número de proyectos. (2) BGIs tienen más experiencia como administradores de grandes empresas: tienen ingresos mayores, mayores fortunas, i mayores tamaños de inversión. (3) Las redes personales y profesionales, los contactos realizados por emprendedores y los contactos con los inversores formales son más importantes a la hora de recibir nuevas propuestas de inversión para los BGIs. (4) BGIs no participan por iniciativa propia en la búsqueda activa de oportunidades de inversión más que otros inversores. Tampoco los otros inversores informales, ni las redes de capital, son más importantes para los BGIs a la hora de recibir oportunidades de inversión. (5) No se observan diferencias en cuanto a etapa de inversión entre los tres grupos de inversores. (6) BGI no se involucran ni controlan las empresas de cartera más que los otros inversores. (7) Los BGI son más propensos a considerar una IPO oferta pública inicial, vender a inversores formales o a otras empresas como salida a su inversión, mientras que los inversores locales no tienen tanto interés en salir de la inversión	Noruega	Inversor (tipo de inversor 3 categorías)	2
Paul, S. y Whittam, G. 2010. Business Angel Syndicates: An Exploratory Study of Gatekeepers. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 12 (3) pp 241-256.	Analizar las funciones y roles de los "gatekeepers" de los sindicatos de ángeles inversores	Cualitativa (entrevistas con gatekeepers). Datos a partir de 16 entrevistas en profundidad con gatekeepers 14 hombres y 2 mujeres 45-70 minutos	Se indica la experiencia previa que requiere un gatekeeper, las similitudes y diferencias entre los principales tipos de gatekeepers, las funciones que realizan y cuales son las competencias clave necesarias. Se define el término "ángel inversor gatekeeper (guardián)". Se identifican los principales factores que determinan la eficacia de un gatekeeper	Escocia (Reino Unido)	Redes (Sindicatos:grupos de ángeles estructurados). Factores que condicionan a un gatekeeper	2
Pereiro, L. E. 2001. Tango and Cash: Entrepreneurial Finance and Venture Capital in Argentina. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 3 (4) pp 291-308.	Analizar las características de tres tipos de actores: empresarios, fondos de capital privado formal y de capital riesgo (PE / VC) y ángeles inversores en Argentina y compararlas con los de EE.UU., Europa y Canadá.	Descriptiva. Enumeración de datos. Datos procedentes de 170 cuestionarios de 300 empresarios utilizables. 23 fondos de PE y 7 fondos VC. 25 de 27 ángeles inversores	- El empresario argentino en promedio necesita más dinero para iniciar una nueva empresa que sus contrapartes en los EE.UU. - Los parámetros de las operaciones de los fondos de (PE / VC) formales están en consonancia con los estándares internacionales. - Los ángeles argentinos invierten en promedio importes sustancialmente más elevados por negocio que sus contrapartes en otros países, siendo también más jóvenes que el promedio internacional	Argentina	Individuo. Motivaciones económicas, diversión y altruistas	2
Prowse, S. 1998. Angel Investors and the Market for Angel Investments. Journal of Banking & Finance Vol 22 (6-8) pp 785-792	Analizar el mercado de capital ángel.	Datos procedentes de más de una docena de ángeles inversores en el área de Dallas / Fort Worth	El mercado ángel es un mercado muy heterogéneo y localizado. Se presentan algunas características comunes de los ángeles y cómo seleccionan y supervisan sus inversiones.	EEUU	Individuo – Redes - Mercado	2
Roach, G. 2010. Is Angel Investing Worth the Effort? A Study of Keiretsu Forum. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 12 (2) pp 153-166.	Examinar la rentabilidad de la inversión ángel e investigar la dinámica de los grupos de inversión ángel	Análisis de la TIR de las inversiones. Datos del grupo de ángeles Keiretsu Forum con sede en Silicon Valley.	El proceso de inversión Keiretsu con los procedimientos establecidos en la detección de oportunidades, las presentaciones regulares programadas, el proceso de diligencia debida comúnmente entendido, y la negociación de términos estándar, ha sido eficaz en la identificación de posibles malas inversiones, pero no a costa de perder los posibles éxitos porque los de criterios de inversión fueran excesivamente restrictivos.	EEUU	Individuo – Red (Rendimiento)	2

Robinson, M. J. y Cottrell, T. J. 2007. Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. Journal of Small Business Management Vol 45 (1) pp 47-67	Identificar los distintos tipos de inversores informales.	Agrupación de datos y significancia estadística. Datos de 516 exenciones financieras que captaron más de 600 millones de dólares	Aparición de un grupo nuevo de inversores. Tres tipologías de inversores	Canadá (Región de Alberta)	Entorno (Regulación fiscal - Exenciones)	2
San José, A.; Roure, J. y Aernoudt, R. 2005. Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (2) pp 149-165.	Resolver el problema de la falta de información entre los ángeles inversores. Convertir ángeles vírgenes o potenciales en ángeles activos.	Descriptiva. Simple encuesta sin tratamiento. Datos del primer estudio 27 respuestas de 57 participantes. Segundo estudio 38 respuestas	La conversión de ángeles vírgenes o potenciales en ángeles activos sólo puede realizarse si el problema se plantea desde la perspectiva de su falta de comprensión del proceso de inversión. Una importante fuente de dificultad en el desarrollo y establecimiento de proyectos de inversión informal es el hecho que muchos ángeles (especialmente los ángeles potenciales) no tienen una comprensión adecuada del proceso de inversión. Por tanto, no pueden tomar ventaja de las oportunidades de inversión que puedan surgir. La implicación es que existe la necesidad de una nueva forma de intervención: la creación de escuelas o academias de ángeles inversores, concebidas como marco para el intercambio de experiencias y una cooperación más estrecha. Perfil de ángeles inversores catalanes.	España IESE Barcelona	Redes (Escuelas de ángeles inversores)	2
Scheela, W. y Isidro, E. S. 2008. Private Equity Investing in the Philippines: Business Angels Vs. Venture Capitalists. Journal of Private Equity Vol 11 (2) pp 90-99	Analizar el desarrollo de la industria de capital privado en las Filipinas. El estudio se centra en las características y desafíos que enfrentan tanto a los inversores de capital riesgo como a los ángeles inversores y sus respectivos rendimientos de inversión.	Descriptivo	Debido al difícil clima de inversión en las Filipinas, los inversores de capital privado han desarrollado estrategias de inversión únicas. En general, los ángeles inversores que invierten en las Filipinas informaron de resultados positivos de sus inversiones, mientras que los capitalistas de riesgo tienen por regla general, rendimientos negativos.	Filipinas	Varios (rendimiento)	2
Scheela, W. y Isidro, E. S. 2009. Business Angel Investing in an Emerging Asian Economy. Journal of Private Equity Vol 12 (4) pp 44-56	Explorar las estrategias de inversión y operativas desarrolladas por los ángeles inversores en Filipinas.	Descriptiva. Datos de 28 ángeles inversores	Debido a las difíciles condiciones para la inversión en las Filipinas, los ángeles inversores desarrollaron redes de co-inversión, llevaron a cabo la debida diligencia en profundidad, y ha desempeñado un papel de vigilancia activa después de invertir. En general, los ángeles inversores que invierten en las Filipinas informaron de resultados positivos de sus inversiones.	Filipinas	Varios	2
Sohl, J. E. y Hill, L. 2007. Women Business Angels: Insights from Angel Groups. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 9 (3) pp 207-222.	Analizar las diferencias entre hombres y mujeres ángeles.	Descriptiva. Datos de 11 redes de 19 que cumplieran unos determinados objetivos. Encuestas de 236 mujeres en 2002 y 292 en 2003.	Las redes de mujeres ángeles reciben más proyectos de mujeres emprendedoras que las redes de hombres ángeles, sin embargo esto no significa que el porcentaje de las que reciben financiación sea mayor. En cuanto a los aspectos no financieros, las mujeres los dirigen hacia el desarrollo social de la mujer	EE.UU.	Individuo - Redes. Aspectos no financieros dirigidos hacia las mujeres	2
Sørheim, R. 2003. The Pre-Investment Behaviour of Business Angels: A Social Capital Approach. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (4) pp 337-364	Determinar el papel del capital social en la identificación de oportunidades de inversión y en el proceso de selección (screening) / evaluación de estas oportunidades de inversión.	Cualitativa (5 casos). Datos de 5 ángeles inversores con experiencia	Lo que en gran medida determina la forma de operar de un ángel inversor en el mercado de capital riesgo informal es su trayectoria o experiencia anterior. Es muy racional que los individuos que han adquirido la mayor parte de su experiencia en una región específica hagan la gran mayoría de sus inversiones en la misma región. Es esta trayectoria regional lo que les da una ventaja competitiva en el mercado de capital riesgo informal. Este razonamiento parece ser también válido con relación a individuos con experiencia en un sector específico, en este caso el aspecto regional es "reemplazado" por una industria específica.. Por otra parte, estos inversores de una industria específica realizan la selección inicial ellos mismos, mientras que los inversores regionales son predominantemente generalistas y confían más en la información proporcionada por sus redes regionales.	Noruega	Redes (capital social)	2

Stedler, H. y Peters, H. H. 2003. Business Angels in Germany: An Empirical Study. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (3) pp 269-276.	Analizar el perfil del ángel inversor alemán	Descriptiva. Mostrar los resultados de una encuesta. Datos de 232 ángeles inversores de 10 redes	Perfil de los ángeles inversores	Alemania	Individuo. Motivaciones	2
Sudek, R. 2006. Angel Investment Criteria. Journal of Small Business Strategy Vol 17 (2) pp 89-103.	Examinar lo que tiene en cuenta un grupo de ángeles inversores en el sur de California al examinar una oportunidad de inversión, y como priorizan sus criterios de inversión.	Se utiliza un enfoque en dos fases que consiste en una primera fase cualitativa y una segunda fase cuantitativa.	La confianza en el empresario, la calidad del equipo directivo, el entusiasmo del empresario principal, y las oportunidades de salida para el ángel son los principales criterios de los ángeles.	EEUU (Sur de California)	Individuo - Redes. (confianza, calidad, entusiasmo)	2
Tashiro, Y. 1999. Business Angels in Japan. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (3) pp 259-273.	Estudiar los perfiles de los ángeles inversores japoneses tanto potenciales como activos. Examinar sus características y evaluar su potencial para provocar el desarrollo de nuevas empresas y finalmente realizar una comparación entre los ángeles japoneses y los de América del Norte y Europa Occidental.	Descriptiva. Datos de distintos niveles. 1.000 japoneses ricos 10 entrevistas a ángeles inversores	Perfil del ángel inversor potencial y activo japonés	Japón	Individuo. Motivaciones	2
Wiltbank, R. 2005. Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (4) pp 343-357.	Explorar un modelo de inversión de riesgo desarrollado a partir de la literatura sobre la investigación en capital riesgo formal en el contexto del ángel inversor en los EE.UU. Trata de analizar en que medida las prácticas del capital riesgo formal son apropiadas y eficaces en el entorno de la inversión ángel típico.	Se muestran los resultados de ángeles inversores en los EE.UU. y se relacionan con resultados obtenidos anteriormente por los ángeles inversores del Reino Unido. Datos de actividades de 121 Al de 600 que han invertido en 1.038 empresas	Fuera de la actividad general, la experiencia tuvo poco impacto en los resultados. La inversión en etapas iniciales (no etapas más avanzadas) y una mayor participación después de la inversión está relacionada con menos salidas negativas. Los inversores que hicieron más diligencia debida experimentaron más fracasos, pero también más homeruns (más del 100%).	EE.UU.	Individuo - Redes (Rendimiento)	2
Aernoudt, R. 2005. Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (4) pp 359-371.	Proponer formas de estimular las inversiones de los business angels	Descriptiva	Propone 7 vías para estimular las inversiones de los business angels	General	Entorno (mercado – gobierno)	3
Aernoudt, R. y Erikson, T. 2005. Business Angel Networks: A European Perspective. Journal of Enterprising Culture Vol 10 (3) pp 177-187	Poner de relieve la importancia de las redes de ángeles inversores informales, como una herramienta para estimular una cultura empresarial y la financiación de pequeñas empresas.	Descriptiva	Se debe prestar mayor atención a los ángeles inversores.	Europa	Redes	3
Aernoudt, R.. 2005. Business Angels: The smartest money for starters. International Journal of Business Vol 10 (3) pp 271-284.	Proponer formas de estimular las inversiones de los business angels	Descriptiva	Propone 7 vías para estimular las inversiones de los business angels	General	Entorno (económico – gubernamental)	3

Avdeitchikova, S. 2009. False Expectations: Reconsidering the Role of Informal Venture Capital in Closing the Regional Equity Gap. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 21 (2) pp 99-130.	Analizar la concentración del mercado de capital riesgo informal	Análisis de regresión. 1 VD (nº inversiones) i 5 VI (ratio formación nuevos negocios, nº empresas tecnológicas, nº empresas de rápido crecimiento, proporción de la población que quiere iniciar negocio, densidad de actividad emprendedora. Datos de una encuesta al azar de 24.166 personas privadas de entre 18 y 79 años – 861 dijeron si y se trabajo con 401 – 278 Inversores informales reales	El mercado de capital riesgo informal en Suecia muestra una considerable concentración en áreas metropolitanas y ciudades universitarias	Suecia	Entorno (geográfico)	3
Cardon, M. S.; Sudek, R. y Mitteness, C. 2009. The Impact of Perceived Entrepreneurial Passion on Angel Investing. Frontiers of Entrepreneurship Research Vol 29 (2) pp Article 1.	Analizar la relación entre la pasión que muestra un emprendedor, y la pasión que los ángeles perciben, y el impacto sobre el interés de los ángeles y la financiación de empresas.	Cualitativa y cuantitativa. Datos de 150 respuestas de 1336 ángeles	Los ángeles hacen uso de la pasión que muestran los emprendedores como un factor en sus decisiones de inversión y se centran específicamente en el entusiasmo, la preparación, y el compromiso que demuestran los emprendedores. La importancia de los diferentes tipos de pasión que muestran los emprendedores varía dependiendo de la etapa del proceso de financiación examinada, y los tres tipos de pasión mostrada tienen una relación con la pasión percibida y las evaluaciones del potencial de financiación, aunque la naturaleza de estas relaciones es compleja.	EEUU	Individuo emprendedora) (Pasión	3
Danson, M. W.; Helinska-Hughes, E.; Paul, S.; Whittam, G. y Hughes, M. 2006. An Analysis of Business Angels in Scotland and Poland . Zagreb International Review of Economics and Business Vol 9 (Special Conference) pp 61-80	Analizar y comparar el funcionamiento de un mercado "angel" ya establecido como es el de Escocia con un mercado "angel" emergente como es el de Polonia.	Descriptiva	Se muestra el importante papel que desempeñan las redes de inversores a nivel nacional e internacional para apoyar el proceso emprendedor. Informar de las funciones clave que pueden desempeñar los ángeles inversores para solucionar los problemas a los que se enfrentan los pequeños negocios emergentes en un entorno de inversión y de economía emergente.	Escocia Polonia	y Individuo – Redes - Entorno	3
Gaston, R. J. 1989. The Scale of Informal Capital Markets. Small Business Economics Vol 1 (3) pp 223-230.	Medir el tamaño del mercado de capital riesgo informal de los EEUU	Multiplicar y dividir variables. Datos sobre distintas variables (empresas, ...)	Aporta una cifra	EEUU	Tamaño mercado	3
Haar, N. E.; Starr, J. y MacMillan, I. C. 1988. Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the U.S.A. Journal of Business Venturing Vol 3 (1) pp 11-29	Mostrar el perfil de un grupo de inversores informales, sus criterios de inversión y la naturaleza de su red de referencia.	Análisis discriminante. También simple. Medias, sumas porcentajes. Datos de 320 respuestas de 2.989 cuestionarios (10%). De los 320 inversores que contestaron 130 habían realizado una inversión informal en los últimos tres años.	Existencia de BA y datos sobre sus inversiones. El análisis discriminante pone de manifiesto algunas indicaciones útiles para ayudar al inversor a seleccionar empresas	EEUU Costa Este	Individuo - Red. (entusiasmo y persistencia)	3
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1996. Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects. Regional Studies Vol 30 (8) pp 765-771	Analizar los efectos del apoyo público a las redes de business angels (BANs)	Descriptiva. Datos seleccionados de 5 proyectos o redes de BA	4 motivos para que los gobiernos continúen invirtiendo en estas actividades	Reino Unido	Redes (Ayudas públicas)	3

Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1996. Developments in the Promotion of Informal Venture Capital in the UK. International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research Vol 2 (2) pp 6-33	Ofrecer una breve reseña del debate sobre el "déficit de capital" en el Reino Unido y un resumen de algunas de las principales iniciativas del sector público y privado destinadas a estimular la oferta de financiación de capital como contexto al objetivo principal, que es criticar las iniciativas revisadas en el Reino Unido para promover el capital riesgo informal.	Descriptiva	Se debe fomentar la creación de BANs y no ofrecer incentivos fiscales a los inversores	Reino Unido	Redes – Entorno (mercado y público)	3
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2000. Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the United Kingdom. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 2 (3) pp 223-242.	Explorar de manera sistemática la naturaleza y el alcance de la complementariedad entre los mercados de capital de riesgo informal y formal en el Reino Unido, e identificar las oportunidades de colaboración adicional	Descriptiva. Datos de 127 BA y 38 ejecutivos de 27 empresas de capital riesgo	Se presentan evidencias para cuatro tipos de complementariedad: la co-inversión, la inversión secuencial, la inversión de dinero por parte de los BA en fondos de capital riesgo, y los acuerdos de referencia (acuerdos entre redes de BA y fondos de CR). Las políticas públicas para fomentar estas complementariedades requieren un importante desarrollo de las BAN.	Reino Unido	Redes (Relación entre: Individuo – Red – CR formal)	3
Harrison, R. T.; Dibben, M. R. y Mason, C. M. 1997. The Role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory Analysis. Entrepreneurship Theory and Practice Vol 21 (4) pp 63-81.	Analizar el papel de la confianza en la relación entre el BA y el emprendedor con la presencia de un coordinador de una BAN	Análisis de protocolo verbal. Una metodología que recoge la toma de decisiones en tiempo real. Lectura de un proyecto en voz alta. Datos de 19 inversores 10 con capacidad de revisión		Reino Unido	Redes (confianza en el coordinador)	3
Harrison, R.; Mason, C. 2002. Backing the horse. Frontiers of Entrepreneurship Research	Explorar el argumento que los ángeles inversores están más preocupados por gestionar y minimizar el riesgo de agencia que el riesgo de mercado.	Descriptiva. Datos de 127 respuestas útiles a un cuestionario electrónico enviado a más de 1.000 inversores informales que se registraron en redes de ángeles inversores del Reino Unido	Los ángeles inversores ven las características y la experiencia del empresario como el mayor impacto en el riesgo percibido de una oportunidad de inversión. Además, hacen hincapié en las fuentes de información personal e informal por encima de las fuentes de información formales en el proceso de diligencia debida, y recabar información tanto del empresario como de la empresa en la determinación de la valoración. El enfoque de la valoración de los ángeles inversores no es una función de los protocolos convencionales de análisis financiero, sino de relaciones personales y de la evaluación.	Reino Unido	Individuo (que tiene en cuenta a la hora de invertir)	3
Ibrahim, D. M. 2008. The (Not so) Puzzling Behavior of Angel Investors. Vanderbilt Law Review Vol 61 (5) pp 1405-1452	Analizar y justificar los contratos que redactan el capital riesgo formal y los ángeles inversores.	Descriptiva	Se observa una transformación de los ángeles inversores tradicionales hacia grupos de ángeles más próximos al capital riesgo formal	EEUU	Individuo – Mercado (Contratos de inversión)	3
Lahti, T. 2011. Categorization of Angel Investments: An Explorative Analysis of Risk Reduction Strategies in Finland. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 13 (1) pp 49-74.	Dividir las inversiones en subgrupos de acuerdo con la amplitud de la debida diligencia de los ángeles inversores, y su grado de participación en las empresas.	Análisis cluster. Test de Levene de homogeneidad de varianza. t-test independiente. Datos de 53 inversiones	Se identificaron 4 categorías: (a) juegos, (b) inversiones ángel convencionales, (c) inversiones impulsadas por la debida diligencia, y (d) profesionalmente salvaguardar las inversiones.	Finlandia		3

Landström, H. 1993. Informal Risk Capital in Sweden and some International Comparisons. Journal of Business Venturing Vol 8 (6) pp 525-540.	Comparar las características de los inversores informales de Suecia con las de los EEUU y el Reino Unido.	Comparación con los resultados de los estudios de Gaston (1989) EEUU, i Mason et al. (1991) on the informal risk capital market in the UK (1991) Reino Unido. Cuestionario de parecido al de Gaston (1989), y Mason et al. (1991), que consta de 45 preguntas organizadas bajo los epígrafes generales de las características del inversor, su actividad de inversión, sus carteras de inversión, los procesos de toma de decisiones y la participación del inversor en las empresas donde invierte. Datos de 52 inversores informales sobre un total de 124	Los inversores informales suecos se parecen a los de EEUU y el Reino Unido.	Suecia	Individuo. Factores demográficos típicos	3
Landström, H. 1995. A Pilot Study on the Investment Decision-Making of Informal Investors in Sweden. Journal of Small Business Management Vol 33 (3) pp 67-76.	Describir el comportamiento de la toma de decisiones de inversión de los inversores informales, y dar algunas explicaciones tentativas de por qué los inversores informales aceptan o rechazar nuevas propuestas de inversión.	Test U de Mann-Whitney. El test U de Mann-Whitney es una alternativa no paramétrica a la t-test. La eficiencia de los test U de Mann-Whitney es de aproximadamente el 95 por ciento en comparación con el t-test. El test U de Mann-Whitney utiliza una clasificación de todas las observaciones con el fin de probar las hipótesis en relación con dos distribuciones de la población. Datos de 58 respuestas de 104 cuestionarios enviados (56%). Sólo se trabajó con los 31 inversores que respondían a estrategia de especialización o diversificación.	Se prueban las hipótesis, tales como que los inversores informales que trabajan con una estrategia de inversión basada en la especialización recibirán menos propuestas de nuevas inversiones, en comparación con los inversores informales con una estrategia de inversión basada en la diversificación	Suecia	Inversor (estrategia de inversión: Especialización – Diversificación)	3
Lipper, G. y Sommer, B. 2002. Encouraging Angel Capital: What the US States are Doing. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 357-362.	Mostrar cómo los diferentes estados individuales de los EEUU fomentan la actividad ángel..	Descriptivo. Encuesta pasada a cada estado. Datos de un tercio de los estados de los EEUU	El desarrollo económico en los estados con bajos niveles de inversión de capital de riesgo se ve amenazada por la transferencia de los empresarios locales e los ángeles inversores a estados cercanos con altos niveles de actividad de inversión de capital de riesgo.	EEUU (el papel de cada estado)	Entorno – Gobierno (programas públicos de incentivos a la inversión ángel)	3
Mason, C. M. 2009. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal Vol 27 (5) pp 536-556.	Describe la naturaleza cambiante de las formas de intervención pública y ofrece una revisión crítica de su eficacia	No estadística. Descripción pura.	Propone que los gobiernos inviertan en metodologías que permitan medir las tendencias de inversión en las primeras etapas del mercado de capital riesgo informal y por tanto los efectos de sus actuaciones	Reino Unido	Entorno Gubernamental. Incentivos públicos	3
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1992. The Supply of Equity Finance in the UK: A Strategy for Closing the Equity Gap. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 4 (4) pp 357-380.	Analizar la acción del gobierno en relación al déficit de capital	Descriptivo	El capital riesgo informal - es decir, el capital riesgo proporcionado por particulares directamente a las empresas nuevas y en crecimiento con las que han tenido ninguna relación anterior - ofrece una solución prometedora para cerrar la brecha de capital. Sin embargo, su potencial se ve limitado por las ineficiencias en el funcionamiento del mercado de capital riesgo informal.	Reino Unido	Entorno – Gobierno (Iniciativas públicas)	3
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2000. The Size of Informal Venture Capital Market in United Kingdom. Small Business Economics Vol 15 pp 137-148.	Medir el tamaño del mercado de capital riesgo informal del Reino Unido	Multiplicar y dividir variables. Datos obtenidos de las redes de BA	Aporta cifras: 20.000 BA invierten 500 millones de libras en 3.000 negocios	Reino Unido	Tamaño mercado	3

Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2001. 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. <i>Regional Studies</i> Vol 35 (7) pp 663-668	Criticar un programa público dirigido a les PIMES llamado Investment Readiness		Contrapropuesta para aumentar la demanda de fondos de capital por parte de las PIMES	Reino Unido	Entorno (Gobierno)	3
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2003. Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative. <i>Regional Studies</i> Vol 37 (8) pp 855-868	Analizar la iniciativa del gobierno laborista del Reino Unido de proporcionar apoyo a la creación de fondos regionales de capital de riesgo en cada una de las regiones inglesas.	Descriptiva. Análisis de los resultados de 12 regiones	La iniciativa no es eficiente por 4 razones. Se requiere un enfoque integral para hacer frente a las brechas de capital equidad en el plano regional	Reino Unido	Entorno (Gobierno)	3
Maxwell, A. L.; Jeffrey, S.A. y Lévesque, M. Business angel early stage decision making. <i>Journal of Business Venturing</i> Vol 26 (2) pp 212-225.	Estudiar la toma de decisiones de los ángeles inversores en las empresas que se encuentran en las fases iniciales de desarrollo.	Regresión logística (LOGIT). Datos de 150 interacciones entre empresarios y potenciales inversores	Los ángeles inversores no utilizan un modelo de decisión totalmente compensatorio dando un determinado peso y puntuación a un gran número de atributos. Más bien, utilizan un atajo de proceso de decisión heurístico conocido como la eliminación por aspectos para reducir las oportunidades de inversión disponibles a un tamaño más manejable. Si a una oportunidad se le diagnostica un defecto grave, es rechazada en la primera etapa del proceso de toma de decisiones, pero todas las oportunidades sin defectos graves progresan más allá de esa etapa.	Canadá	Individuo (toma de decisiones)	3
May, J. 2002. Structured Angel Groups in the USA: The Dinner Club Experience. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 4 (4) pp 337-342.	Mostrar el funcionamiento de un club o grupo de ángeles estructurado	Descriptiva. Datos del grupo el Dinner Club de Washington	Las innovadoras formas híbridas para vehicular la inversión en las primeras etapas de vida de una empresa se están desarrollando y prosperando. Estas formas híbridas ofrecen una minimización de riesgos, una vinculación entre partes previamente desconocidas, y una participación en el apoyo del ciclo de vida completo de las empresas en crecimiento.	EEUU	Redes (grupos, clubes)	3
O'Gorman, C. y Terjesen, S. 2006. Financing the Celtic Tigriss: Venture Financing and Informal Investment in Ireland. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 8 (1) pp 69-88.	Explorar la participación de las mujeres, tanto a nivel de oferta como de demanda de financiación a las empresas en Irlanda, un país donde la participación de la mujer en estos ámbitos es muy pequeña.	Se buscan diferencias significativas a partir de los estadísticos chi-cuadrado y t-test. Análisis comparativo de 73 mujeres y 172 hombres emprendedores y 40 mujeres y 91 hombres ángeles inversores. Datos del GEM de una encuesta telefónica a cerca de 6.000 personas	En comparación con los hombres, las mujeres son menos propensas a percibir las oportunidades, menos propensas a percibir que tienen las habilidades y conocimientos necesarios para iniciar un negocio, y menos probabilidades de conocer a un emprendedor. Esto podría sugerir que puede haber menos demanda de capital inicial por parte de las mujeres. No se encuentran diferencias en cambio en las inversiones realizadas por ángeles inversores femeninos y masculinos	Irlanda	Individuo (género)	3
Reitan, B. y Sørheim, R. 2000. The Informal Venture Capital Market in Norway ? Investor Characteristics, Behaviour and Investment Preferences. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 2 (2) pp 129-141.	Describir a los inversores informales de Noruega en cuanto a su demografía, actividad de inversión, comportamiento y preferencias de inversión. También se realiza una comparación entre los resultados de la encuesta de Noruega y los resultados del Reino Unido y Suecia.	Descriptivo (frecuencias y porcentajes). Datos de 6.618 personas de las cuales 425 se clasifican como inversores informales	Datos concretos (DEA)	Noruega	Individuo. Factores demográficos típicos	3
Short, D. M. y Riding, A. L. 1989. Informal Investors in the Ottawa-Carleton Region: Experiences and Expectations. <i>Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal</i> Vol 1 (1) pp 99-112.	Informar sobre la experiencia de inversión de una muestra de inversores informales en el área de Ottawa-Carleton que han hecho 156 inversiones por un valor de 16 millones de dólares entre 1981 y 1986.	Descriptivo	Los inversores encuestados parecían tener expectativas realistas sobre el resultado de sus inversiones de capital riesgo.	Canadá	Individuo – Entorno (gobierno). Rendimientos.	3

Wiltbank, R.; Read, S.; Dew, N. y Sarasvathy, S. D. 2009. Prediction and Control Under Uncertainty: Outcomes in Angel Investing. Journal of Business Venturing Vol 24 (2) pp 116-133	Analizar el impacto en los resultados de seguir una estrategia de inversión basada en la predicción o bien en el control.	Regresión. Datos de 414 salidas de 121 inversores que habían realizado un total de 1.038 inversiones	Poner énfasis en las estrategias de control está significativamente relacionado con experimentar un menor número de salidas negativas, y que los inversores que ponen énfasis en la predicción realizan inversiones significativamente mayores, aunque no obtienen más homeruns (TIR>100%). Los ángeles inversores que trabajan más la debida diligencia obtienen más Homeruns, y también más salidas negativas. (También pocas salidas moderadas). Los ángeles inversores que participaron más activamente en sus empresas experimentaron un menor número de salidas negativas. Los ángeles inversores que se concentraron en fases primeras obtuvieron menos salidas negativas.	EEUU estados) (9	Individuo (control predicción). Rendimiento -	3
Acs, Z. J. y Tarpley, F. A. 1998. The Angel Capital Electronic Network (ACE-Net). Journal of Banking & Finance Vol 22 (6-8) pp 793-797	Explicar la creación de una red estatal la ACE-Net	Descriptiva. Datos de la red.	Explica el funcionamiento de la red	EEUU	Redes - Entorno. Iniciativas públicas para crear redes	4
Aernoudt, R.; San José, A. y Roure, J. 2007. Executive Forum: Public Support for the Business Angel Market in Europe - a Critical Review. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 9 (1) pp 71-84.	Revisar las prácticas existentes de ayuda a la inversión ángel por parte de los distintos gobiernos europeos.	Descriptiva. Datos de distintos países europeos	Se necesitan Investigaciones más profundas para ver si las acciones del gobierno deben estar orientadas hacia los ángeles existentes en lugar de a los ángeles virgen. También hay una necesidad de establecer si las medidas deben centrarse en la reducción de los riesgos de inversión o en la mejora de los rendimientos.	Europa	Entorno (medidas gubernamentales)	4
Aram, J. D. 1989. Attitudes and Behaviors of Informal Investors Toward Early-Stage Investments, Technology-Based Ventures, and Coinvestors. Journal of Business Venturing Vol 4 (5) pp 333-347.	Identificar las características personales y los patrones de inversión de las personas comprometidas con la financiación de empresas en etapas iniciales, en empresas tecnológicas y que coinvierten.	Regresiones. Datos de 55 inversores informales	Relaciona la experiencia en emprendimiento con la financiación a empresas de reciente creación	EEUU Región de los Grandes Lagos	Individuo. Factores demográficos, renta y riqueza	4
Becker-Blease, J. R. y Sohl, J. E. 2007. Do Women-Owned Businesses have Equal Access to Angel Capital? Journal of Business Venturing Vol 22 (4) pp 503-521.	Analizar si los negocios dirigidos o que son propiedad de mujeres tienen el mismo acceso que el de los hombres al capital ángel	Regresión. Datos de 170 portales con 312 inversiones. La encuesta se pasa varios años y los números varían cada año.	Las mujeres buscan menos financiación ángel que los hombres pero tienen las mismas probabilidades que los hombres de obtenerlo. Hemofilia por parte de los emprendedores que prefieren pedir financiación a ángeles de su mismo sexo.	EEUU	Entorno (Redes) Genero	4
Fenn, G. W. y Liang, N. 1998. New Resources and New Ideas: Private Equity for Small Businesses. Journal of Banking & Finance Vol 22 (6-8) pp 1077-1084	Discutir los datos públicos sobre el capital privado y analizar los resultados de las investigaciones de los estudios que utilizan estos datos.	Descriptiva	La investigación sobre la financiación de pequeñas empresas de capital privado está en una fase muy temprana. Los esfuerzos para desarrollar nuevas fuentes de datos serían de gran valor.	EEUU	Entorno (mercado empresas)	4
Freear, J.; Sohl, J. E. y Wetzell, W. E. 1995. Angels: Personal Investors in the Venture Capital Market. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 7 (1) pp 85-94.	Examina el papel de los inversores privados en la financiación de capital de nuevas empresas de base tecnológica.	Descriptiva	El inversor privado es la fuente más común de la financiación en la etapa semillas y de puesta en marcha, especialmente si la ronda de financiación es inferior a 500.000 dólares. Los inversores privados tardan menos tiempo en cerrar un acuerdo y la financiación es menos costosa que si se financia con cargo a fondos de capital riesgo.	EEUU	Individuo - Entorno	4

Harding, R. 2002. Plugging the Knowledge Gap: An International Comparison of the Role for Policy in the Venture Capital Market. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (1) pp 59-76.	Examinar el papel de la política en la creación de estructuras de capital riesgo que soportan las empresas innovadoras, de alto crecimiento. Compara los retos políticos y las estructuras emergentes y las medidas en los EE.UU., Alemania, Singapur, Francia, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido.	Descriptiva. Datos de 7 países	Las políticas para estimular la demanda de capital riesgo son más eficaces en la superación de las asimetrías inherentes a la información en el mercado de capital riesgo. Estas asimetrías de información toman la forma de aversión al riesgo en el lado de la oferta y la incertidumbre y la resistencia al capital riesgo en el lado de la demanda. El resultado es una brecha de financiación para las empresas de alto crecimiento. El déficit de capital es en realidad el resultado mensurable de la asimetría de información, o 'knowledge gap' "brecha del conocimiento" y la política de estimulación del capital riesgo ha sido más eficaz en los países que han abordado el desarrollo de un mercado de capital riesgo a través de la demanda que los que lo han hecho utilizando medidas sobre la oferta.	EE.UU., Alemania, Singapur, Francia, Irlanda, Países Bajos y Reino Unido.	Entorno político. Políticas públicas para estimular la demanda de capital riesgo	4
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1992. International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital. Journal of Business Venturing Vol 7 (6) pp 459-475.	Comparar los BA del Reino Unido con los de los EEUU (Estudio de Gaston 1989)	Simple comparativa. Datos de 86 inversores informales	Compara los BA del Reino Unido con los de EEUU. En este sentido las redes de información a disposición de los inversores informales en el Reino Unido son menos efectivas que las de EEUU y Canadá. Trabaja comparativamente con el estudio de Gaston 1989	Reino Unido	Individuo. Factores demográficos típicos	4
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1999. An Overview of Informal Venture Capital Research. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 95-100.	Realizar una radiografía de los estudios realizados sobre BA y mostrar una perspectiva sobre los estudios que conviene realizar en el futuro.	Descriptiva	Recoge y propone las líneas de estudio para el futuro.	Global	Revisión de literatura	4
Harrison, R. T.; Don, G.; Glancey Johnston, K. y Greig, M. 2010. The Early-Stage Risk Capital Market in Scotland since 2000: Issues of Scale, Characteristics and Market Efficiency. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 12 (3) pp 211-239.	Proporciona un perfil detallado y análisis del mercado de capital riesgo regional de Escocia.	Descriptiva	Se identifica la actividad de inversión de todos los actores en el mercado y proporciona las estimaciones del flujo total de inversión de capital riesgo en empresas en fase inicial de Escocia durante el periodo 2000 – 2007. Se divide en segmentos uno de los cuales es el mercado ángel.	Escocia	Mercado. Diferentes categorías de inversores	4
Kelly, P. y Hay, M. G. 2003. Business Angel Contracts: The Influence of Context. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (4) pp 287-312.	Analizar cómo los factores contextuales dan forma a las decisiones que toman los ángeles inversores sobre cómo estructurar su relación contractual con el empresario en base a un acuerdo específico	Regresión múltiple. Datos de 106 ángeles de negocios del Reino Unido	Los contratos serán más o menos estrictos (incluirán más o menos cláusulas de salvaguarda) en función de determinados aspectos como la experiencia del BA en relación al emprendedor o equipo directivo, el número de inversiones realizadas, etc.	Reino Unido	Individuo – Entorno (Contratos entre los BA y las empresas)	4
Landström, H. 1998. Informal Investors as Entrepreneurs. Technovation Vol 18 (5) pp 321-333.	Describir y explicar los criterios de toma de decisiones utilizados por los inversores informales la hora de evaluar las nuevas propuestas de inversión.	Utiliza un método conjunto para medir cuantitativamente la importancia relativa de uno de los criterios de toma de decisiones en relación a otro. En total se identificaron 34 criterios generales de toma de decisiones y 35 criterios de liderazgo. Datos de 44 inversores informales suecos que respondieron tanto a un cuestionario referente a los criterios generales de toma de decisión como a uno relacionado con los criterios de liderazgo.	La relación entre el inversor y el empresario en la empresa en la que invierte se puede caracterizar mediante el uso de los conceptos de "creador de negocios" y "co-creador", es decir, los inversores informales buscar oportunidades de negocio futuro, y quieren participar en el proceso de creación. Esto se expresa en su evaluación de las propuestas de nuevas inversiones.	Suecia	Individuo, Criterios de toma de decisiones	4

Mason, C. M. 2010. Entrepreneurial Finance in a Regional Economy. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 12 (3) pp 167-172.	Analiza 3 efectos geográficos relacionados con la financiación	Descriptiva	Hay un costo - tanto financieros como de tiempo - en superar las distancias, por eso los ángeles invierten cerca. Las zonas donde está más implantado el capital (bancos i capital riesgo) tienden a ser más activas y prosperas. Los flujos de capital pasan de unas regiones a otras a través de las instituciones financieras	General con aspectos del Reino Unido y Escocia	Entorno (geográfico)	4
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1993. Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market. International Small Business Journal Vol 11 (4) pp 23-38.	Buscar estrategias para ampliar la oferta de capital riesgo informal.	Descriptivo	Los factores determinantes en el éxito de los servicios de introducción de negocios parecen ser un esfuerzo de marketing para crear una masa crítica de inversores y empresas, los recursos financieros para permitir la comercialización en curso, y las estrategias proactivas de matching.	Reino Unido	Entorno (gubernamental público)	4
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996. Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process, the Post-Investment Experience and Investment Performance. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 8 (2) pp 105-126.	Analiza tres aspectos de la operativa del mercado de capital riesgo informal: el proceso de inversión, la experiencia posterior a la inversión y el rendimiento de las inversiones.	Datos de entrevistas telefónicas con 31 ángeles inversores y con 28 gerentes-propietarios	En la mayoría de los casos el proceso de capital de riesgo informal ha funcionado relativamente bien. Existen importantes déficits entre los inversores y los empresarios en términos de los precios de las grandes inversiones y el rendimiento del negocio.	Reino Unido	Individuo	4
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1996. The UK Clearing Banks and the Informal Venture Capital Market. International Journal of Bank Marketing Vol 14 (1) pp 5-14	Mostrar que los cambios en la macroeconomía, combinados con los cambios en las prácticas de los préstamos bancarios, han creado un entorno más difícil para la financiación de las pequeñas empresas en el Reino Unido en la década de 1990.	Descriptiva	Las pequeñas empresas consideran cada día más la búsqueda del capital riesgo como alternativa ala financiación bancaria, pero existe un déficit de capital riesgo para las empresas que buscan importes inferiores a 500.000 libras. Se presentan ideas para que los bancos fomenten la inversión informal.	Reino Unido	Entorno (banco central)	4
Mason, C. M. y 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 Vol 9 (2) pp 111-123.	Analizar la conveniencia de que el sector público siga apoyando a BANs ante la creación de este tipo de redes por parte del sector privado.	Descriptiva y comparativa. Datos de BVCA (British Venture Capital Association)	El apoyo público a las redes de BA sigue siendo necesario	Reino Unido	Redes - (Entorno gubernamental)	4
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 1997. Business Angels in the UK: A Response to Stevenson and Coveney. International Small Business Journal Vol 15 (2) pp 83-90.	Criticar el estudio de Stevenson y Coveney y confirmar sus resultados anteriores acerca del número de BA en el Reino Unido	Datos de estudios anteriores	Rebatir críticas	Reino Unido	Entorno (tamaño de mercado)	4
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2003. "Auditioning for Money": What do Technology Investors Look for at the Initial Screening Stage? Journal of Private Equity Vol 6 (2) pp 29-42	Examinar el papel de las capacidades de gestión de la impresión de las decisiones de los inversores.	Un estudio de caso de una presentación y se grabo en video las reacciones de los ángeles inversores que la vieron.	Los empresarios necesitan desarrollar sus habilidades de gestión de impresión para que los inversores potenciales saquen las conclusiones deseadas. Los legisladores deberían considerar la elaboración de iniciativas para ayudar a los empresarios a superar estas deficiencias.	Reino Unido	Entorno (empresarial)	4

Mason, C. M. y 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 Vol 22 (3) pp 227-248.	Compara lo que buscan distintos inversores (bancos, VC i BA) en un plan de negocio	Análisis de protocolo verbal. Una metodología que involucra a los encuestados a pensar en voz alta. Datos de 3 banqueros, 3 managers de VC i 4 BA	La forma de analizar la información es distinta para cada grupo de inversores	Reino Unido	Individuo – Entorno (inversor – plan de negocio)	4
Ortín-Angel, P. y Vendrell-Herrero, F. 2010. Why do University Spin-Offs Attract More Venture Capitalists? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 12 (4) pp 285-306.	Analizar porqué las spin-offs recibe más apoyo del capital riesgo que otras empresas tecnológicas independientes.	Modelos logit y probit de comparación de dos muestras. Datos de 64 empresas de alta tecnología. 40 spin-offs (8% de las identificadas) y 24 independientes	Los fundadores con menos capacidad de gestión tienen mayor probabilidad de recibir fondos del capital riesgo, por este motivo las spin-offs reciben más fondos que las empresas independientes.	España	La posibilidad de complementar activos	4
Paul, S.; Whittam, G. y Wyper, J. 2007. Towards a Model of the Business Angel Investment Process. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 9 (2) pp 107-125.	Analizar el proceso de inversión que siguen los ángeles inversores.	Cualitativa (entrevistas). Datos de entrevistas a 30 ángeles inversores	Propone un modelo y lo compara con el que utiliza capital riesgo (VC) a través de 2 modelos ya existentes.	Escocia	Individuo (proceso de inversión)	4
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 Vol 10 (2) pp 127-147.	Mostrar las distintas formas de adición de valor de los ángeles inversores en las empresas donde invierten	Descriptiva (Recopilación de estudios anteriores). Datos de 14 estudios publicados entre 1992 y 2005	Se muestran 4 formas de adición de valor relacionándolos con las perspectivas teóricas que explican por qué tienen el potencial de contribuir a crear valor añadido.	Varios y ninguno en concreto	Individuo (adición de valor)	4
Sjögren, H. y Zackrisson, M. 2005. The Search for Competent Capital: Financing of High Technology Small Firms in Sweden and USA. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (1) pp 75-97.	Mostrar como se financian las pequeñas empresas de alta tecnología (HTSFs) y sus preferencias por las diferentes fuentes de financiación.	Descriptiva y comparativa. Datos de 100 empresas suecas y 100 de EEUU	La jerarquía es diferente para las HTSFs que para las grandes empresas. Las HTSFs del estudio tiene preferencia por la financiación en forma de capital. Existen diferencias en la financiación entre HTSFs en Linköping y Silicon Valley y estas diferencias no se explican por diferencias en la jerarquía (pecking order), sino más bien por diferencias en la disponibilidad de financiación, en otras palabras, el funcionamiento de los sistemas financieros y la competencia proporcionada por los distintos financiadores.	Suecia y EEUU (Linköping, y el Condado de Santa Clara)	Individuo (capital competente)	4
Sørheim, R. 2005. Business Angels as Facilitators for further Finance: An Exploratory Study. Journal of Small Business and Enterprise Development Vol 12 (2) pp 178-191	Ampliar la comprensión de las contribuciones de valor agregado de los inversores privados y, más concretamente, su papel como facilitadores de financiación adicional.	Análisis cualitativo. Datos de 5 ángeles	Los ángeles inversores con experiencia juegan un papel clave para facilitar la financiación adicional. Los empresarios deberían tener en cuenta que el historial previo del ángel inversor afecta en gran medida en cuanto a si pueden facilitar más financiación.	Noruega	Individuo. Financiación adicional	4
Wilson, H. I. M. 1995. Are the Business Angels of Today the Venture Capitalists of Yesterday? Journal of High Technology Management Research Vol 6 (1) pp 145-156.	Relatar la historia del capital riesgo en los EEUU y como este modelo se copia en el Reino Unido y las implicaciones que tuvo.	Descriptiva	Las industrias de capital riesgo en los EE.UU. y el Reino Unido se desarrollaron de forma similar, sin embargo, antes de finales de 1980 se observan una serie de diferencias en sus respectivas formas de actuación. En los EE.UU. el capital riesgo ha concentrado sus esfuerzos en la inversión en nuevas empresas de alta tecnología, mientras que Reino Unido las entidades de capital riesgo han centrado su atención en empresas que se encuentran en las últimas etapas de desarrollo en las industrias de productos de consumo y servicios.	Reino Unido y EEUU	Entorno (mercado)	4

Wiltbank, R.; Sudek, R. y Read, S. 2009. The Role of Prediction in New Venture Investing. Frontiers of Entrepreneurship Research Vol 29 (2) pp Article 3.	Analizar el uso de información predictiva y no predictiva por parte de los inversores.	Regresión. Datos de más de 2.700 evaluaciones de inversores individuales de 150 nuevas empresas	Los inversores con más experiencia empresarial son más eficaces en la forma de abordar el desarrollo de nuevas empresas. También encontramos que los inversores clasifican su área de énfasis de forma más estricta, es decir, aquellos que clasifican el peso de la información predictiva de forma "más dura". En general, los inversores hacen hincapié en la información de predicción más de lo que podría suponerse, especialmente en la primera fase de los procesos de selección, pero una vez que el negocio se mueve a través del proceso de financiación de la debida diligencia y la inversión, la información no predictiva es el factor clave.	EEUU	Individuo (Criterios de selección)	4
Aernoudt, R. 1999. Business Angels: Should they Fly on their Own Wings? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 187-195.	Revisar el papel de los inversores privados en la financiación de empresas dinámicas	Descriptiva	Propone distintas posibilidades de intervención del gobierno en el mercado de capital riesgo.	General	Entorno (mercado – gobierno)	5
Amatucci, F. M. y Sohl, J. E. 2004. Women Entrepreneurs Securing Business Angel Financing: Tales from the Field. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 6 (2) pp 181-196.	Análisis del proceso de decisión de inversión que implica a mujeres como demandantes de fondos	Entrevistas en profundidad con 5 mujeres	Muy pobres	EEUU	Individuo – Entorno (genero)	5
Avdeitchikova, S. 2008. On the Structure of the Informal Venture Capital Market in Sweden: Developing Investment Roles. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (1) pp 55-85. Primer aspecto	Estimar el tamaño del mercado de capital riesgo informal en Suecia.	Análisis de la no respuesta y extrapolaciones. Datos de 40.320 individuos entre 18 y 79 años. 24.166 respuestas. 861 inversores informales. Segunda fase con 401 entrevistas de los cuales 123 no eran inversores informales por tanto quedaron 278	416.781 € de inversión por año y 30.227 inversiones por año.	Suecia	Entorno (Tamaño mercado)	5
Avdeitchikova, S.; Landström, H. y Månsson, N. 2008. What do we Mean when we Talk about Business Angels? some Reflections on Definitions and Sampling. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (4) pp 371-394	Clarificar quien es un inversor informal y un business angel. Como realizar las muestras	Descriptiva. Datos de 40.320 individuos entre 18 y 79 años. 24.166 respuestas. 861 inversores informales. Segunda fase con 401 entrevistas de los cuales 123 no eran inversores informales por tanto quedaron 278	Definiciones y zonas grises (Ver DEA)	Suecia - General	Individuo (Tipos de inversores)	5
Biswas, U. N. 2000. Impact of Entrepreneurs' Personality Characteristics on Employee Perception of Organisational Climate in Small-Scale Enterprises. Journal of Entrepreneurship Vol 9 (1) pp 49-62	Examina los efectos de las características de personalidad y las expectativas de autoeficacia de los empresarios sobre la percepción del clima organizacional de los empleados, y explora las posibles interrelaciones entre las características de la personalidad y el género.	Descriptivo	La percepción de los empleados de su clima organizacional se correlaciona positivamente con los parámetros de la personalidad de los empresarios, y estos difieren significativamente en los empresarios de alta eficacia y baja eficacia. Junto con la auto-eficacia y las medidas de clima organizacional, cinco dimensiones de la personalidad: seguridad, sabiduría, orientación, poder y proactividad, son considerados para un análisis detallado.	India	Individuo (seguridad, sabiduría, liderazgo (guidance), poder y proactividad)	5
Brettel, M. 2002. German Business Angels in International Comparison. Journal of Private Equity Vol 5 (2) pp 53-67	Revisa la práctica de los ángeles inversores en Alemania y los detalles de su edad, nivel de ingresos, patrimonio neto, y la motivación.	Descriptivo	Se comparan los ángeles alemanes con los de otros países.	Alemania y otros	Individuo. (Factores demográficos)	5

Bruton, G. D.; Filatovchev, I.; Chahine, S. y Wright, M. 2010. Governance, Ownership Structure, and Performance of IPO Firms: The Impact of Different Types of Private Equity Investors and Institutional Environments. Strategic Management Journal Vol 31 (5) pp 491-509	Examinar los efectos en el rendimiento de la concentración de la propiedad y de dos tipos de inversores de capital riesgo (inversores de capital riesgo y ángeles inversores) en las empresas que recientemente han sido objeto de una oferta pública inicial (OPI).	Datos de 223 IPOs (112 en cada país).	Se apoya el argumento de la teoría de la agencia que la propiedad concentrada mejora el rendimiento de las IPOs. También se muestra que los dos tipos de inversores de capital riesgo tienen un impacto diferencial en el rendimiento, y las instituciones legales en un país determinado moderan este impacto.	Reino Unido y Francia	Entorno (jurídico y legal)	5
Bygrave, W. D.; Hay, M. G.; Ng, E. y Reynolds, P. D. 2003. Executive Forum: A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing the Global Entrepreneurship Monitor. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (2) pp 101-116.	Presentar el modelo de crecimiento económico del GEM	Encuestas a varios miles de personas de distintos países	Datos de la propensión a la inversión informal en distintos países	Más de 50 países de todo el mundo.	Individuo - Entorno	5
Carpentier, C. y Suret, J. 2007. On the Usefulness of Tax Incentives for Informal Investors. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 9 (1) pp 1-22.	Analizar el programa Québec Business Investment Company QBIC introducido en Quebec para ayudar a capitalizar las PYMEs. Se trata de un programa que ofrece ventajas fiscales a los inversores privados que invierten en el capital de una empresa o fondo que invierte en PYMEs.	Númerica i estadística. No regresión. Datos de 664 empresas	El programa contribuye a una mala asignación de fondos en la economía. Sus malos resultados son por lo menos en parte atribuibles al diseño del programa. Uno de los motivos es que ofrece los mismos beneficios a los inversores externos que a las personas vinculadas a la gestión de la empresa.	Quebec (Canadá)	Entorno (Fiscalidad, desgravaciones – Gobierno)	5
Cerullo, B. y Sommer, B. 2002. Helping Healthcare Entrepreneurs: A Case Study of Angel Healthcare Investors, LLC. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 325-330.	Mostrar el funcionamiento de Angel Healthcare Investors, LLC (AHI) un grupo de ángeles inversores fundado en Boston que se dedica a invertir en el sector de la salud	Descriptiva, presentación de datos sobre el grupo. Datos de Angel Healthcare Investors, LLC (AHI) está formada por 45 miembros	- Los inversionistas ángeles inversores carecen de la información y herramientas necesarias para reducir Los altos riesgos inherentes a la puesta en marcha de empresas. - Necesidad de un estudio longitudinal sobre el mercado de ángel con el fin de identificar y difundir información sobre el comportamiento operacional de inversionistas ángeles	EEUU	Redes (grupo de ángeles inversores en salud)	5
Clark, C. 2008. The Impact of Entrepreneurs' Oral 'pitch' Presentation Skills on Business Angels' Initial Screening Investment Decisions. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (3) pp 257-279.	Mostrar que las habilidades de comunicación de los emprendedores y sus atributos personales influyen en la toma de decisiones de los inversores.	Estadística descriptiva. No regresión. Coeficiente de Kendall. Datos de 24 ángeles de negocios de un total de 30 que asistieron a un foro de inversores del Reino Unido. Completaron cuestionarios de evaluación de 32 aspectos de presentación y no presentación de 3 presentaciones orales de emprendedores	El nivel de interés de inversión de los business angels se relacionó significativamente con sus evaluaciones de la calidad y el contenido de las presentaciones de los emprendedores: a mayor puntuación global de la presentación del emprendedor, mayor será la probabilidad de que los ángeles inversores estén interesados en la búsqueda de esa oportunidad de inversión. Los factores de presentación (en relación con el tipo de entrega, etc. del emprendedor) tendían a tener mayor influencia en el puntaje general recibido por el emprendedor, así como en el nivel de interés de inversión de los ángeles inversores. Sin embargo, los ángeles inversores parecían no ser conscientes de (o se resistían a reconocer) la influencia que los factores de presentación habían tenido en sus decisiones relacionadas con la inversión. De manera más general, los comentarios acerca de las presentaciones de los emprendedores se centraron en cuestiones relativas a la claridad de presentación / comprensibilidad y la estructura, el nivel de información proporcionada, las características personales del emprendedor, y su capacidad para venderse a sí mismo y sus oportunidades de inversión.	Reino Unido	Individuo (Análisis de las habilidades de comunicación)	5

Ehrlich, S. B.; De Noble, A. F.; Moore, T. y 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 Vol 9 (1) pp 67-82	Analizar las diferencias existentes entre la entrada en participación del capital de la empresa del VC i de inversores privados (IP)	One Way ANOVA (Análisis de varianza). Encuesta de 20 puntos adaptada de MacMillan (1988). Datos de 47 Empresas del sur de California	Existen diferencias importantes entre el VC y los IP en términos de los beneficios adicionales de valor que aportan a las empresas	EEUU Sur de California	Entorno (Empresarial y mercado)	5
Farrell, Howorth, Wright 2008. A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (4) pp 331-353.	Revisar las técnicas de muestreo sobre business angels y su definición	Descriptiva. Análisis de 23 estudios que contienen muestras de BA	Sostienen que una definición más amplia de la población ángel y la mejora de los procesos metodológicos de toma de muestras aumentará la representatividad y mejorará la robustez y la generalización de los resultados de la investigación.	Global		5
Feeney, Riding. 1999. Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 121-145.	Analiza los criterios de aceptación y rechazo de los inversores privados. mediante	Análisis cualitativo formal. Datos de 804 inversores potenciales (3 orígenes) 303 entrevistas con 194 inversores privados. En total se obtuvo respuestas de 115 activos y 38 ocasionales	Los inversores privados ven la oportunidad de negocio en general y los directores de la empresa como criterios clave en el proceso de toma de decisión. Las razones que impulsan a los inversores a rechazar las oportunidades no son simplemente la inversa de las razones que les impulsan a invertir.	Canadá	Individuo	5
Fiet, J. O. 1995. Reliance upon Informants in the Venture Capital Industry. Journal of Business Venturing Vol 10 (3) pp 195-223	Analizar la confianza o dependencia de los inversores (ángel inversor o capital riesgo) en uno u otro tipo de informantes.	Estadística	Cuanto más preocupado esté uno u otro tipo de inversor (ángel inversor o capital riesgo) con el riesgo de mercado o el riesgo de agencia, menos probable será que este inversor utilice informantes de la red informal (socios y amigos).	EEUU	Individuo - Red (informantes de confianza)	5
Freear, J. y Wetzel, W. E. 1990. Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs? Journal of Business Venturing Vol 5 (2) pp 77-89	Analizar como consiguen capital externo las empresas de alta tecnología	Descriptivo. Datos de 284 empresas de base tecnológica fundadas en Nueva Inglaterra entre 1975 y 1986	Los inversores individuales y los fondos de capital de riesgo juegan un papel complementario y no compiten en la financiación de las (NTBFs).	EEUU (Nueva Inglaterra)	Individuo	5
Harding, R. 2000. Venture Capital and Regional Development: Towards a Venture Capital 'System'. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 2 (4) pp 287-311.	Realizar una revisión crítica de las propuestas del gobierno del Reino Unido para desarrollar los fondos de capital riesgo en las regiones inglesas para hacer frente al déficit de capital (equity gap).	Descriptiva	La creación de fuertes mercados de capital riesgo en las regiones requiere la estrecha coordinación entre todos los distintos actores en el sistema a nivel regional y nacional. Las Agencias de Desarrollo Regional tienen las herramientas para que puedan realizar esta tarea de coordinación.	Reino Unido	Entorno político. (políticas públicas para estimular la demanda de capital riesgo)	5
Harding, R. y Cowling, M. 2006. POINTS OF VIEW Assessing the Scale of the Equity Gap. Journal of Small Business and Enterprise Development Vol 13 (1) pp 115-132.	Evaluar el mercado de la financiación para la puesta en marcha de las empresas con alto potencial crecimiento en el Reino Unido.	Descriptiva. Datos de las encuestas del GEM del Reino Unido entre 2001 y 2003. También un estudio adicional realizado con 60 expertos que se llevó a cabo durante septiembre y octubre de 2003.	Existe evidencia cualitativa de los déficits en la financiación de las pequeñas empresas y las empresas de alto crecimiento en dos niveles: para pequeñas cantidades para financiar los inmediatos desafíos del crecimiento y para las grandes cantidades (más de £ 150.000) para financiar las primeras etapas de crecimiento.	Reino Unido	Entorno - Mercado	5
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 1991. Informal Investment Networks: A Case Study from the United Kingdom. Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal Vol 3 (3) pp 269-279.	Examinar la naturaleza de la brecha de capital a la que se enfrentan las nuevas empresas y las empresas en crecimiento en el Reino Unido, y evalúa la contribución de las explicaciones de esta brecha o déficit relacionadas tanto con la demanda como las relacionadas con la oferta.	Descriptivo	Las fuentes informales de capital son utilizados por una proporción significativa de las pequeñas empresas en el Reino Unido	Reino Unido	Individuo- Redes -Entorno	5

Heukamp, F. H.; Liechtenstein, H. y Wakeling, N. 2007. Do Business Angels Alter the Risk-Return Equation in Early Stage Investments? Business Angels as seen by Venture Capitalists in the German Speaking Countries. Journal of Private Equity Vol 10 (3) pp 67-86	Valorar la contribución de los ángeles inversores en la co-inversión de inversiones por parte de los capitalistas de riesgo.	Descriptivo	Los ángeles inversores no reducen el riesgo percibido por los capitalistas de riesgo en los acuerdos de las primeras etapas, incluso si los ángeles inversores tienen lo que los capitalistas de riesgo consideran un perfil ideal. Los capitalistas de riesgo también refutan que los acuerdos con los ángeles inversores suelen generar mayores TIRs que los acuerdos sin los ángeles inversores.	Alemania (países de habla alemana)	Entorno (mercado). Relación con el capital riesgo	5
Jensen, M. 2002. Angel Investors: Opportunity Amidst Chaos. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 295-304.	Incentivar la inversión ángel en unos momentos de incertidumbre de los mercados	Descriptiva		General	Entorno (mercados)	5
Lawton, T. C. 2002. Missing the Target: Assessing the Role of Government in Bridging the European Equity Gap a,	Defender que el reto de la política es el uso del capital riesgo como una herramienta para la creación y crecimiento de las pequeñas y medianas empresas y el empleo, en lugar del crecimiento de la industria de capital riesgo para las inversiones de tipo (buy-out) y (buy-in).	Descriptiva	Un objetivo adicional para los gobiernos debería ser la eliminación de las barreras estructurales, tanto las tangibles como las intangibles, que impiden el desarrollo y la difusión del capital riesgo privado. Esto implica no sólo hacer frente a los obstáculos regulatorios, sino también proporcionar la información para disipar el miedo incrustado al riesgo y al capital riesgo, que permanece en toda Europa.	Europa	Entorno político. (políticas públicas para estimular la demanda de capital riesgo)	5
Lazzeretti, L.; Propris, L. y Storai, D. 2004. Impannatori and Business Angels: Two Models of Informal Capital Provision. International Journal of Urban and Regional Research Vol 28 (4) pp 839-854	Analizar las similitudes y diferencias entre los "impanatori" italianos y los ángeles inversores	Descriptiva	El apoyo financiero ofrecido por los impanatori a las actividades empresariales se asemeja al de los ángeles inversores, en que ambos ofrecen medios alternativos de financiación a las empresas, en comparación con los proveedores de crédito tradicionales. El apoyo financiero de los impanatori (al igual que el de los ángeles inversores) se ejecuta en paralelo con los bancos, y, a veces los reemplaza. Sin embargo, mientras los ángeles inversores operan a través del mercado utilizando la empresa en base a la investigación y los procedimientos de evaluación previos, los impanatori se ven a sí mismos como parte de una red basada en la confianza de las interdependencias negociadas y no negociadas.	Italia	Individuo - red. Similitudes de los AI con los impanatori italianos	5
Madill, J. J.; Haines, G. H. y Riding, A. L. 2005. The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (2) pp 107-129.	Analizar si las empresas que reciben inversión privada (ángeles inversores) tienen un acceso más fácil al capital riesgo institucional	Análisis de regresión logístico. Se utilizaron dos enfoques complementarios. El primer enfoque consistió en encuestar a los CEOs de las empresas (33 de los 44). El segundo enfoque es analizar las transcripciones de una serie de grupos focales de ángeles inversores para evaluar las percepciones de los mismos ángeles con respecto a sus contribuciones. Datos de 766 empresas de un directorio. 186 respuestas 24%. 42 empresas obtuvieron financiación de BA 144 no.	El 57% de las empresas que habían recibido financiación de los inversores privados también recibieron financiación del capital riesgo institucional, en cambio sólo el 10% de las empresas que no habían recibido financiación ángel obtuvieron capital riesgo.	Canadá (Ottawa. Cluster tecnológico regional)	Ninguno. Económico Los BA atraen al capital riesgo.	5

Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2004. Does Investing in Technology-Based Firms Involve Higher Risk? an Exploratory Study of the Performance of Technology and Non-Technology Investments by Business Angels. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 6 (4) pp 313-332.	Analizar si las inversiones que los ángeles inversores realizan en empresas tecnológicas tienen más riesgo que las que realizan en las empresas no tecnológicas.	Descriptiva de una comparación. Es parte de otro documento más general	No hay diferencias estadísticamente significativas entre las inversiones de base tecnológica y el resto de inversiones en cuanto a rendimientos (TIR) duración de la inversión, etapa de desarrollo. Las inversiones en tecnología si fueron significativamente diferentes en el tamaño de la inversión (fueron más grandes) y en el hecho que los ángeles inversores tenían más probabilidades de participar en inversiones conjuntas: el 89% de las inversiones en tecnología habían tenido uno o más co-inversores, en comparación con el 70% de otras inversiones. Además las inversiones en tecnología eran más propensas a involucrar a múltiples co-inversores, y menos propensas a incorporar sindicatos de ángeles o bancos	Reino Unido	Rendimiento (ninguno)	5
Mason, C. M. y Harrison, R. T. 2008. Measuring Business Angel Investment Activity in the United Kingdom: A Review of Potential Data Sources. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (4) pp 309-330.	Dar mayor claridad de definición de ángel inversor y proponer el desarrollo de un conjunto de datos de series temporales para medir la actividad de los ángeles inversores.	Descriptiva	Se establece una definición y se aportan fuentes de datos para obtener la mejor información posible sobre el mercado ángel	Reino Unido	Definición – Muestras (Ninguno)	5
Mason, C. M.; Harrison, R. T. 2004. Editorial. New issues in venture capital: an introduction to the special issue. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 6 (2) pp 95-103.	Presentar un número de la revista Venture Capital i comentar todos los trabajos presentados en la 48ª Conferencia Mundial del Consejo Internacional para la Pequeña Empresa (ICSB), celebrada en Belfast					5
Murray, G. 1994. The Second 'Equity Gap': Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies. International Small Business Journal Vol 12 (4) pp 59-76.	Estudiar un elemento de la relación entre los inversores de capital riesgo en fase inicial y sus homónimos los inversores de capital riesgo de etapas más avanzadas.	Datos de 11 de 15 organizaciones británicas de capital riesgo especializadas en financiación de las fases semilla, puesta en marcha y primeras etapas fueron identificados.	Mientras que los capitalistas de desarrollo eran la fuente preferida de seguimiento sobre la financiación de sus empresas participadas, los encuestados de primeras etapas no creían que los capitalistas de desarrollo fueran, o pudiera ser en el futuro, un importante medio de refinanciación o de salida de las compañías de su cartera. La falta de suministro de financiación de seguimiento por parte de la industria de capital de riesgo establecida sugiere que la empresas jóvenes, en crecimiento y potencialmente exitosas financiadas por un inversor de fase inicial se enfrentan a una segunda brecha de capital. Esta brecha se produce cuando la empresa en crecimiento busca cada vez más fondos para la expansión comercial una vez que los recursos disponibles de los inversores en su fase inicial se han agotado.	Reino Unido	Entorno mercado (complementariedad con otros fondos de capital riesgo)	5
Murray, G. 1998. A Policy Responce to Regional Disparities in the Supply of Risc Capital to New Technology-Based Firms in European Union: The European Seed Capital Fund Scheme. Regional Studies Vol 32 (5) pp 405-419.	Análisis del programa: European Seed Capital Fund Scheme	Entrevistas a 21 gestores de los 22 fondos creados en Europa (13 regionales y 8 comerciales). Análisis de los resultados del fondo en diferentes aspectos.	Estos programas es probable que sean necesarios pero no suficientes para catalizar el continuo crecimiento de las empresa y el empleo regionales en ausencia de redes complementarias, técnico-comerciales para ayudar al posterior desarrollo de las nuevas empresas	Europa	Entorno gubernamental) (Supra	5
Payne, W. H. y MacArty, M. J. 2002. The Anatomy of an Angel Investing Network: Tech Coast Angels. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 331-336.	Mostrar el proceso que sigue una alianza de 3 redes de ángeles inversores para invertir en empresas	Descriptiva. Datos de la alianza Tech Coast Angels" (TCA), del sur California.	Funcionamiento de una red. Criterios para invertir	EEUU (California)	Redes (Funcionamiento)	5

Riding, A. L. 2008. <i>Business Angels and Love Money Investors: Segments of the Informal Market for Risk Capital. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 10 (4) pp 355-369.	Analizar la rentabilidad de las inversiones informales y comparar la obtenida por los ángeles inversores y el resto de inversores informales. Estimar los tamaños relativos, en términos del flujo anual de fondos de inversión, de los principales segmentos que abarca el mercado informal.	Descriptiva (frecuencias)	La rentabilidad de las inversiones informales realizadas por los ángeles inversores es significativamente superior que la rentabilidad de las inversiones realizadas por los otros segmentos de la inversión informal (love money). Sin embargo, las tasas de rendimiento de las inversiones informales hechas por amigos y miembros de la familia de los fundadores de empresas son, en promedio, tristes. Los importes del dinero amor superan por más de tres veces la inversión anual de los ángeles inversores, que a su vez invierten anualmente más del doble - y en muchas más empresas - que el capital riesgo institucional.	Canadá	Ninguno (Rentabilidad de las inversiones)	5
Sohl, J. E. y Rosenberg, W. 2003. <i>The U.S. Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. Journal of Private Equity</i> Vol 6 (2) pp 7-17	Analizar la evolución del capital riesgo des de los años 80 hasta finales de los 90	Descriptiva	Necesidad de estudios longitudinales	EEUU	Entorno (mercado)	5
Sohl, J. E. y Sommer, B. 2006. <i>Angel Investing: Changing Strategies during Volatile Times. Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures</i> Vol 11 (2) pp 27-47	Examinar los cambios en las características y el comportamiento de la inversión en un momento de expansión y contracción del mercado.	Descriptiva	Mientras que los ángeles inversores siguen siendo la principal fuente de capital semilla para los negocios empresariales, y la pertenencia a portales de ángel continúa en aumento, las valoraciones están en declive y la financiación dirigida a las mujeres va a la zaga el conjunto del mercado. Además, la depresión en las tasas de rendimiento y una mayor diligencia debida indican que los inversores se están retirando a enfoques más fundamentales.	EEUU	Entorno (volatilidad del mercado)	5
Tingchi, M. L. y Po Chang, B. C. 2007. <i>Business Angel Investment in the China Market. (RESEARCH NOTE). Singapore Management Review</i> Vol 29 (2) pp 89-101	Mostrar la historia, la situación actual, y la tendencia del mercado de inversión de los ángeles inversores en China.	Descriptivo	Existen 5 tipos de ángeles inversores en China	China	Individuo	5
Tyejbee, T. T. y Bruno, A. V. 1984. <i>A Model of Venture Capitalist Investment Activity. Management Science</i> Vol 30 (9) pp 1051-1066	Describir las actividades de los capitalistas de riesgo como un proceso ordenado que implica a cinco etapas secuenciales. (1) Origen de oferta: (2) Detección de la oferta: (3) Evaluación de la oferta: (4) Estructuración de la oferta: (5) Actividades posteriores a la inversión:	Análisis factorial. Datos de 41 capitalistas de riesgo proporcionaron datos sobre un total de 90 ofertas	Las 23 características de la oferta o acuerdo se refieren a cinco dimensiones subyacentes a saber, (1) Atractivo del mercado (tamaño, crecimiento, y acceso a los clientes), (2) Diferenciación del producto (singularidad, patentes, técnicos ...	EEUU	Entorno (mercado de capital riesgo)	5
Wetzel, W. E. 1987. <i>The Informal Venture Capital Market: Aspects of Scale and Market Efficiency. Journal of Business Venturing</i> Vol 2 (4) pp 299-313	Analizar dos aspectos del mercado informal de capital riesgo: su tamaño y su eficiencia	Simple, estimaciones y extrapolaciones. Datos sobre número de millonarios en EEUU y otras variables	Muestra el tamaño y que el mercado es ineficiente. Propone una red de BA	EEUU	Redes, Entorno (Tamaño Mercado)	5
Wright, M. y Robbie, K. 1998. <i>Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. Journal of Business Finance & Accounting</i> Vol 25 (5) pp 521-570	Revisa la literatura existente sobre el capital riesgo y el capital privado	Descriptivo	Sugiere áreas potencialmente fructíferas para la investigación futura, incluida la ampliación del análisis de todas las etapas de la inversión de capital riesgo, el examen de las interrelaciones entre los aspectos a nivel de la industria y la empresa y entre las etapas del proceso de capital riesgo, así como un mayor análisis de aspectos como la estructuración del acuerdo, la realización de la inversión y la recontractación.	Global	Entorno	5
Ajzen, I. 1991. <i>The Theory of Planned Behavior. Organizational Behavior and Human Decision Processes</i> Vol 50 (2) pp 179-211	Revisar la investigación sobre diversos aspectos de la teoría del comportamiento planificado (Ajzen, 1985, 1987) y discutir algunas cuestiones no resueltas.				Individuo (conducta)	6

Ajzen, I. 2002. Perceived Behavioral Control, Self-Efficacy, Locus of Control and the Theory of Planned Behaviour. <i>Journal of Applied Social Psychology</i> Vol 32 (4) pp 665-683	Aclarar las ambigüedades conceptuales y metodológicas que rodean el concepto del control conductual percibido perceived behavioral control.	Descriptivo	Se muestra que el control percibido sobre el rendimiento de un comportamiento, aunque compuesto de componentes separables que reflejan las creencias sobre la autoeficacia y sobre la controlabilidad, sin embargo, puede considerarse una variable latente unitaria en un modelo factorial jerárquico. Además, se argumenta que no existe una correspondencia necesaria entre la autoeficacia y los factores de control interno, o entre la controlabilidad y los factores externos de control. La autoeficacia y la controlabilidad pueden reflejar tanto factores internos, como factores externos y la medida en que reflejan unos u otros es una cuestión empírica.		Individuo	6
Coduras Martínez, A.; Urbano, D.; Rojas, Á. y Martínez, S. 2008. The Relationship between University Support to Entrepreneurship with Entrepreneurial Activity in Spain: A Gem Data Based Analysis. <i>International Advances in Economic Research</i> Vol 14 (4) pp 395-406.	El objetivo principal de esta investigación es analizar la relación estadística entre el apoyo universitario al emprendimiento y el nivel de actividad emprendedora en España. En cuanto a la metodología, los datos han sido proporcionados por el GEM (Global Entrepreneurship Monitor).	Se han utilizado diferentes métodos estadísticos en esta investigación (estadística descriptiva, ANOVA, correlación, regresión lineal y regresión no lineal y logit).	No existe una relación estadísticamente significativa relación entre la el apoyo universitario al emprendimiento y el nivel de actividad emprendedora en España. La intención emprendedora está estadísticamente relacionada con el apoyo de universidades, mostrando la mejora de la influencia de la educación superior en el emprendimiento español.	España	Entorno (cultural - apoyo al emprendimiento)	6
Collewaert, V. 2008. When is Conflict (Not) Good for Business: The Case of Business Angels and Entrepreneurial Teams. <i>Frontiers of Entrepreneurship Research</i> Vol 28 (2) pp Article 2.	Mostrar que los conflictos de trabajo entre los ángeles inversores y los equipos empresariales tienen un impacto negativo en la capacidad de innovación de la compañía de cartera.	Datos de 48 empresas belgas	Este efecto negativo puede cambiar en función del grado de interdependencia de las tareas, el grado en que los conflictos son gestionados de manera integradora, la disposición afectiva de ambas partes, el nivel de confianza entre las partes y su grado de alineación de objetivos	Belgica	Individuo	6
Cumming, D. 2007. Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. <i>Journal of Business Venturing</i> Vol 22 (2) pp 193-235.	Analizar el programa de gobierno australiano Fondo de Inversión en Innovación (IIF), establecido por primera vez en 1997.	Datos de 279 fondos de capital riesgo y capital privado de Australia y sus inversiones en 845 empresas empresarial durante el periodo 1982-2005.	El programa IIF ha facilitado la inversión en la puesta en marcha, en las primeras etapas y en empresas de alta tecnología, así como la prestación de vigilancia y asesoramiento con valor añadido a la inversión.	Australia	Entorno (gubernamental)	6
Chahine, S.; Wright, M. y Filatotchev, I. 2007. Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> Vol 34 (3-4) pp 505-528	Analizar los patrones de inversión y los efectos en el rendimiento del mercado de valores de dos tipos de inversores de las primeras etapas de desarrollo empresarial: los capitalistas de riesgo (VC) y los ángeles inversores (BA).	Datos de 444 IPO emprendedoras en el Reino Unido y Francia	Se apoya el argumento de la teoría de la agencia que la propiedad concentrada mejora el rendimiento de las IPOs. También se muestra que los dos tipos de inversores de capital riesgo tienen un impacto diferencial en el rendimiento, y las instituciones legales en un país determinado moderan este impacto.	Reino Unido y Francia	Entorno (jurídico y legal)	6
Chang, C. K. N.; Shipp, S. S. y Wang, A. J. 2002. The Advanced Technology Program: A Public-Private Partnership for Early Stage Technology Development. <i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 4 (4) pp 363-370.	Analizar el Programa de Tecnología Avanzada (Advanced Technology Program) (ATP) que apoya la fase inicial de los esfuerzos de desarrollo de tecnología por empresas de EE.UU.	Descriptivo	El ATP provee apoyo financiero a proyectos de alto riesgo en I + D que tienen un potencial de beneficios económicos de base amplia para la nación. La razón para el apoyo del gobierno de la I + D se basa en la teoría y la evidencia de que los beneficios sociales de la I + D son mayores que los beneficios privados. El ATP ha sido activo en el apoyo de creación de nuevas empresas. El papel del ATP como programa de asociación pública - privada consiste en proporcionar financiación fundamental para las primeras etapas de proyectos tecnológicos, y también incluye aspectos de fomento de la colaboración entre las empresas y otras organizaciones, fomentando el intercambio de información, y facilitando actividades de emprendimiento tecnológica.	EEUU	Entono	6

Harrison, R. T. 2005. Editorial Introduction: Managing Growth – the Role of Private Equity. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (3) pp 205-207.	Comentar y resumir los 4 artículos del número.							6
Harrison, R. T. y Mason, C. M. 2008. Sampling and Data Collection in Business Angel Research. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (4) pp 305-308.	Presenta 4 artículos que se publican en el número especial de la revista							6
Hustedde, R. J. y Pulver, G. C. 1992. Factors Affecting Equity Capital Acquisition: The Demand Side. Journal of Business Venturing Vol 7 (5) pp 363-374	Proporcionar una visión específica en las empresas que buscan capital social.	Significación estadística Chi cuadrado. Datos de 318 empresarios privados que han tratado de conseguir capital en cantidades iguales o superiores a 100.000 dólares	Los empresarios que tienen más éxito en la adquisición de fondos son los que están dispuestos a renunciar a un porcentaje mayor del capital y son muy agresivos en ir directamente a un número de potenciales proveedores de capital en una fase temprana. Contrariamente a la creencia común, los empresarios mayores y más experimentados parecen tener más dificultades para adquirir financiación. Del mismo modo, los empresarios de intentar crear empresas en las zonas rurales son más propensos a tener dificultades para adquirir capital.	EEUU	Entorno empresarial (Empresas)			6
Klagge, B. y Martin, R. 2005. Decentralized Versus Centralized Financial Systems: Is there a Case for Local Capital Markets? Journal of Economic Geography Vol 5 (4) pp 387-421	Determinar si ¿un sistema financiero muy centralizado espacialmente como el del Reino Unido, se opone al fácil acceso al capital de las nuevas y pequeñas empresas en las regiones periféricas, mientras que un sistema financiero más descentralizado, como el de Alemania, proporciona una distribución regional más uniforme?	Descriptiva	Los mercados de capitales no funcionan de forma neutral al espacio. Un sistema altamente centralizado como el del Reino Unido podría introducir un sesgo espacial en los flujos de capital a las PYMEs. El impacto real de la organización geográfica de los mercados de capital depende, y es mitigado por otras condiciones institucionales y normativas. Un sistema financiero descentralizado geográficamente con considerables y bien integradas, agrupaciones regionales y locales de instituciones, redes, agentes, y mercados podría ser ventajoso de diversas formas.	Reino Unido Y Alemania	Entorno (mercado – concentración geográfica e institucional del mercado)			6
Krishna, K. V. S. M. 2003. Bridging the Gap: Conceptual Paradigms and Training for Entrepreneurship Development. Journal of Entrepreneurship Vol 12 (1) pp 91-116	Elaborar una revisión conceptual de las contribuciones literarias para elaborar ideas útiles, que puedan servir como insumos para diseñar la formación empresarial.		Existe la necesidad de difundir los resultados de investigación en beneficio de la formación. La actualización de los conceptos es una condición necesaria para aumentar la eficacia de la formación y pone una advertencia a los formadores a posibles diluciones.	India	Entorno (formación, políticas públicas)			6
Lindstrom, G. y Olofsson, C. 2001. Early Stage Financing of NTBFs: An Analysis of Contributions from Support Actors. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 3 (2) pp 151-168.	Analizar los principales problemas en las primeras etapas de las NTBFs (New Technology-Based Firms) y las contribuciones de los diferentes actores en el desarrollo inicial de empresas de base tecnológica.	Estadística. Análisis factorial entre otros. Datos de 150 empresas NTBFs (New Technology-Based Firms)	Las empresas que trabajan con una tecnología de vanguardia experimentan con más frecuencia problemas de recaudación de fondos en comparación con las empresas de menor sofisticación tecnológica. Lo mismo vale para las empresas de alto crecimiento en comparación con las empresas de bajo crecimiento. Los ángeles inversores se consideran el grupo de actores más importantes de las empresas en el estudio. También se observa que las empresas más orientadas al crecimiento son las más favorecidas por los ángeles inversores y el capital riesgo	Suecia	Individuo - Entorno. Los ángeles inversores son muy valorados			6
Macmillan, I. C. 1986. To really Learn about Entrepreneurship, Let's Study Habitual Entrepreneurs. Journal of Business Venturing Vol 1 (3) pp 241-243	Mostrar el emprendedor habitual	Descriptivo	Se presentan las características de los "serial entrepreneurs"		Individuo - Redes. Inversor como emprendedor habitual			6

Ou, Ch.; Haynes, G.W. 2006. Acquisition of Additional Equity Capital by Small Firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances. Small Business Economics Vol 27 (2) pp 157-168.	Examina la demanda de capital adicional interno y externo por parte de los propietarios de pequeñas empresas.	Tablas descriptivas y modelos de regresión logística. Datos recogidos en la Encuesta de Finanzas de Pequeños Negocios (para 1993 y 1998) por la Junta de la Reserva Federal.	Sólo un número muy pequeño de las pequeñas empresas adquieren capital adicional del exterior. La financiación interna (capital interno, los préstamos de los propietarios, y los beneficios retenidos) son la principal fuente de financiación de todas las pequeñas empresas (sean grandes o pequeñas y jóvenes o viejas).	EEUU	Entorno (empresarial)	6
Pare, J.; Redis, J. y Sahut, J. 2009. The Development of Entrepreneurial Finance Research. International Journal of Business Vol 14 (4) pp 283-290	Mostrar el desarrollo de la investigación en la financiación al emprendimiento		Actualmente los investigadores están interesados en otras fases de desarrollo de la compañía, antes de que los capitalistas de riesgo entren en escena, o después de que se han ido, pero también hay interés en las firmas que no son financiadas por este tipo de inversor.		Individuo (emprendimiento)	6
Phalippou, L. 2009. Beware of Venturing into Private Equity. Journal of Economic Perspectives Vol 23 (1) pp 147-166	Describir los contratos entre los fondos de capital privado y los inversores, y los rendimientos obtenidos por los inversores.	Descriptivo	El rendimiento promedio de los fondos de capital privado es superior al del Standard and Poor's 500 antes de que se cobren las tasas, pero es inferior después de la pagar las tasas. ¿Por qué los pagos a los fondos de capital privado (buyouts) son tan grandes? ¿Por qué el inversor marginal invierte en fondos (buyout)? Se explora una posible respuesta (y probablemente la más controvertida): que algunos inversores se dejan engañar. Es prematuro afirmar que los conflictos de agencia son más bajos en el capital privado que en el capital público.	Probablemente EEUU	Entorno (mercado de capital privado)	6
Prasad, D.; Bruton, G. D. y Vozikis, G. 2000. Signaling Value to Business angels: The Proportion of the Entrepreneur's Net Worth Invested in a New Venture as a Decision Signal. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 2 (3) pp 167-182.	Utilizar la proporción de capital retenido por el emprendedor en una nueva empresa como indicador de la calidad del proyecto propuesto.	Modelo matemático	Se demuestra que, dado que muchos empresarios disponen de un capital personal limitado, una señal más adecuada sería la proporción de la riqueza inicial que empresario invirtió en el proyecto (Ø), ya que indicaría tanto el valor proyecto como el compromiso del empresario con el proyecto.	Ninguno	Ninguno	6
Ribeiro, L. d. L. y de Carvalho, A. G. 2008. Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Brazil. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 10 (2) pp 111-126.	Comparando el PE / VC de Brasil con el de los EE.UU.	Descriptiva. Datos de todas las 65 organizaciones de PE / VC con oficinas en Brasil en 2004	Similitudes: una industria compuesta en su mayoría de organizaciones independientes, gestión del capital procedente sobre todo de inversores institucionales, capital muy concentrado a nivel regional y en pocas organizaciones, las inversiones se hacen en un ámbito geográfico cercano, y los sectores preferidos son el y TI (IT). Diferencias: en Brasil las inversiones se concentran en las etapas más avanzadas de desarrollo corporativo, dado que el crédito es escaso, tienen lugar pocos LBOs; bajos niveles de especialización sectorial (PE / VC invierten en una amplia variedad de sectores industriales); concentración de empresas en el distrito financiero de Sao Paulo, lo cual sugiere la búsqueda de socios comerciales y compradores estratégicos para las empresas de cartera.	Brasil	Entorno	6
Ruhnka, J. C.; Feldman, H. D. y Dean, T. J. 1992. The "living Dead" Phenomenon in Venture Capital Investments. Journal of Business Venturing Vol 7 (2) pp 137-155	Investigar el fenómeno de muertos vivientes y las estrategias utilizadas por los inversores de capital riesgo para negociar con las empresas muertos vivientes.	Datos de 79 empresas de capital de riesgo de los EE.UU.	Muestra que algunas empresas a pesar de seguir funcionando no son capaces de generar un potencial de crecimiento suficientemente atractivo como para generar una venta rentable	EEUU	EEUU	6
Shane, S. A. y Cable, D. 2002. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. Management Science Vol 48 (3) pp 364-381	Examinar los efectos de los lazos directos e indirectos entre los empresarios y los inversores.	Datos de 49 empresas de alta tecnología, examinamos los efectos de los lazos directos e indirectos entre los empresarios y 202 inversores de la etapa semilla	Los lazos directos e indirectos entre los empresarios y los inversores influyen la selección de empresas para financiar a través de un proceso de transmisión informativa.		Individuo (lazos, relaciones)	6

Sohl, J. E. 2002. The Private Equity Market Gyration: What has been Learned? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 4 (4) pp 267-274.	Analizar el ascenso y la caída en el mercado de capital privado (ángel y capital riesgo), e identificar algunas de las causas de estos movimientos. Identificar las tendencias del mercado actuales y futuras.	Descriptiva	Datos de crecimiento y decrecimiento. Causas del ciclo y reflexiones finales.	EEUU	Entorno (mercado)	6
Sohl, J. E. 2003. The Private Equity Market in the USA: Lessons from Volatility. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 5 (1) pp 29-46.	Analizar el ascenso y la caída en el mercado de capital privado (ángel y capital riesgo), e identificar algunas de las causas de estos movimientos. Identificar las tendencias del mercado actuales y futuras.	Descriptiva	Datos de crecimiento y decrecimiento. Causas del ciclo y reflexiones finales.	EEUU	Entorno (mercado)	6
Steier, L. y Greenwood, R. 1999. Newly Created Firms and Informal Angel Investors: A Four-Stage Model of Network Development. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (2) pp 147-167.	Analizar las redes sociales y como estas evolucionan a la largo de los primeros años de creación de una empresa.	Descriptiva. Datos de una sola empresa	Elabora un modelo de 4 etapas o pasos en la creación de una red de contactos en el momento de constituir una empresa por parte de los emprendedor	Canadá	Redes	6
Valliere, D. y Peterson, R. 2005. Venture Capitalist Behaviours: Frameworks for Future Research. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 7 (2) pp 167-183.	Analizar un caso en que los parámetros de la función de riesgo se desconocen y por lo tanto los inversores tienen que hacer frente a la incertidumbre en la toma de riesgos.	Datos de 56 inversores en tecnología en siete ciudades de Canadá y el noreste de los EE.UU.	La burbuja es un caso degenerado que resultó de la negativa del capital riesgo con experiencia limitada a seguir las prácticas y la gobernanza aceptada por la inversión de capital riesgo, y de la predecible naturaleza y debilidad humanas.	Canadá y EEUU	Ninguno	6
Van Osnabrugge, M. 2000. A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-Based Analysis. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 2 (2) pp 91-109.	Comparar los criterios y procedimientos de inversión de los ángeles inversores (BA) y los capitalistas de riesgo (VC) a lo largo de todo el proceso de inversión.	Regresiones paramétricas y no paramétricas i múltiples regresiones logísticas para comprobar la veracidad de los resultados. Datos de 40 entrevistas personales y 262 respuestas de un cuestionario	Aunque los inversores reducen el riesgo de agencia en todas las etapas del proceso de inversión, los AI ponen más énfasis ex post de la inversión (el enfoque de contratos incompletos), mientras que el VC pone más atención ex ante de la inversión (el enfoque principal-agente).	Reino Unido	Individuo	6
Wright, M.; Gilligan, J. y Amess, K. 2009. The Economic Impact of Private Equity: What we Know and what we would Like to Know. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 11 (1) pp 1-21.	Resumir lo que sabemos acerca del capital privado a partir de una revisión global de aproximadamente 100 estudios de todo el mundo bajo los siguientes títulos: los rendimientos de los inversores, la rentabilidad y productividad, los conductores de los efectos en la rentabilidad y la productividad, el impacto sobre el empleo y los salarios, las estrategias de crecimiento e inversión; el grado en que un alto apalancamiento se asocia con el fracaso, la generación de ganancias por venta de activos (la liquidación de activos), la reventa de los activos en períodos cortos de tiempo y si los efectos persisten después de que las entidades de capital privado hayan salido.	Descriptiva. Datos de 100 estudios anteriores	El capital privado y las MBO traen beneficios económicos y sociales de especial importancia. Lo que nos gustaría saber acerca del capital privado y las MBO se discute en cinco categorías generales: la diferencia entre la segunda oleada de ofertas y la primera, la naturaleza del fondo y su impacto en los rendimientos, la distinción entre las adquisiciones buyouts secundarias y primarias; la tasa de fracaso de las adquisiciones buyouts y las implicaciones fiscales.	Varios	Ninguno	6

Steier, L. y Greenwood, R. 2000. <i>Entrepreneurship and the Evolution of Angel Financial Networks. Organization Studies</i> Vol 21 (1) pp 163-192	Presenta los resultados de un estudio longitudinal del desarrollo y evolución de una red de ángeles inversores en una empresa de reciente creación y se analizan con más precisión cómo las teorías del capital social y los agujeros estructurales podrían aplicarse con provecho a un contexto emprendedor.	Descriptivo	Muestra como los ángeles desarrollan sus redes de contactos en paralelo al desarrollo de la empresa.	Canadá	Redes	6
Balboa, M. y Martí Pellón, J. 2007. <i>Factors that Determine the Reputation of Private Equity Managers in Developing Markets. Journal of Business Venturing</i> Vol 22 (4) pp 453-480	Analizar la relación entre inversores y gestores de capital riesgo con el fin de identificar los factores que inciden en la reputación de estos últimos.	Descriptivo	Los aspectos a los que se les da mayor importancia en la recaudación de fondos son: las inversiones registradas en el pasado, la proporción de empresas de la cartera de administrador de inversiones, el porcentaje de las desinversiones llevadas a cabo a través de ofertas públicas iniciales y las ventas del comercio, los miembros de la asociación de capital privado nacional y el tamaño de los fondos gestionados.	España	Entorno	6
Bruno, A. V. y Tyebjee, T. T. 1985. <i>The Entrepreneur's Search for Capital. Journal of Business Venturing</i> Vol 1 (1) pp 61-74	Mostrar las características de los emprendimientos de alta tecnología, con especial atención a la búsqueda de financiación, la fuente del capital y su impacto en el rendimiento, precio pagado por el capital exterior, y el efecto que tiene la negociación de fondos.	Datos de varios estudios y muestras	El capital riesgo está presente en sólo una pequeña proporción de las nuevas empresas, pero cuando está presente es capaz de suministrar una inyección de capital mucho mayor que otras fuentes. El capital riesgo es algo más caro, una mayor proporción del capital tiene que ser entregado a los inversores externos. Los empresarios reconocen que los capitalistas de riesgo aportan capital y conocimientos de gestión para las empresas jóvenes, pero esto no viene sino a costa de renunciar a una gran parte de la empresa.	Global	Entorno	6
Dubocage, E. y Rivaud-Danset, D. 2002. <i>Government Policy on Venture Capital Support in France. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance</i> Vol 4 (1) pp 25-43..	Analizar el papel de los organismos públicos en el desarrollo del capital riesgo en Francia	Descriptiva	La política pública en relación al desarrollo del capital riesgo puede ser eficaz	Francia	Entorno (gubernamental)	6
Elitzur, R. y Gavius, A. 2003. <i>Contracting, Signaling, and Moral Hazard: A Model of Entrepreneurs, Angels, and Venture Capitalists. Journal of Business Venturing</i> Vol 18 (6) pp 709-725.	Examina la relación entre un empresario, un ángel, y el VC en una inversión semilla hecha por el ángel a la etapa de cash out	Teórico. Fórmulas y modelos matemáticos	El problema del riesgo moral conduce a una situación en la que todas las partes están en peores condiciones debido a la conducta oportunista de la CV y empresario. Las empresas que contactan con ángeles pueden dar un mensaje al VC que se van a esforzar en crear una empresa viable en lugar de coger el dinero y correr.		Abstracto	6
Fairchild, R. J. 2011. <i>An Entrepreneur's Choice of Venture Capitalist Or Angel-Financing: A Behavioral Game-Theoretic Approach. Journal of Business Venturing</i> Vol 26 (3) pp 359-374	Desarrollar un modelo de teoría de juegos que analiza los efectos económicos y las características de comportamiento en la elección del financiero (capital riesgo o ángel) por parte de un empresario.	Teórico	El inversor puede elegir el confort en su trabajo eligiendo al ángel en lugar de maximizar el valor de la empresa con el capital riesgo		Abstracto	6

Florida, R. L. y Kenney, M. 1988. Venture Capital, High Technology and Regional Development. Regional Studies Vol 22 (1) pp 33-48.	Explorar el papel del capital riesgo en la innovación tecnológica y el desarrollo regional.	Descriptivo	Se identifican tres grandes centros de capital de riesgo: California (San Francisco-Silicon Valley), Nueva York y Nueva Inglaterra (Massachusetts-Connecticut), así como tres centros menores de capital riesgo: Illinois (Chicago), Texas y Minnesota. Las empresas de capital riesgo se encuentran agrupadas en áreas con altas concentraciones de instituciones financieras y que tienen altas concentraciones de empresas intensivas en tecnología. Las empresas de capital riesgo que están ubicadas en centros financieros típicamente están orientadas a la exportación, mientras que las que están ubicadas en centros tecnológicos tienden a invertir en su propia región y a atraer capital riesgo del exterior. Predominantemente el flujo de las inversiones del capital riesgo se dirige hacia las áreas de alta tecnología como Silicon Valley y Boston-Ruta 128, y las inversiones de riesgo también se caracterizan por un alto grado de sindicación o coinversión intra e inter-regional.	EEUU	Entorno (Mercado – Redes) Capital riesgo	6
Fried, V. H. y Hisrich, R. D. 1992. Venture Capital and the Investor. Management Research News Vol 15 (4) pp 28-39	Analizar la composición de las carteras de fondos de capital riesgo, los criterios utilizados por los capitalistas de riesgo para la toma de decisiones, y el papel de los capitalistas de riesgo después de la inversión. También analizar el papel del inversor en el fondo de capital riesgo.	Entrevistas con los inversores de capital de riesgo	La composición de las carteras de fondos de capital riesgo contienen pocas start-ups.	EEUU	Entorno - Mercado. Capital riesgo	6
Gorman, M. y Sahlman, W. A. 1989. What do Venture Capitalists do? Journal of Business Venturing Vol 4 (4) pp 231-248	Analizar la relación entre los capitalistas de riesgo y sus sociedades de cartera	Descriptivo. Datos de 49 respuestas a un cuestionario enviado a 100 inversores de capital riesgo a finales de 1984.	Los capitalistas de riesgo pasan cerca de la mitad de su tiempo controlando a las nueve inversiones de cartera, de las cuales, en cinco ocupan puestos en el consejo de dirección. Para este último grupo, un capitalista de riesgo dedica típicamente 80 horas de tiempo presencial en la empresa y 30 horas más por teléfono por cada año en contacto directo con cada empresa. El servicio que más frecuentemente realizaban para las empresas de la cartera es ayudar a recaudar fondos adicionales, el análisis estratégico y la contratación del equipo de gestión también se menciona como un papel importante. Por último, los capitalistas de riesgo en la encuesta habían reemplazado a un promedio de tres presidentes (CEO) durante sus carreras, una alta dirección débil era considerada como la causa principal del riesgo de fracaso.	EEUU	Entorno	6
Greene, P. G.; Brush, C. G.; Hart, M. M. y Saporito, P. 2001. Patterns of Venture Capital Funding: Is Gender a Factor? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 3 (1) pp 63-83.	Utilizar datos longitudinales para realizar un seguimiento de las inversiones de capital de riesgo en los EE.UU. en términos de proporción, el estadio o etapa, la industria y el género.	Estadística descriptiva. Datos de 16.412 registros, cada registro representa una inversión en una empresa, por lo que podría haber múltiples inversiones en una sola empresa.	Las razones por las que las empresas propiedad de mujeres están tan poco financiadas por el capital riesgo se agrupan en tres categorías: las estructurales, el capital humano y la elección estratégica.	EEUU	Individuo (genero)	6
Hursti, J. y Maula, M. V. J. 2007. Acquiring Financial Resources from Foreign Equity Capital Markets: An Examination of Factors Influencing Foreign Initial Public Offerings. Journal of Business Venturing Vol 22 (6) pp 833-851	Analizar las ofertas públicas iniciales en mercados extranjeros y sus determinantes.	Datos de las ofertas públicas iniciales de empresas europeas de 1991-2001.	La experiencia internacional del equipo de gestión y la propiedad de inversores extranjeros antes de la IPO están positivamente relacionadas con las ofertas públicas iniciales extranjeras.	Europa	Entorno	6
Leleux, B. y Surlemont, B. 2003. Public Versus Private Venture Capital: Seeding Or Crowding Out? A Pan-European Analysis. Journal of Business Venturing Vol 18 (1) pp 81-104	Analizar el papel del sector público en la industria del capital riesgo europea	Descriptivo	Los efectos de la intervención pública, con independencia de su razón de ser, parecen beneficiar a la industria en su conjunto.	Europa	Entorno	6

Meuleman, M. y Wright, M. 2011. Cross-Border Private Equity Syndication: Institutional Context and Learning. Journal of Business Venturing Vol 26 (1) pp 35-48	Examinar la función del contexto institucional y el aprendizaje organizacional como factores determinantes de la sindicación internacional del capital privado.	Datos de inversores de capital privado en últimas etapas de desarrollo del Reino Unido en la Europa continental durante el período 1990 a 2006.	El contexto institucional (en términos del número de firmas de capital privado en el entorno local y la presencia de bancos de inversión en el mercado local) y el aprendizaje organizacional (en términos de experiencia de la empresa de capital privado en el país de acogida, la experiencia multinacional de la empresa de capital privado, y el número de gestores de inversión por la empresa de la cartera, pero no la presencia de las oficinas locales) están significativamente relacionados con el uso de sindicatos a través de fronteras.	Global	Entorno	6
Murray, G. 1999. Early-Stage Venture Capital Funds, Scale Economies and Public Support. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 1 (4) pp 351-384	Examinar la situación en el Reino Unido como el mercado más grande de capital de riesgo en el mundo fuera de los EE.UU. El trabajo relata las tendencias a largo plazo para la inversión en fase inicial de capital riesgo, que a menudo se llama el capital riesgo "clásico" (Bygrave y Timmons, 1992) y examina en qué condiciones se pueden hacer estas inversiones altamente especulativas.	Simulación y regresión de resultados. Datos de fondos de inversión	Se detallan una serie de barreras económicas a la inversión de riesgo en fase inicial. Las consecuencias perjudiciales de la insuficiente escala de actividad económica en fondos de capital riesgo para cubrir los altos niveles de gastos fijos están especialmente identificados.	Reino Unido	Entorno (gubernamental)	6
N. Berger, A. y F. Udell, G. 1998. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. Journal of Banking & Finance Vol 22 (6-8) pp 613-673	Examinar los aspectos económicos de la financiación de pequeñas empresas a través del capital privado y los mercados de deuda.	Descriptivo	Se muestran las fuentes de financiación de la pequeña empresa, y cómo la estructura de capital varía con el tamaño de la empresa y la edad.	EEUU	Entorno	6
Winborg, J. 2009. Use of Financial Bootstrapping in New Businesses: A Question of Last Resort? Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance Vol 11 (1) pp 71-83.	Examina los motivos para el uso del bootstrapping financiero en nuevos negocios	Análisis de conglomerados. Se identifican 3 grupos de fundadores, en base a diferencias en sus motivaciones para el uso de bootstrapping. Los grupos fueron etiquetados como bootstrappers de reducción de costos, bootstrappers de capital limitado y bootstrappers de reducción del riesgo. Datos de 120 fundadores de empresas nuevas en Suecia	Los costes más bajos es el motivo más importante, seguido de la falta de capital, y, sorprendentemente, divertirse ayudando a los demás y conseguir la ayuda de otras personas. El comportamiento de adquisición de recursos cambia del enfoque inicial de reducción de costes hacia un enfoque proactivo en la reducción del riesgo en el negocio.	Suecia	Individuo	6
Wu, Z.; Chua, J. H. y Chrisman, J. J. 2007. Effects of Family Ownership and Management on Small Business Equity Financing. Journal of Business Venturing Vol 22 (6) pp 875-895	Examinar los efectos de la propiedad y la gestión familiar en dos dimensiones de la financiación en forma de capital de pequeñas empresas, el uso de financiación de capital y el uso de financiación de capital público dentro de la teoría de agencia en la financiación.	Estadística compleja. Datos de 2.116 observaciones de Pymes del Canadá	Las cuestiones de participación de la familia y la agencia influyen en la financiación en forma de capital en la pequeña empresa de forma interactiva y por separado.	Canadá	Entorno empresarial (empresa familiar)	6

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2 Encuesta dirigida a Ángeles Inversores

Esta encuesta redactada tanto en español como en catalán se desarrollo mediante los servicios de www.encuestafacil.com. Podía responderse desde cualquier ordenador y a cualquier hora simplemente pinchando en el enlace correspondiente. A continuación se muestra la versión en español.

Definición de ángel inversor

A continuación va a responder una encuesta totalmente anónima sobre ángeles inversores (business angels). En ningún momento se le pedirá su nombre, dirección, teléfono, e-mail, ni cualquier otro dato que pudiera comprometer su anonimato.

La encuesta consta de 21 preguntas numeradas y 3 o 4 más en función de su perfil. Responderla completamente requiere entre 12 y 14 minutos (reales) de su valioso tiempo. El autor de la encuesta utilizará los datos facilitados para elaborar su tesis doctoral sobre ángeles inversores.

Muchísimas gracias por su colaboración y tiempo. Jesús Vinyes jesus.vinyes@uvic.cat

Por favor lea atentamente la definición de ángel inversor que se utilizará en este trabajo:

Un ángel inversor es un individuo que invierte una parte de sus activos personales o familiares en empresas que no cotizan en bolsa y con las que no tiene ninguna relación familiar ni de amistad.

No importa si la inversión se realiza a título individual o bien a través de una sociedad propiedad del ángel o de su familia. Lo que si realmente importa es que sea el propio ángel inversor (y no un gestor profesional) quien decida donde, cuando y como invierte en estas empresas no cotizadas que no son propiedad de familiares ni amigos.

Tampoco importa si una vez realizada la inversión, el ángel toma una participación activa en la empresa invertida involucrándose de alguna u otra forma en la buena marcha de la empresa o simplemente toma una posición pasiva.

En este estudio no se considera ángel inversor a quien realice inversiones relacionadas con alguno de sus negocios actuales, cuya finalidad sea potenciar el negocio y con una voluntad de permanencia indefinida en el capital de la empresa. Sin embargo si se considera ángel inversor a aquellas personas que realicen inversiones que no guarden ninguna relación (o muy poca) con sus negocios actuales y que por tanto su finalidad no sea potenciar sus antiguos negocios, sino participar minoritariamente en otro negocio nuevo con una voluntad de permanencia más bien temporal.

Puede empezar a responder las preguntas

1. Usted, ya sea a título individual, o bien a través de una sociedad de su propiedad (o de su familia) ha decidido invertir (y efectivamente lo ha hecho) en alguna empresa no cotizada que no pertenecía a ningún familiar ni amigo y que no tenía ninguna relación con sus anteriores negocios, con la voluntad de tomar una participación minoritaria en la misma y con un perspectiva de permanencia en la misma más bien temporal.

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

Si su respuesta ha sido afirmativa usted es un **ÁNGEL INVERSOR**.

Si su respuesta ha sido negativa usted actualmente **NO** es un ángel inversor

Por favor confírmelo en la pregunta siguiente:

2. A tenor de la definición facilitada y de su respuesta a la pregunta anterior indique si es usted un ángel inversor (business angel)

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

Si usted NO es un ángel inversor no debe continuar con el cuestionario.

Gracias por su colaboración.

Siga con el cuestionario sólo si usted es un ÁNGEL INVERSOR

(2.2)* Cuantas inversiones ángel ha realizado:

(2.3)* Cuantas inversiones ángel ha realizado desde el 1 de enero de 2010:

(2.4)* Indique cual ha sido el nivel de participación e involucración en las empresas en las cuales ha invertido como ángel inversor. Si ha invertido en más de una empresa valórelo globalmente.

<input type="checkbox"/>	Totalmente pasivo en todas mis inversiones ángel
<input type="checkbox"/>	Más pasivo que activo en la mayoría de mis inversiones ángel
<input type="checkbox"/>	En la mitad de mis inversiones he tomado un papel pasivo y en la otra mitad activo.
<input type="checkbox"/>	Más activo que pasivo en la mayoría de mis inversiones ángel
<input type="checkbox"/>	Totalmente activo en todas mis inversiones ángel

(2.5)* Indique en que sector o sectores ha realizado sus inversiones ángel

<input type="text"/>
<input type="text"/>
<input type="text"/>

(2.6)* El importe medio de sus inversiones ángel ha sido:

	Inferior a los 10.000 €
	Entre 10.000 y 25.000 €
	Entre 25.000 y 40.000 €
	Entre 40.000 y 60.000 €
	Superior a los 60.000 €
	Si quiere precisar mejor este importe puede hacerlo indicándolo en esta casilla

Lugar de residencia y fuente de la encuesta

3. Indique la provincia donde reside:

	Barcelona	Reside usted en la ciudad de Barcelona	Si <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/>
	Girona		
	Lleida		
	Tarragona		
	Fuera de Cataluña		

4. Indique si esta encuesta le ha llegado a través de:

	Una red de ángeles inversores (business angels) catalana
	ADEDE
	ADEG
	AGE
	ASDEM
	CECOT
	CEO
	Dones d'Empresa
	FAJEEC
	FOEG
	FUNDE
	Alguien relacionado con la Universidad de Vic
	El creador de la encuesta Jesús Vinyes
	Otro (Si es alguna institución por favor especifique su nombre)

Perfil Sociodemográfico

5. Sexo

	Hombre
	Mujer

6. Edad:

7. Estudios

	Sin estudios
	Educación primaria
	Educación secundaria (COU, Bachillerado, FP)
	Estudios universitarios sin completar
	Diplomado o Ingeniero Técnico
	Licenciado, Graduado o Ingeniero Superior
	Doctorado

8. Indique si usted está

	Activo
	Jubilado
	Prejubilado o jubilado a tiempo parcial

9a. Indique cual es su ocupación actual. En caso que usted ya este jubilado indique su ocupación antes de jubilarse

	Empresario
	Directivo/ejecutivo de empresa multinacional (no financiera)
	Directivo/ejecutivo de gran empresa española (no financiera)
	Directivo/ejecutivo/gerente de PYME
	Empleado de la administración pública
	Empleado de organización sin ánimo de lucro (universidad, patronal, red de BA, ...)
	Empleado en empresa del sector financiero (banca, seguros, capital riesgo)
	Empleado en asesoría y consultoría
	Emprendedor
	Inversor privado (business angel) a tiempo completo
	Otro (Por favor indique cual)

9b. Si usted ha seleccionado una de las 4 primeras opciones en la pregunta anterior (es empresario o directivo/ejecutivo) precise de la mejor forma posible a que sector de actividad pertenece la empresa donde trabaja o bien la empresa de su propiedad (si posee varias, indique el sector de la más importante).

Ejemplos: Industria textil y de la confección
 Fabricación de material de transporte.
 Tecnologías de la información y comunicación (TIC)

--

9c. Si usted es empresario indique aproximadamente cuantas personas trabajan en su empresa. (Si tiene varias empresas, indique el número de trabajadores de la empresa con más trabajadores)

--

Datos económicos

A continuación se le solicita información de carácter económico muy importante para el estudio, ya que trabajos anteriores han mostrado una gran relación entre los ángeles inversores y determinados niveles de ingresos y patrimonio.

Recuerde que la encuesta es anónima y que toda la información será tratada de forma agregada.

Nos interesa mucho que conteste sinceramente estas preguntas, ya que en caso contrario el estudio perderá parte de su efectividad e interés. Sin embargo, si usted considera conveniente no responder alguna de estas 3 preguntas podrá seleccionar esta opción en cada una de ellas.

10. En que intervalo se encuentran sus ingresos anuales brutos:

	Inferiores a 40.001 €
	Entre 40.001 y 60.000
	Entre 60.001 y 100.000 €
	Entre 100.001 y 200.000 €
	Entre 200.001 y 300.000 €
	Superiores a los 300.000 €
	Prefiero no responder a esta pregunta

11. En que intervalo se encuentra su patrimonio personal, incluyendo su vivienda habitual:

	Inferior a los 500.001 € (83 millones de pesetas aproximadamente)
	Entre 500.001 y 2 millones de euros (83 y 332 millones ptas. aprox.)
	Entre 2 y 4 millones de euros (332 y 664 millones ptas. aprox.)
	Entre 4 y 6 millones de euros (664 y 1.000 millones ptas. aprox.)
	Superior a los 6 millones de euros (1.000 millones ptas. aprox.)
	Prefiero no responder a esta pregunta

12. En relación con su actual patrimonio personal, que porcentaje considera que lo ha obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen.

	Menos del 25% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 25 y el 50% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 50% y el 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Más del 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Prefiero no responder a esta pregunta

Motivación

(M1)* Usted se ha convertido en un ángel inversor por alguno o varios de los motivos que se exponen a continuación (además puede que otros). Valore el peso o incidencia que ha tenido cada uno de los siguientes motivos utilizando una escala entre 1 (no ha tenido ninguna influencia) y 5 (ha influido de manera decisiva)

	1. Este motivo no ha tenido ninguna influencia	2. Este motivo ha influido un poco, no mucho	3. Este motivo ha influido bastante	4. Este motivo ha influido mucho	5. Este motivo ha influido de forma decisiva
Para apoyar a las empresas jóvenes					
Para apoyar el desarrollo de productos o servicios socialmente deseables					
Para ayudar a emprendedores que comienzan					
Para contribuir en el proceso emprendedor					
Para crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo					
Para disfrutar y “divertirse” con la satisfacción que genera					
Para lograr elevadas plusvalías					
Para mantenerse ocupado en su tiempo libre					
Para obtener el reconocimiento de su comunidad y de la sociedad en general					
Para obtener ingresos en forma de dividendos					
Para obtener ventajas fiscales					
Otros motivos					

(M3)* Cuando usted se convirtió en un ángel inversor perseguía una o varias motivaciones. De las 3 que se indican a continuación valore el peso de cada una en forma de porcentaje de manera que la suma de las 3 proporcione un 100%.

Puramente económica (ganar dinero)		%
Placer y satisfacción por realizar este tipo de inversiones		%
Deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad		%
	100	%

Por favor compruebe que la suma de los 3 porcentajes es 100

Contexto Personal

(CP1)* Antes de que usted se convirtiese en un ángel inversor:

	1. No	2. Si (en 1 empresa / 1 ángel)	3. Si (en 2 empresas / 2 ángeles)	4. Si (entre 3 y 5 empresas / entre 3 y ángelos)	5. Si (en más de 5 empresas / más de 5 ángelos)
Había participado individual o colectivamente en la creación de alguna empresa					
Había sido propietario o copropietario de alguna empresa					
Había sido gerente o directivo de alguna empresa					
Había conocido a algún ángel que le informara de sus actividades como ángel inversor					

(CP3)* Considera que usted se ha convertido en un ángel inversor como consecuencia de la evolución de su carrera profesional y por tanto como consecuencia de sus anteriores etapas como emprendedor, propietario o director de una o varias empresas:

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

13. Indique cual cree que es su nivel de tolerancia al riesgo en una escala entre 1 (total intolerancia o miedo absoluto al riesgo) y 7 (total tolerancia o preferencia al riesgo). Para ayudarle a definir su nivel de tolerancia, debería marcar el 4 si está dispuesto a tolerar el riesgo que supone invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa (las que forman el índice Ibex 35).

<input type="checkbox"/>	1 Aversión o miedo total al riesgo
<input type="checkbox"/>	2
<input type="checkbox"/>	3
<input type="checkbox"/>	4 Dispuesto a tolerar el riesgo de invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa
<input type="checkbox"/>	5
<input type="checkbox"/>	6
<input type="checkbox"/>	7 Total preferencia al riesgo

Redes

14. Es usted miembro de alguna de las redes de ángeles inversores que operan en Cataluña

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

(14.1)* Si ha indicado que es miembro de una red, indique de que red es usted miembro (Si lo fuera de más de una, seleccione la casilla más de una red). Si no es miembro de ninguna red puede saltarse esta pregunta.

<input type="checkbox"/>	BANC
<input type="checkbox"/>	Barcelona Business Angels
<input type="checkbox"/>	Camelot
<input type="checkbox"/>	Economistes
<input type="checkbox"/>	ESADE
<input type="checkbox"/>	IESE
<input type="checkbox"/>	Keiretsu
<input type="checkbox"/>	Lleida BA
<input type="checkbox"/>	SeedRocket
<input type="checkbox"/>	Technova (La Salle)
<input type="checkbox"/>	Soy miembro de más de una red
<input type="checkbox"/>	Otra (Por favor indique cual)

--

15. Tanto si usted es miembro de una red de ángeles inversores como si no, considera que siendo miembro de alguna de estas redes usted recibiría u obtendría:

	No	Si	No lo sé
Un mayor número de oportunidades de inversión que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Oportunidades de inversión de mayor calidad que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

16. Por favor indique si cree que los siguientes factores le han incentivado positivamente a que usted se haya convertido en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no ha tenido ninguna influencia) y 5 (ha influido de manera decisiva)

	1. Este factor no ha tenido ninguna influencia	2. Este factor ha influido un poco, no mucho	3. Este factor ha influido bastante	4. Este factor ha influido mucho	5. Este factor ha influido de forma decisiva
Disponer de un mayor número de oportunidades de inversión					
Disponer de oportunidades de inversión de mayor calidad					
Disponer de mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones					
Disponer de mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel:					
Obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel					
Disponer de más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles					

17. Indique si cree que las ventajas que proporciona ser miembro de una red de ángeles inversores le han incentivado positivamente a que usted se haya convertido en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no ha tenido ninguna influencia) y 5 (ha influido de manera decisiva)

	1- Este factor no ha tenido ninguna influencia
	2- Este factor ha influido (o influiría) un poco, no mucho
	3- Este factor ha influido (o influiría) bastante
	4- Este factor ha influido (o influiría) mucho
	5- Este factor ha influido (o influiría) de forma decisiva

Entorno

18. Cree que en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores

	No
	Si, pero insuficientes
	Si, suficientes
	Si, bastantes
	Si, muchas
	No lo sé

19. Según usted, que porcentaje de la población catalana conoce que es un ángel inversor o "business angel"

	%
--	---

20. Indique si cree que en Cataluña existe un buen reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte de:

	1. Si, muy bueno	2. Si, correcto	3. No, se le reconoce muy poco	4. No, no tiene ningún reconocimiento	5. No, todo lo contrario, está mal visto
El empresariado que conoce bien que es un business angel					
El empresariado catalán en su conjunto					
El gobierno y la administración pública catalana					
Cualquier catalán/ana que conozca que es un business angel					
La sociedad catalana en general					

21. Indique si cree que los siguientes factores le han incentivado positivamente a que usted se haya convertido en un ángel inversor:

	1. Si, mucho	2. Si, bastante	3. Si, un poco	4. No, no tendrá ninguna influencia	5. No, tendrá un efecto contrario, me frenará
La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña:					
Un entorno de crecimiento económico:					
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito:					
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español:					
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán:					
La existencia y desarrollo de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse:					
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel:					
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán (tanto el más tradicional como el de carácter más emprendedor):					
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana:					

Ha finalizado la encuesta. Muchísimas gracias por su colaboración.

Para cualquier aspecto puede contactar con el creador de la encuesta en la siguiente dirección:

jesus.vinyes@uvic.cat

Anexo 3 Encuesta dirigida a empresarios/as y directivos/as NO Ángeles

Esta encuesta redactada tanto en español como en catalán se desarrolló mediante los servicios de www.encuestafacil.com. Podía responderse desde cualquier ordenador y a cualquier hora simplemente pinchando en el enlace correspondiente. A continuación se muestra la versión en español.

Definición de ángel inversor

A continuación va a responder una encuesta totalmente anónima sobre ángeles inversores (business angels). En ningún momento se le pedirá su nombre, dirección, teléfono, e-mail, ni cualquier otro dato que pudiera comprometer su anonimato.

La encuesta consta de 21 preguntas numeradas y 3 o 4 más en función de su perfil. Responderla completamente requiere entre 12 y 14 minutos (reales) de su valioso tiempo. El autor de la encuesta va utilizar los datos facilitados para elaborar su tesis doctoral sobre ángeles inversores.

Muchísimas gracias por su colaboración y tiempo.

Jesús Vinyes jesus.vinyes@uvic.cat

Por favor lea atentamente la definición de ángel inversor que se utilizará en este trabajo:

Un ángel inversor es un individuo que invierte una parte de sus activos personales o familiares en empresas que no cotizan en bolsa y con las que no tiene ninguna relación familiar ni de amistad.

No importa si la inversión se realiza a título individual o bien a través de una sociedad propiedad del ángel o de su familia. Lo que si realmente importa es que sea el propio ángel inversor (y no un gestor profesional) quien decida donde, cuando y como invierte en estas empresas no cotizadas que no son propiedad de familiares ni amigos.

Tampoco importa si una vez realizada la inversión, el ángel toma una participación activa en la empresa invertida involucrándose de alguna u otra forma en la buena marcha de la empresa o simplemente toma una posición pasiva.

En este estudio no se considera ángel inversor a quien realice inversiones relacionadas con alguno de sus negocios actuales, cuya finalidad sea potenciar el negocio y con una voluntad de permanencia indefinida en el capital de la empresa. Sin embargo si se considera ángel inversor a aquellas personas que realicen inversiones que no guarden ninguna relación (o muy poca) con sus negocios actuales y que por tanto su finalidad no sea potenciar sus antiguos negocios, sino participar minoritariamente en otro negocio nuevo con una voluntad de permanencia más bien temporal.

Puede empezar a responder las preguntas

1. Usted, ya sea a título individual, o bien a través de una sociedad de su propiedad (o de su familia) ha decidido invertir (y efectivamente lo ha hecho) en alguna empresa no cotizada que no pertenecía a ningún familiar ni amigo y que no tenía ninguna relación con sus anteriores negocios, con la voluntad de tomar una participación minoritaria en la misma y con una perspectiva de permanencia en la misma más bien temporal.

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

Si su respuesta ha sido afirmativa usted es un **ÁNGEL INVERSOR**.

Si su respuesta ha sido negativa usted actualmente **NO** es un ángel inversor

Por favor confírmelo en la pregunta siguiente:

2. A tenor de la definición facilitada y de su respuesta a la pregunta anterior indique si es usted un ángel inversor (business angel)

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

Si usted es un ángel inversor no debe continuar con el cuestionario.

Gracias por su colaboración.

Siga con el cuestionario sólo si usted NO es un ÁNGEL INVERSOR

(2.1)* Indique si usted tiene previsto algún día convertirse en un ángel inversor

<input type="checkbox"/>	No, nunca seré un ángel inversor, no me interesa
<input type="checkbox"/>	No, nunca lo seré aunque me gustaría
<input type="checkbox"/>	Probablemente no, aunque no lo descarto
<input type="checkbox"/>	Si, existen bastantes probabilidades de convertirme en un ángel
<input type="checkbox"/>	Si, con toda probabilidad me convertiré en un ángel inversor

Lugar de residencia y fuente de la encuesta

3. Indique la provincia donde reside:

<input type="checkbox"/>	Barcelona	Reside usted en la ciudad de Barcelona	Si <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	Girona		
<input type="checkbox"/>	Lleida		
<input type="checkbox"/>	Tarragona		
<input type="checkbox"/>	Fuera de Cataluña		

4. Indique si esta encuesta le ha llegado a través de:

	Una red de business angels catalana
	ADEDE
	ADEG
	AGE
	ASDEM
	CECOT
	CEO
	Dones d'Empresa
	FAJEEC
	FOEG
	FUNDE
	Alguien relacionado con la Universidad de Vic
	El creador de la encuesta Jesús Vinyes
	Otro (Si es alguna institución por favor especifique su nombre)

Perfil Sociodemográfico

5. Sexo

	Hombre
	Mujer

6. Edad:

7. Estudios

	Sin estudios
	Educación primaria
	Educación secundaria (COU, Bachillerado, FP)
	Estudios universitarios sin completar
	Diplomado o Ingeniero Técnico
	Licenciado, Graduado o Ingeniero Superior
	Doctorado

8. Indique si usted está

	Activo
	Jubilado
	Prejubilado o jubilado a tiempo parcial

9a. Indique cual es su ocupación actual. En caso que usted ya este jubilado indique su ocupación antes de jubilarse

	Empresario
	Directivo/ejecutivo de empresa multinacional (no financiera)
	Directivo/ejecutivo de gran empresa española (no financiera)
	Directivo/ejecutivo/gerente de PYME
	Empleado de la administración pública
	Empleado de organización sin ánimo de lucro (universidad, patronal, red de BA, ...)
	Empleado en empresa del sector financiero (banca, seguros, capital riesgo)
	Empleado en asesoría y consultoría
	Emprendedor
	Otro (Por favor indique cual)

9b. Si usted ha seleccionado una de las 4 primeras opciones en la pregunta anterior (es empresario o directivo/ejecutivo) precise de la mejor forma posible a que sector de actividad pertenece la empresa donde trabaja o bien la empresa de su propiedad (si posee varias, indique el sector de la más importante).

Ejemplos: Industria textil y de la confección
Fabricación de material de transporte.
Tecnologías de la información y comunicación (TIC)

9c. Si usted es empresario indique aproximadamente cuantas personas trabajan en su empresa. (Si tiene varias empresas, indique el número de trabajadores de la empresa con más trabajadores)

Datos económicos

A continuación se le solicita información de carácter económico muy importante para el estudio, ya que trabajos anteriores han mostrado una gran relación entre los ángeles inversores y determinados niveles de ingresos y patrimonio.

Recuerde que la encuesta es anónima y que toda la información será tratada de forma agregada.

Nos interesa mucho que conteste sinceramente estas preguntas, ya que en caso contrario el estudio perderá parte de su efectividad e interés. Sin embargo, si usted considera conveniente no responder alguna de estas 3 preguntas podrá seleccionar esta opción en cada una de ellas.

10. En que intervalo se encuentran sus ingresos anuales brutos:

	Inferiores a 40.001 €
	Entre 40.001 y 60.000
	Entre 60.001 y 100.000 €
	Entre 100.001 y 200.000 €
	Entre 200.001 y 300.000 €
	Superiores a los 300.000 €
	Prefiero no responder a esta pregunta

11. En que intervalo se encuentra su patrimonio personal, incluyendo su vivienda habitual:

	Inferior a los 500.001 € (83 millones de pesetas aproximadamente)
	Entre 500.001 y 2 millones de euros (83 y 332 millones ptas. aprox.)
	Entre 2 y 4 millones de euros (332 y 664 millones ptas. aprox.)
	Entre 4 y 6 millones de euros (664 y 1.000 millones ptas. aprox.)
	Superior a los 6 millones de euros (1.000 millones ptas. aprox.)
	Prefiero no responder a esta pregunta

12. En relación con su actual patrimonio personal, que porcentaje considera que lo ha obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen.

	Menos del 25% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 25 y el 50% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 50% y el 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Más del 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Prefiero no responder a esta pregunta

Motivación

(M2)* Usted no es un ángel inversor por alguno o varios de los motivos que se exponen a continuación (además puede que otros). Valore el peso o incidencia que ha tenido cada uno de los siguientes motivos utilizando una escala entre 1 (no ha tenido ninguna influencia) y 5 (ha influido de manera decisiva)

	1. Este motivo no ha tenido ninguna influencia	2. Este motivo ha influido un poco, no mucho	3. Este motivo ha influido bastante	4. Este motivo ha influido mucho	5. Este motivo ha influido de forma decisiva
Porqué no dispone de tiempo, ya que sus actividades actuales lo absorben todo					
Porqué no dispone de la formación necesaria					
Porqué no quiere asumir un riesgo tan elevado					
Porqué no quiere tener una participación minoritaria					
Porqué no tiene suficientes recursos económicos					
Porqué nunca se ha topado con una buena oportunidad de inversión					
Porqué nunca se lo había planteado					
Porqué prefiere invertir en una empresa 100% de su propiedad o de su familia					
Porqué considera que existen otras formulas de inversión menos arriesgadas y más rentables					
Porqué no puede permitirse realizar inversiones donde pueda perderlo todo					
Otros motivos					

(M4)* Si usted se planteara seriamente convertirse en un ángel inversor lo haría persiguiendo una o varias motivaciones. De las 3 que se indican a continuación valore el peso que tendría cada una de ellas en forma de porcentaje de manera que la suma de las 3 proporcione un 100%.

Puramente económica (ganar dinero)		%
Placer y satisfacción por realizar este tipo de inversiones		%
Deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad		%
	100	%

Por favor compruebe que la suma de los 3 porcentajes es 100

Contexto Personal

(CP2)* Hasta la fecha usted:

	1. No	2. Si (en 1 empresa / 1 ángel)	3. Si (en 2 empresas / 2 ángeles)	4. Si (entre 3 y 5 empresas / entre 3 y ángeles)	5. Si (en más de 5 empresas / más de 5 ángeles)
Ha participado individual o colectivamente en la creación de alguna empresa					
Ha sido propietario o copropietario de alguna empresa					
Ha sido gerente o directivo de alguna empresa					
Ha conocido a algún ángel que le haya informado de sus actividades como ángel inversor					

13. Indique cual cree que es su nivel de tolerancia al riesgo en una escala entre 1 (total intolerancia o miedo absoluto al riesgo) y 7 (total tolerancia o preferencia al riesgo). Para ayudarle a definir su nivel de tolerancia, debería marcar el 4 si está dispuesto a tolerar el riesgo que supone invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa (las que forman el índice Ibex 35).

	1 Aversión o miedo total al riesgo
	2
	3
	4 Dispuesto a tolerar el riesgo de invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa
	5
	6
	7 Total preferencia al riesgo

Redes

14. Es usted miembro de alguna de las redes de ángeles inversores que operan en Cataluña

	No
	Si

(14.1)* Si ha indicado que es miembro de una red, indique de que red es usted miembro (Si lo fuera de más de una, seleccione la casilla más de una red). Si no es miembro de ninguna red puede saltarse esta pregunta.

<input type="checkbox"/>	BANC
<input type="checkbox"/>	Barcelona Business Angels
<input type="checkbox"/>	Camelot
<input type="checkbox"/>	Economistes
<input type="checkbox"/>	ESADE
<input type="checkbox"/>	IESE
<input type="checkbox"/>	Keiretsu
<input type="checkbox"/>	Lleida BA
<input type="checkbox"/>	SeedRocket
<input type="checkbox"/>	Technova (La Salle)
<input type="checkbox"/>	Soy miembro de más de una red
<input type="checkbox"/>	Otra (Por favor indique cual)

15. Tanto si usted es miembro de una red de ángeles inversores como si no, considera que siendo miembro de alguna de estas redes usted recibiría u obtendría:

	No	Si	No lo sé
Un mayor número de oportunidades de inversión que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Oportunidades de inversión de mayor calidad que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles que si no fuera miembro de ninguna red	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

16. Por favor indique si cree que los siguientes factores pueden incentivarle positivamente a que usted se convierta en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no tendría ninguna influencia) y 5 (influiría de manera decisiva)

	1. Este factor no tendría ninguna influencia	2. Este factor influiría un poco, no mucho	3. Este factor influiría bastante	4. Este factor influiría mucho	5. Este factor influiría de forma decisiva
Disponer de un mayor número de oportunidades de inversión					
Disponer de oportunidades de inversión de mayor calidad					
Disponer de mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones					
Disponer de mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel:					
Obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel					
Disponer de más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles					

17. Indique si cree que las ventajas que proporciona ser miembro de una red de ángeles inversores le pueden incentivar positivamente a que usted se convierta en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no tendría ninguna influencia) y 5 (influiría de manera decisiva)

	1- Este factor no tendría ninguna influencia
	2- Este factor influiría un poco, no mucho
	3- Este factor influiría bastante
	4- Este factor influiría mucho
	5- Este factor influiría de forma decisiva

Entorno

18. Cree que en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores

	No
	Si, pero insuficientes
	Si, suficientes
	Si, bastantes
	Si, muchas
	No lo sé

19. Según usted, que porcentaje de la población catalana conoce que es un ángel inversor o "business angel"

%

20. Indique si cree que en Cataluña existe un buen reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte de:

	1. Si, muy bueno	2. Si, correcto	3. No, se le reconoce muy poco	4. No, no tiene ningún reconocimiento	5. No, todo lo contrario, está mal visto
El empresariado que conoce bien que es un business angel					
El empresariado catalán en su conjunto					
El gobierno y la administración pública catalana					
Cualquier catalán/ana que conozca que es un business angel					
La sociedad catalana en general					

21. Indique si cree que los siguientes factores le influyen positivamente a que usted se convierta en el futuro en un ángel inversor:

	1. Si, mucho	2. Si, bastante	3. Si, un poco	4. No, no tendrá ninguna influencia	5. No, tendrá un efecto contrario, me frenará
La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña:					
Un entorno de crecimiento económico:					
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito:					
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español:					
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán:					
La existencia y desarrollo de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse:					
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel:					
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán (tanto el más tradicional como el de carácter más emprendedor):					
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana:					

Ha finalizado la encuesta. Muchísimas gracias por su colaboración.

Para cualquier aspecto puede contactar con el creador de la encuesta en la siguiente dirección:

jesus.vinyes@uvic.cat

Anexo 4 Protocolo de las entrevistas realizadas a los responsables de las RAIs operativas en Cataluña

1.- Semblanza del estudio de caso

Antecedentes

El estudio de casos relacionados con la gestión de las redes de ángeles inversores en Cataluña se inserta en la tesis doctoral que tiene por objeto analizar y describir los factores que condicionan a un individuo a convertirse en un ángel inversor.

Proposiciones teóricas por confirmar

Mediante este estudio de casos se quiere confirmar que la existencia de redes de ángeles inversores es un factor clave para que un individuo se planteen convertir en un ángel inversor en Cataluña por varios motivos tales como:

- a. Mayor flujo de proyectos y por tanto posibilidades de inversión.
- b. Más posibilidades de co-inversión o sindicación de inversiones.
- c. Formación.
- d. Mejorar los rendimientos de sus inversiones.
- e. Posibilidad de contacto (formal e informal) con otros ángeles.
- f. Contactos con el capital riesgo formal (fondos de capital riesgo)

Aunque el objetivo principal de este estudio de casos, como ya se ha indicado es confirmar que las redes de ángeles inversores son un factor clave de la propensión de un individuo a convertirse en ángel inversor, este estudio también pretende investigar sobre los otros dos factores tratados en la tesis doctoral, los relacionados con el individuo y el entorno.

2.- Preguntas que deben ser respondidas por el estudio de casos

- o El origen y los objetivos de la red.
- o Como funciona la red.
- o Número de ángeles y volumen de actividad de la red.
- o Servicios que presta la red a sus miembros.
- o Percepción de la valoración que realizan los miembros de los distintos servicios.
- o Percepción sobre el efecto que tienen las redes en la propensión de los individuos de Cataluña a convertirse en ángeles.
- o Percepción sobre la evolución de la figura del ángel inversor en Cataluña.

- Percepción sobre las características sociodemográficas del ángel inversor catalán.
- Percepción sobre el efecto que determinados condicionantes del entorno tienen en la propensión de los individuos de Cataluña a convertirse en ángeles inversores.

3.- Procedimientos a realizar

- Contactar con todas las redes de ángeles inversores de Cataluña: (ejemplos de fechas)

Red	Fecha entrevista	Lugar Entrevista
IESE		
BANC		BANC
ESADE	29-07-2011	Despacho profesional responsable de la red
BCN BA	25-07-2011	BCN BA
Technova (salle)	26-07-2011	La Salle
Keiretsu		
SeedRocket	27-07-2011	SeedRocket (Barcelona Activa)
Lleida BA		
Economistas BAN		
Camelot Capital		
ACCIO	25-07-2011	ACCIO

Contactar también con el Sr. Sergi Mora de ACCIO que es la persona que coordina el programa XIP que agrupa a casi todas las redes de ángeles inversores operativas en Cataluña.

- Informarles de la realización de la tesis doctoral y concertar una entrevista con la persona responsable.
- Preparar un guión de entrevista y mandarlo a los distintos responsables para que puedan preparar partes de la entrevista.
- Realizar y grabar las entrevistas en las sedes de las distintas redes y en ACCIO (julio – septiembre de 2011).
- Transcribir las entrevistas.
- Analizar las entrevistas con el software atlas.ti
- Completar y refrendar los datos obtenidos mediante visitas a las páginas web, correos electrónicos y llamadas telefónicas.
- Analizar los resultados de acuerdo con la literatura existente y las proposiciones realizadas.

4.- Guía para el informe del estudio de casos

Este estudio encaja en lo que Yin (1989, p. 28) define como: “*los casos múltiples con unidad principal y una o más subunidades dentro de la principal.*”

Selección de la muestra

En este caso la muestra coincidirá con la población total ya que se entrevistará a los responsables de todas las redes de ángeles inversores que actualmente operan en Cataluña. Además se entrevistará al responsable del programa XIP (Xarxa d'Inversors Privats) de la Generalitat de Cataluña.

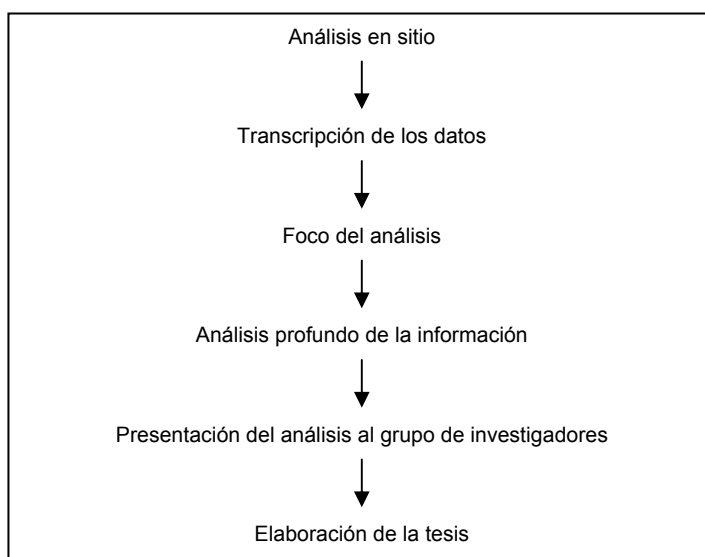
Recolección de la información

La utilización de una muestra muy completa (comprende toda la población) permitirá garantizar la validez de la investigación. Por tanto se podrá verificar si los datos obtenidos a través de las diferentes redes y demás fuentes de información guardan relación entre sí (principio de triangulación); es decir, si desde diferentes perspectivas convergen los efectos explorados en el fenómeno objeto de estudio.

Análisis de la información

Para el análisis de la información se utilizará el proceso recomendado por Shaw (1999, p. 65).

El proceso de análisis inductivo:



Fuente: Adaptado de Shaw (1999, p. 65).

Análisis en las redes

Como ya se ha indicado, todas las entrevistas serán realizadas por el autor de la tesis doctoral y se grabarán. Algunas partes de la información obtenida podrán ser utilizadas en las siguientes entrevistas.

Trascripción de los datos

Después de las entrevistas y de las observaciones se procederá a la transcripción de los datos. Algunos de estos datos se recopilarán en forma de tablas y esquemas sin embargo la mayoría se reproducirán de forma textual.

Foco del análisis

Se analizarán las respuestas a las preguntas de investigación citadas anteriormente, mediante el software atlas.ti. Este análisis se complementará con las entrevistas realizadas a los ángeles.

Análisis profundo de la información

En esta etapa se establecerán las evidencias del estudio relacionándolas con la literatura existente y los objetivos de la tesis doctoral.

Presentación del análisis

Una vez elaborado todo el material, si es preciso se contactará con los responsables de las redes que han colaborado en la investigación para que validen las informaciones publicadas sobre sus redes y puedan si así lo desean mandar algunas observaciones complementarias, tanto referidas a aspectos particulares de sus redes como más generales.

Una vez finalizado el estudio se mandará una copia del trabajo a todas las redes de ángeles inversores que operan en Cataluña, ya que todas han colaborado en la realización de este estudio.

5- Guión de la entrevista

A continuación se presenta un guión con doce preguntas abiertas, aunque cada una de ellas está estructurada y desglosada en otras mucho más concretas. La función de esta detallada estructuración es ayudar al entrevistado a exponer su opinión sobre los factores analizados en aquellos casos en que la utilización de preguntas muy abiertas dificulte la transmisión de información. Está previsto por tanto que el uso de este guión sea desigual en función del tipo de respuestas que proporcione cada uno de los responsables entrevistados.

Guión de Entrevista

Primera Parte (Red)

Presentación

- 2- Nombre de la red.
- 3- Nombre de la persona entrevistada.
- 4- Cargo de la persona entrevistada.
- 5- Responsabilidades y tareas en la red de la persona entrevistada.

Datos de la red

- 6- Año de creación.
- 7- Quien creó la red (entidades, personas)
- 8- Presupuesto anual de la red.
- 9- Personas que trabajan (remuneradas) en la red.
- 10- Como se financia la red.
- 11- Ayudas públicas que recibe la red.
- 12- Número de miembros que tiene actualmente.
- 13- Evolución del número de miembros (se ha notado la crisis económica).
- 14- Cuotas y requisitos para ser miembro.
- 15- Personas que sin ser miembros de la red mantienen una cierta familiaridad con ella.
- 16- Porcentaje o número de miembros de la red que son ángeles activos.

Objetivos y target de individuos y de proyectos

- 17- Objetivos de la red.
- 18- Ángeles objetivo (target) de la red.
- 19- Tipología de proyectos que apoyan.
- 20- Origen geográfico de los proyectos que apoyan (catalanes, españoles, ...)

Funcionamiento de la red

- 21- Como se produce el contacto entre los inversores miembros de la red y los emprendedores.
- 22- Como se invierte (cada socio individualmente, la red en conjunto)
- 23- Forma jurídica de la inversión (a título individual, SL, fondo de capital riesgo...)
- 24- Existe seguimiento de las inversiones por parte de la red.
- 25- Existe recogida de datos y elaboración de estadísticas de inversión de los miembros. (Si existen pedirlos)

Requisitos para los emprendedores

- 26- Que requisitos debe cumplir un emprendedor para presentar su proyecto en la red.

Servicios de la red

- 27- Que (otros) servicios proporciona la red a sus asociados:
 - a. Posibles acuerdos (presentación de proyectos)
 - b. Más posibilidades de co-inversión o sindicación de inversiones.
 - c. Formación (de que tipo).

- d. Mejorar los rendimientos de sus inversiones.
 - e. Posibilidad de contacto (formal e informal) con otros ángeles.
 - f. Contactos con el capital riesgo formal (fondos de capital riesgo)
 - g. Otros ([indicar cuales](#))
- 28- Cual o cuales son los servicios mejor valorados por los asociados.
- 29- Que otros servicios reclaman los asociados.
- 30- Que otros servicios se plantea poner en funcionamiento la red.

Percepción del funcionamiento de la red y previsiones.

- 31- Cual es la percepción que el responsable cree que tienen los socios de la red, están contentos con sus servicios.
- 32- Previsiones futuras de miembros.
- 33- Previsión a futuro de la red. (crecimiento, fusión, estancamiento, desaparición)

Interacciones con organismos públicos, otras redes, asociaciones, fondos de capital riesgo, etc.

- 34- Existen contactos, acciones conjuntas, complementariedades con otras entidades relacionadas con la inversión en capital riesgo.

Segunda Parte (Mercado ángel)

El mercado ángel en Cataluña

- 35- Cual es su valoración sobre la situación de la figura del ángel inversor en Cataluña y su previsión para el futuro (inversor solitario, inversión colectiva, ...)
- 36- Cual es su valoración sobre el tamaño del mercado ángel en Cataluña y su previsible evolución futura (número de inversores, número de inversiones, importe invertido, etc.).

El perfil sociodemográfico del ángel inversor en Cataluña

- 37- Está de acuerdo con las siguientes afirmaciones:

En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son hombres de entre 40 y 65 años con una buena formación y con elevados ingresos y un importante patrimonio.

En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son individuos que han creado sus propias empresas.

En su gran mayoría los ángeles inversores catalanes son individuos que se han hecho ricos a través de su propio esfuerzo.

El papel de las redes de ángeles inversores en Cataluña

- 38- Que porcentaje de ángeles y de volumen de inversión ángel cree que se canaliza a través de las redes de ángeles en Cataluña. Como cree que variará este porcentaje en el futuro.
- 39- Que papel cree que juegan ahora mismo las redes a la hora de incentivar a un individuo a convertirse en ángel.
- 40- Supongamos un individuo catalán que cumple con el perfil sociodemográfico típico de un ángel.
- a. Que posibilidades le otorgaría a este individuo de convertirse en ángel si no existieran las actuales redes.

- b. Que posibilidades le otorgaría a este individuo de convertirse en ángel con las redes actuales.
- 41- En el conjunto de las redes catalanas, cual es a su juicio la función o aspecto que desarrollan las redes que más puede motivar a un individuo a convertirse en un ángel inversor:
- a. Disponer de un mayor flujo de posibles acuerdos
 - b. Disponer de más posibilidades de co-inversión o sindicación de inversiones.
 - c. Disponer de una mejor formación.
 - d. Poder mejorar los rendimientos de sus inversiones.
 - e. Poder mantener contacto (formal e informal) con otros ángeles.
 - f. Poder establecer contactos con el capital riesgo formal (fondos de capital riesgo)
 - g. Otros (indicar cuales)
- 42- Que deberían cambiar o incorporar las actuales redes para incentivar aún más a los individuos a convertirse en ángeles.

El entorno del mercado ángel en Cataluña

- 43- Como valora el entorno económico catalán en relación con el desarrollo de un mercado ángel potente. Existe una buena oferta de oportunidades.
- 44- Cree que el mercado bursátil y el mercado inmobiliario son competidores del mercado ángel. Es decir, cuando estos mercados tienen un buen comportamiento que le sucede a la inversión ángel: disminuye o también aumenta.
- 45- Cual es su valoración de la política gubernamental (española y catalana) en apoyo a la figura del ángel inversor. Que evolución prevé. Como le gustaría que fuera.
- 46- Como valora la percepción que el empresariado catalán tiene de los ángeles: los conoce, los utiliza, los valora.... Como cree que incide este factor en la propensión de los individuos a convertirse en ángeles.
- 47- Cree que en Cataluña existe un correcto reconocimiento de la figura del emprendedor y del ángel inversor por parte de la sociedad. Cree que este factor puede tener alguna incidencia en la existencia de un mayor o menor número de ángeles.
- 48- Por último, que elementos no mencionados en esta entrevista cree que pueden tener una incidencia en la propensión de un individuo a convertirse en un ángel inversor.

Anexo 5 **Protocolo de las entrevistas realizadas a los 10 ángeles inversores**

1.- Semblanza del estudio de caso

Antecedentes

Este estudio de casos (sobre 10 ángeles inversores de Cataluña) constituye la base de la tesis doctoral que tiene por objeto analizar y describir los factores que condicionan a un individuo a convertirse en un ángel inversor en el contexto de Cataluña.

Proposiciones teóricas por confirmar

Mediante este estudio de casos se quiere confirmar que los factores condicionantes de la aparición y desarrollo de los ángeles inversores pueden agruparse en tres dimensiones: individuo, redes de ángeles inversores y entorno. Para ello se plantean 3 proposiciones principales:

Proposición 1. Existe una relación positiva entre determinados factores individuales y la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor.

Proposición 2. La existencia de redes de ángeles inversores (RAIs) condiciona positivamente a que un individuo se convierta en ángel inversor y, asimismo, en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

Proposición 3. El entorno en el que se desarrolla un individuo influye en la propensión de este individuo a convertirse en un ángel inversor y también en el posterior desarrollo de este individuo como ángel inversor.

2.- Preguntas que deben ser respondidas por el estudio de casos

- Cuales son los factores sociodemográficos que caracterizan a los ángeles inversores
- Cuales son los factores contextuales que inciden en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.
- Cuales son las motivaciones de los ángeles
- Cual es el papel que desarrollan las RAIs en la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.
- Como el entorno condiciona a la aparición y desarrollo de los ángeles inversores.

3.- Procedimientos a realizar

- Establecer diferentes perfiles de ángeles.
- Contactar con un mínimo de dos ángeles de cada perfil a partir de la propia búsqueda personal y la colaboración de las RAIs que operan en Cataluña.
- Informar a todos estos ángeles de la realización de la tesis doctoral y solicitar su colaboración realizando una extensa entrevista en profundidad.
- Entre todos los ángeles dispuestos a colaborar seleccionar uno de cada perfil y programar fecha y lugar para la realización de la entrevista.
- Preparar un guión de entrevista
- Realizar y grabar las entrevistas (junio – julio de 2012).
- Transcribir las entrevistas.
- Analizar las entrevistas con el software atlas.ti
- Completar y refrendar los datos obtenidos mediante llamadas telefónicas o correos electrónicos a los ángeles.
- Analizar los resultados de acuerdo con la literatura existente y las proposiciones realizadas.

4.- Guía para el informe del estudio de casos

Selección de la muestra

En este caso la muestra estará formada por 10 ángeles de distintos perfiles. Se ha optado por seleccionar 10 casos ya que Eisenhardt (1989) señala que es recomendable utilizar entre 4 y 10 casos. Esta muestra, de acuerdo con los porcentajes de hombres y mujeres ángeles señalados anteriormente por los responsables de RAIs, deberá estar formada por 2 mujeres y 8 hombres.

Recolección de la información

La información se recogerá mediante una entrevista en profundidad con una duración prevista de entre 2 y 3 horas. La información facilitada por esta muestra de ángeles podrá contrastarse con informaciones previas obtenidos tanto a través de encuestas a ángeles y no ángeles como de entrevistas a los responsables de RAIs (principio de triangulación).

Análisis de la información

Análisis en el lugar de entrevista

Todas las entrevistas serán realizadas por el autor de la tesis doctoral y se grabarán. La entrevista tendrá la mínima estructuración posible, esto implica que se plantearán el máximo número de preguntas abiertas. De todas formas para ayudar y guiar las opiniones de los ángeles el autor

dispondrá de un guión de entrevista bastante estructurado que podrá utilizar en cualquier momento. Finalizada la entrevista el autor de la misma grabará las observaciones que considere oportunas (utilización del lenguaje verbal del entrevistado,...) y que servirán para mejorar el análisis del material transcrito.

Trascripción de los datos

Después de las entrevistas y de las observaciones se procederá a la transcripción de los datos.

Foco del análisis

Se analizarán las reflexiones de cada ángel mediante el software atlas.ti

Análisis profundo de la información

En esta etapa se establecerán las evidencias del estudio relacionándolas con la literatura existente y los objetivos de la tesis doctoral.

Presentación del análisis

Al finalizar el estudio, se mandará una copia de la tesis a cada uno de los 10 ángeles que ha colaborado en este estudio.

5- Guión de la entrevista

A continuación se presenta un guión muy estructurado que se utilizará como soporte en la entrevista. La función de esta detallada estructuración es ayudar al entrevistado a exponer su opinión sobre los factores analizados en aquellos casos en que la utilización de preguntas muy abiertas dificulte la transmisión de información. Está previsto por tanto que el uso de este guión sea desigual en función del tipo de respuestas que proporcione cada uno de los 10 ángeles inversores entrevistados.

Guión de Entrevista

Nombre i/o seudónimo del ángel:

Perfil Sociodemográfico

1. Indique la provincia y el nombre de la ciudad o bien el número de habitantes de la ciudad. Siempre ha vivido allí (indicar evolución).

2. Sexo

<input type="checkbox"/>	Hombre
<input type="checkbox"/>	Mujer

3. Edad:

4. Estudios (Especialidad)

<input type="checkbox"/>	Sin estudios
<input type="checkbox"/>	Educación primaria
<input type="checkbox"/>	Educación secundaria (COU, Bachillerado, FP)
<input type="checkbox"/>	Estudios universitarios sin completar
<input type="checkbox"/>	Diplomado o Ingeniero Técnico
<input type="checkbox"/>	Licenciado, Graduado o Ingeniero Superior
<input type="checkbox"/>	Doctorado

5. Indique si usted está

<input type="checkbox"/>	Activo
<input type="checkbox"/>	Jubilado
<input type="checkbox"/>	Prejubilado o jubilado a tiempo parcial

6a. Indique cual es su ocupación actual. En caso que usted ya este jubilado indique su ocupación antes de jubilarse.

<input type="checkbox"/>	Empresario
<input type="checkbox"/>	Directivo/ejecutivo de empresa multinacional (no financiera)
<input type="checkbox"/>	Directivo/ejecutivo de gran empresa española (no financiera)
<input type="checkbox"/>	Directivo/ejecutivo/gerente de PYME
<input type="checkbox"/>	Empleado de la administración pública
<input type="checkbox"/>	Empleado de organización sin ánimo de lucro (universidad, patronal, red de BA, ...)
<input type="checkbox"/>	Empleado en empresa del sector financiero (banca, seguros, capital riesgo)
<input type="checkbox"/>	Empleado en asesoría y consultoría
<input type="checkbox"/>	Emprendedor
<input type="checkbox"/>	Inversor privado (business angel) a tiempo completo
<input type="checkbox"/>	Otro (Por favor indique cual)

6b. Precise de la mejor forma posible a que sector de actividad pertenece la empresa donde trabaja o bien la empresa de su propiedad (si posee varias, indique el sector de todas ellas).

Ejemplos: Industria textil y de la confección

Fabricación de material de transporte.

Tecnologías de la información y comunicación (TIC)

6c. Si usted es empresario indique aproximadamente cuantas personas trabajan en su empresa. (Si tiene varias empresas, indique el número de trabajadores de todas las empresas).

Historia Previa (Antecedentes)

(1) Ocupación de su padre

(2) Ocupación de su madre

(3) Ocupación significativa de otros miembros de su familia (empresarios, inversores,...)

(6) (CP1)* Antes de que usted se convirtiese en un ángel inversor:

	No, Si (cuantas)
Había participado individual o colectivamente en la creación de alguna empresa	
Había sido propietario o copropietario de alguna empresa	
Había sido gerente o directivo de alguna empresa	
Había conocido a algún ángel que le informara de sus actividades como ángel inversor	

7. Indique de forma breve toda su carrera (empresarial/profesional). Empleos, empresas, sectores en los que ha trabajado, experiencias conseguidas.

Experiencia empresarial – Experiencia inversora

A poder ser indicar edades siguiendo este ejemplo inventado:

Pedro inicio su carrera profesional a los 22 años, trabajó en proyectos de desarrollo relacionados con ingeniería de control automático. Posteriormente decidió continuar su formación como ingeniero y cuando finalizó su formación universitaria, recibió una oferta de su antiguo empresario para participar en la construcción de una computadora de transistores, trabajo que encontró muy estimulante. Su carrera avanzó rápidamente y en la edad de 32 años alcanzó la posición del ejecutivo del departamento de I + D y nueve años más tarde, se convirtió en CEO de la compañía cargo en el que permaneció hasta que la compañía fue objeto de adquisición. Parte del acuerdo de compra fue el nombramiento de un nuevo CEO, y a Pedro se le ofreció otro puesto ejecutivo en la empresa.

A la edad de 50 años, Pedro decidió dejar su carrera empresarial para iniciar su propio negocio de consultoría. La decisión de convertirse en un consultor fue una elección natural para Pedro ya que estaba muy seguro de que había una gran demanda del tipo de asesoramiento técnico que el podía ofrecer.

Como consultor su tarea principal consistió en ayudar a los empresarios en los proyectos de desarrollo de diferentes start-ups, principalmente sobre la base de la tecnología de datos. Por otra parte, debido a su antigua posición como consejero delegado, ha adquirido una gran experiencia de gestión y por lo tanto también podría contribuir competencia estratégica a las empresas a las que asesoraba.

Cuestiones a tratar sobre su carrera

Nacimiento del ángel

- A medida que avanza en su carrera profesional, ¿cuando empieza a percibir un cierto interés por convertirse en un ángel?
- A que edad decidió que quería convertirse en un ángel (cuantos años hace que es ángel)
- En ese momento ¿conocía ya la terminología de “business angel”?
- Así pues ¿se convierte en ángel de forma lenta y gradual o bien de golpe debido a algún suceso profesional o familiar (conflicto, cambio en situación familiar, problemas financieros de alguna empresa, ...)

Sexo (Mujeres)

A lo largo de su vida-carrera como estudiante, empresario,... ¿ha coincidido con mujeres que más o menos han seguido una carrera paralela a la suya?

No, porque cree que no había mujeres.

Si, porque cree que ninguna de ellas (o si) ha dado el paso a convertirse en ángel

Estudios - Formación

En que medida considera que su “elevada” formación le ha permitido convertirse en ángel. Que etapa de su carrera considera que ha sido más útil a la hora de convertirse en ángel.

REDES

- Cuando se plantea convertirse en ángel (si es gradual) o bien cuando se convierte en ángel (si es de golpe) ¿conocía la existencia de redes de ángeles inversores en Cataluña?
- Que servicios o ventajas creía entonces que le podría proporcionar ser miembro de una red.
- En que medida (gracias a los servicios anteriores) usted ya se veía como miembro de una red para continuar y progresar en su carrera como ángel.

ENTORNO

- ¿Cuando se plantea convertirse en ángel tiene la sensación que Cataluña es un buen entorno para desarrollar una carrera de ángel inversor?
- Las condiciones del entorno Catalán cree que le impulsan a ser ángel, todo lo contrario le frenan o bien nunca se planteo en que entorno usted quería ser ángel.
- Cuales fueron los factores del entorno que en su día consideró (fueran buenos o malos)

(7) (CP2)* Considera que usted se ha convertido en un ángel inversor como consecuencia de la evolución de su carrera profesional y por tanto como consecuencia de sus anteriores etapas como emprendedor, propietario o director de una o varias empresas:

	No
	Si

Datos económicos (Puede utilizar otros intervalos o indicadores)

1. En que intervalo se encuentran sus ingresos anuales brutos:

	Inferiores a 40.001 €
	Entre 40.001 y 60.000
	Entre 60.001 y 100.000 €
	Entre 100.001 y 200.000 €
	Entre 200.001 y 300.000 €
	Superiores a los 300.000 €
	Prefiero no responder a esta pregunta

2. En que intervalo se encuentra su patrimonio personal, incluyendo su vivienda habitual:

	Inferior a los 500.001 € (83 millones de pesetas aproximadamente)
	Entre 500.001 y 2 millones de euros (83 y 332 millones ptas. aprox.)
	Entre 2 y 4 millones de euros (332 y 664 millones ptas. aprox.)
	Entre 4 y 6 millones de euros (664 y 1.000 millones ptas. aprox.)
	Superior a los 6 millones de euros (1.000 millones ptas. aprox.)
	Prefiero no responder a esta pregunta

3. En relación con su actual patrimonio personal, que porcentaje considera que lo ha obtenido como fruto de su esfuerzo personal y no vía herencia u otro origen.

	Menos del 25% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 25 y el 50% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Entre el 50% y el 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Más del 75% de mi patrimonio actual es fruto de mi esfuerzo personal.
	Prefiero no responder a esta pregunta

4a. Aproximadamente qué porcentaje de su patrimonio tiene invertido actualmente en inversiones ángel (empresas no cotizadas que no pertenecen ni a familiares ni amigos).

4b. Como se han movido estos porcentajes

4c. ¿Se ha fijado un porcentaje (o volumen) máximo para este tipo de inversiones?

INGESOS - PATRIMONIO

- Cuando hizo su primera inversión (también ahora) ¿podía o puede permitirse perderlo todo?
- Como definiría la "insatisfacción" que le generaría perder todo el dinero invertido en una inversión ángel.
- Como se lo tomaría:
 - Sería como renunciar a unas vacaciones,
 - Se lo tomaría como un aprendizaje positivo que forma parte del juego.
 - Consideraría que se ha equivocado y jamás repetiría.

- Relación dinero y felicidad
 - Cree que el dinero proporciona la felicidad
 - Es importante renunciar a determinados “valores o creencias personales” si de esta forma podemos ganar más dinero.
 - Prefiere ser fiel a unos valores o estilos de vida antes que ganar mucho dinero.

Modo de inversión

(1) Cuantas inversiones ángel ha realizado:

(2) Cuantas inversiones ángel ha realizado desde el 1 de enero de 2010:

(3) Identifique sus inversiones (etapa de desarrollo, sector, distancia, importe invertido)

Nº	Etapa desarrollo	Sector	Dist. (Km.)	Inver. €
1				
2				
3				
4				
5				
6				

(4a) Que importancia le da a la etapa de desarrollo.

(4b) Que importancia le da al sector.

(4c) Que importancia le da a la distancia.

(5) Importes invertidos aproximados.

- Todas las inversiones
- Mayor inversión
- Menor inversión
- Media

(6) Indique cual ha sido el nivel de participación e involucración en las empresas en las cuales ha invertido como ángel inversor. Si ha invertido en más de una empresa indíquelo para cada inversión.

1	2	3	4	5	6	7	8	INVERSIÓN
								Totalmente pasivo
								Más pasivo que activo
								Ni muy pasivo ni muy activo
								Más activo que pasivo
								Totalmente activo

(7) Si participaba activamente que funciones realizaba en las empresas participadas

(8) ¿Como ha realizado sus inversiones? A título individual, a través de una sociedad de su propiedad (o de su familia),...

(9) ¿Cómo o con quién a tomado sus decisiones de inversión? Sólo, con su pareja, con miembros de su familia.

(10) ¿En alguna de sus inversiones coinvirtió con otros ángeles? En cuales, importes de inversión totales. Como valora la experiencia.

Motivación

(M1)* Usted se ha convertido en un ángel por alguno o varios de los motivos que se exponen a continuación (además puede que otros). Valore el peso o incidencia que ha tenido cada uno de los siguientes motivos utilizando una escala entre 1 (no ha tenido ninguna influencia) y 5 (ha influido de manera decisiva). Por favor comente cada una de las respuestas.

Para apoyar a las empresas jóvenes
Para apoyar el desarrollo de productos o servicios socialmente deseables
Para ayudar a emprendedores que comienzan
Para contribuir en el proceso emprendedor
Para crearse un empleo ya sea a tiempo parcial o completo
Para disfrutar y “divertirse” con la satisfacción que genera
Para lograr elevadas plusvalías
Para mantenerse ocupado en su tiempo libre
Para obtener el reconocimiento de su comunidad y de la sociedad en general
Para obtener ingresos en forma de dividendos
Para obtener ventajas fiscales
Otros motivos
Otros

(M3)* Cuando usted se convirtió en un ángel inversor perseguía una o varias motivaciones. De las 3 que se indican a continuación valore el peso de cada una en forma de porcentaje de forma que la suma de las 3 proporcione un 100%.

INVERSIÓN	1	2	3	4	5	6	Global	%
Puramente económica (ganar dinero)								%
Placer y satisfacción por realizar este tipo de inversiones								%
Deseo de ayudar a los demás y aportar a la sociedad								%
							100	%

Justifique estos porcentajes. Puede realizarlos para cada una de sus inversiones individualmente si lo considera más adecuado. Indique como han evolucionado con el paso del tiempo

Tolerancia al riesgo

1. Indique cual cree que es su nivel de tolerancia al riesgo en una escala entre 1 (total intolerancia o miedo absoluto al riesgo) y 7 (total tolerancia o preferencia al riesgo). Para ayudarle a definir su nivel de tolerancia, debería marcar el 4 si está dispuesto a tolerar el riesgo que supone invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa (las que forman el índice Ibex 35).

	1 Aversión o miedo total al riesgo
	2
	3
	4 Dispuesto a tolerar el riesgo de invertir en las principales empresas que cotizan en bolsa
	5
	6
	7 Total preferencia al riesgo

2. Esta tolerancia ha evolucionado. Asume ahora mayores o menores riesgos.

Redes

1. Es usted miembro de alguna de las redes de ángeles inversores que operan en Cataluña

<input type="checkbox"/>	No
<input type="checkbox"/>	Si

(1.1)* Si ha indicado que es miembro de una red, indique de que red es usted miembro (Si lo fuera de más de una, seleccione la casilla más de una red). Si no es miembro de ninguna red puede saltarse esta pregunta.

<input type="checkbox"/>	BANC
<input type="checkbox"/>	Barcelona Business Angels
<input type="checkbox"/>	Camelot Capital
<input type="checkbox"/>	Economistes
<input type="checkbox"/>	ESADE
<input type="checkbox"/>	IESE
<input type="checkbox"/>	Keiretsu
<input type="checkbox"/>	Lleida BA
<input type="checkbox"/>	SeedRocket
<input type="checkbox"/>	Technova (La Salle)
<input type="checkbox"/>	Soy miembro de más de una red
<input type="checkbox"/>	Otra (Por favor indique cual)

Globalmente está satisfecho con la red.

Hecha en falta algo

2. Tanto si usted es miembro de una red de ángeles inversores como si no, considera que siendo miembro de alguna de estas redes usted recibiría u obtendría. Comente cada una de las respuestas.

Un mayor número de oportunidades de inversión
Oportunidades de inversión de mayor calidad
Mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones que si no fuera miembro de ninguna red
Mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel
Mejores rendimientos en sus inversiones ángel
Más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles que si no fuera miembro de ninguna red
Mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo
Mayores posibilidades de diversificación

2. Por favor indique si cree que los siguientes factores le han incentivado (o le pueden incentivar) positivamente a que usted se haya convertido o se convierta en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no ha tenido o no tendría ninguna influencia) y 5 (ha influido o influiría de manera decisiva)

Disponer de un mayor número de oportunidades de inversión
Disponer de oportunidades de inversión de mayor calidad
Disponer de mayores posibilidades de coinversión o sindicación de inversiones
Disponer de mayores posibilidades de formación sobre la inversión ángel:
Obtener mejores rendimientos en sus inversiones ángel
Disponer de más y mejores contactos (tanto formales como informales) con otros ángeles
Disponer de mayores posibilidades de coinversión con el capital riesgo
Disponer de mayores posibilidades de diversificación

3. Indique si cree que las ventajas que proporciona ser miembro de una red de ángeles inversores le han incentivado positivamente a que usted se haya convertido o se convierta en un ángel inversor. Utilice una escala entre 1 (no ha tenido o no tendría ninguna influencia) y 5 (ha influido o influiría de manera decisiva)

	1- Este factor no ha tenido ninguna influencia
	2- Este factor ha influido (o influiría) un poco, no mucho
	3- Este factor ha influido (o influiría) bastante
	4- Este factor ha influido (o influiría) mucho
	5- Este factor ha influido (o influiría) de forma decisiva

4. Sería ángel si no existieran redes. ¿Habría invertido lo mismo?

Entorno

1. Cree que en Cataluña existen buenas oportunidades de inversión para los ángeles inversores

	No
	Si, pero insuficientes
	Si, suficientes
	Si, bastantes
	Si, muchas
	No lo sé

2. Según usted, que porcentaje de la población catalana conoce que es un "business angel" o un ángel inversor

	%
--	---

3. Indique si cree que en Cataluña existe un buen reconocimiento a la figura del ángel inversor por parte de.
Comente cada una de las respuestas

El empresariado que conoce bien que es un ángel inversor
El empresariado catalán en su conjunto
El gobierno y la administración pública catalana
Cualquier catalán/ana que conozca que es un ángel inversor
La sociedad catalana en general

- Le gusta definirse como BA y que su entorno conozca esta faceta.
- En caso negativo, si existiese un mayor reconocimiento a esta figura cree que podría interesarle dar a conocer esta faceta.
- En caso afirmativo, le ha representado algún inconveniente darse a conocer como BA

4. Indique si cree que los siguientes factores le han incentivado (o le pueden incentivar) positivamente a que usted se haya convertido o se convierta en un ángel inversor: Comente cada una de las respuestas

La existencia de muchas oportunidades de inversión interesantes en Cataluña:
Un entorno de crecimiento económico :
Una abundante y suficiente disponibilidad de crédito :
Un mal comportamiento del mercado bursátil catalán y español:
Un mal comportamiento del mercado inmobiliario catalán:
La existencia y desarrollo de un mercado como el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse:
Una política fiscal que ofreciera más y mejores ayudas a la inversión ángel:
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte del empresariado catalán (tanto el más tradicional como el de carácter más emprendedor):
Un alto reconocimiento y una buena valoración de la figura del ángel inversor por parte de toda la sociedad catalana:
Otros factores del entorno

Otros ángeles

- 1-. ¿Cuántos ángeles conoce?
- 2-. ¿Con cuántos ángeles ha mantenido algún tipo de contacto formal o informal?
- 3-. ¿Cree que su perfil es parecido al resto de ángeles que conoce?

Resultados / Rendimientos

1. Ha desinvertido (cerrado) ya alguna de sus inversiones.
 2. Que resultado obtuvo.
 3. Cuales son sus previsiones para las inversiones que están vivas.
- Se arrepiente de haber tomado la decisión de ser ángel o está muy satisfecho con esa decisión.

Revisión final de la entrevista

Revisión de respuestas poco claras.

Añadir cualquier otra información relativa a los factores condicionantes de la inversión ángel.