

Business Angels:

Creadores de Valor de impacto
en el ecosistema emprendedor

Juan Álvarez de Lara

Documento de Trabajo

Número 44
Enero 2023

B 21662-201

Abstract

Los *Business Angels* son inversores claves para la creación de valor en los ecosistemas innovadores no solo financiando proyectos empresariales de reciente creación y de alto crecimiento sino también en algunos casos, los *Business Angels* comparten su experiencia y conocimientos empresariales para acompañar a los fundadores de las compañías en las que invierten para acelerar esta creación de valor. Ante las necesidades de capital identificadas por una compañía y que inicia un proceso estructurado de captación de capital, llamada ronda, los *Business Angels* interesados acuden de forma colaborativa para cubrir la totalidad de la ronda entre varios *Business Angels*. El *Business Angel* siempre invierte de forma colaborativa con otros *Business Angels* u otros actores inversores.

1. *Business Angels*: Quiénes son? ¿Qué hacen? ¿Cómo hacen?

1.1. Origen de los *Business Angels*

Todo empezó por el amor que ciertas personas sentían por la cultura...A finales del siglo XIX, en Nueva York y más precisamente en Broadway...allí empezó todo. Un grupo de personas apasionadas por el teatro de Broadway y con recursos financieros (excedentes) dieron soporte financiero a directores teatrales para que éstos pudieran seguir trabajando y exhibir sus obras. Sin la ayuda de este grupo de personas apasionadas, el sector teatral del momento difícilmente hubiera sobrevivido y en algunos casos, tenido éxito.

Por lo que uno de los puntos relevantes, no menos importante, es de tomar conciencia que los *Business Angels* son personas... personas que van a invertir en personas con el fin de obtener un rendimiento económico-financiero de su inversión. Por lo que coexisten estos dos intereses por parte de los *Business Angels*: la parte más emocional y la parte financiera. En función de los valores y objetivos perseguidos, un *Business Angel* dará más peso a uno u otro.

1.2. ¿Qué hacen?

Los *Business Angels*, son personas físicas que tienen excedente de su propia 'tesorería', que deciden dedicar parte de su patrimonio líquido para invertir directamente en proyectos empresariales en sus fases iniciales de vida y que no cotizan, por lo que asumen mucho riesgo. Como proyecto financiero de alto riesgo, el *Business Angel* exigirá un alto retorno.

Esta actividad inversora por parte de los *Business Angels* al no estar regulada por los órganos financieros regulatorios como la CNMV (Comisión de Mercado de Valores) se considera como una actividad de Finanzas Alternativas no reguladas en contraposición de aquellas actividades de Finanzas Alternativas reguladas por la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores: organismo público, dependiendo del

Ministerio de Economía, encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores españoles y la actividad de cuantos intervienen en los mismos) como el *Venture Capital*, *Private Equity*, y finalmente la Bancaria (regulada por el Banco de España y Banco Central Europeo).

La decisión de un *Business Angel* de invertir en proyectos empresariales en sus fases tempranas responde pues, a una estrategia de búsqueda de rentabilidad que se tiene que enmarcar en una estrategia global de diversificación de su patrimonio.

1.3. ¿Cómo lo hacen?

Los *Business Angels* son, por lo tanto, un actor clave en el proceso de inversión de los proyectos empresariales especialmente aquellos proyectos empresariales llamadas *startups*, proyectos innovadores con capacidad de escalabilidad gracias a la tecnología que les ayuda a crecer de forma rápida. Estas *startups*, con un gran activo intangible como es el talento de las personas que lideran el proyecto (fundadores), tienen que recurrir a fuentes de financiación alternativas como los *Business Angels* que van a asumir el riesgo de negocio y no van a solicitar garantías reales de la compañía como lo pudiera hacer la financiación bancaria.

Un *Business Angel* es una persona (física, no jurídica) que actuando de forma colaborativa con otros inversores, invierte su propio dinero de manera directa en un negocio no cotizado con el que no mantiene un lazo familiar y que, una vez realizada la inversión, toma parte activa en el desarrollo del negocio, como miembro formal del consejo de administración si estuviera constituido o como consejero observador.

Características del *Business Angel*:

- Patrimonio líquido disponible
- Invierte su propio dinero
- Toman parte activa (no más de 25% del *Equity*) en empresas no cotizadas en fases iniciales, llamadas fase 'seed'.

1.4. Diferentes tipologías de *Business Angels*

Podemos clasificar los *Business Angels* en dos tipologías en función de su rol en la compañía invertida:

- *Business Angel* 'Industrial', es decir aquel *business Angel* con experiencia empresarial (industria, sector, habilidades directivas, capacidad de generar valor a la compañía invertida con alianzas o *leads*,...). Por lo que este tipo de *Business Angel* va a mantener relación continua de soporte activo a la gestión que siempre liderarán los *founders*. Este matiz es importante, ya que el *Business Angel* es un inversor de la compañía y no un ejecutivo (empleado). Por lo que su rol es de 'consejero' y soporte a la gestión para facilitar la creación de valor y acelerar el crecimiento de la compañía.

- *Business Angel* 'financiero', es decir aquel *Business Angel* que se ceñirá a invertir en la compañía y realizar un seguimiento de la gestión y creación de valor sin aportar conocimiento ni experiencia con los *founders*.

En ambos casos, siempre van a exigir que los *founders* les proporcione un informe periódico de la evolución del negocio (seguimiento del cumplimiento de hitos del *business plan*, indicadores claves, cuenta de resultados, balance y estado de caja) además de organizar reuniones formales (en forma de consejos de administración o reuniones de seguimiento) para que los *cfounders* y equipo de gestión de la participada presente los resultados de evolución así como los planes.

Cuadro 1. Tipología de *Business Angels*

Tipo de Business Angel	Enfoque inversor	Relación con la compañía participada
'Industrial'	Activo (Gestión 'hands on')	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Co-desarrollo en la empresa participada ✓ Implicación directa en la gestión aportando experiencia del sector/industria ✓ Aportación de contactos para desarrollo de negocio/proveedores
'Financiero'	Pasivo (Gestión 'Hands off')	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Seguimiento de acuerdo a los términos del contrato ✓ Seguimiento limitado ✓ No aportación de contactos ni implicación en la gestión

Fuente: Elaboración propia

El objetivo del Inversor *Business Angel* es de obtener una rentabilidad económico-financiero fiscal positiva superior a otras inversiones del mercado al tener que asumir un gran riesgo de negocio ya que la mortalidad de proyectos empresariales en fases iniciales es muy alta.

¿Cómo se generan las plusvalías para un inversor?

En cualquier proyecto empresarial, hay dos vías de generación de plusvalías:

- Vía Dividendos, beneficios que se reparten entre los partícipes/inversores.
- Vía Venta de participaciones (*Equity*) a precio más elevado que las que las adquirió.

Las *startups*, no retribuyen a sus inversores vía dividendos ya que en fases iniciales no suelen generar beneficios y si los hubiere se suele reinvertir en la misma *startup*.

Por lo tanto si la única vía de rentabilidad la realiza vía plusvalías, el *Business Angel* va a tener que buscar siempre aquellas oportunidades de inversión que maximicen la

plusvalía. Lo que conlleva que el *Business Angel* establezca una estrategia de inversión clara, es decir, fijar objetivos y una estrategia para conseguir esos objetivos lo que configurará a definir su Tesis de Inversión.

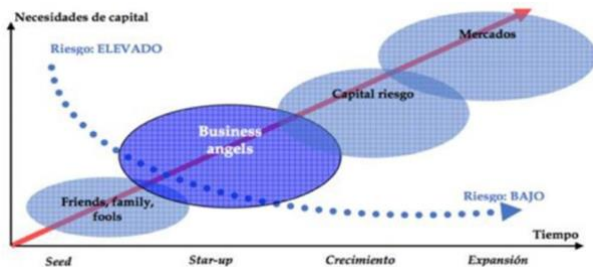
La Tesis de Inversión no deja de ser la definición del plan de inversión del *Business Angel* en el que definirá (cuantificará y fijará *timings*) los siguientes aspectos:

- ¿Por qué quiero ser un *Business Angel*? ¿Cuál es mi motivación?
- En qué sectores/industrias quiero invertir? En función de conocimiento, experiencia definirá industrias /sectores target, modelos de negocio, mercados/clientes, tipología de *startups* o proyectos, tipo de equipos, fase (iniciales/*seed*, crecimiento/*growth*, pruebas de concepto/*Minimum Viable Product*), entorno geográfico. En este ejercicio, es interesante plantear el opuesto en qué no quiero invertir (sectores, industrias, tipología de equipos, modelos de negocio, ...)
- ¿Cómo invertir? Mediante inversión directa (adquisición de participaciones), mediante un préstamo participativo (Préstamo en los que se estipula que el prestamista-financiado, además de la remuneración ordinaria a través de intereses, obtiene una remuneración dependiente de los beneficios obtenidos por el prestatario-financiado) o préstamos participativo convertible (Préstamo participativo que tiene opción de convertirse en capital en la ronda siguiente con un descuento sobre el valor de la compañía), cláusulas innegociables (mis líneas rojas), valoraciones mínimas/máximas, % máximo de participación,...
- ¿Cuánto invertir? Para realizar una previsión adecuada de tesorería para poder invertir, definirá cuanto invertirá como máximo en cada fase hasta en cuantas *startups* en un período de tiempo.
- ¿Con quién? Coinvertimos con otros *Business Angels*, otros instrumentos públicos disponibles, ...
- Con qué rol? Es decir si en una inversión el *Business Angel* que invierte es el más conocimiento tiene del sector y/o más capital invierte en comparación con el resto de inversores entonces se le califica de *Lead Investor*. El *Lead Investor* suele ser el interlocutor 'privilegiado' con los *founders* y representa al resto de inversores que se llaman '*followers*' y que han depositado su confianza en el *lead investor* para defender sus intereses.
- ¿Cómo visualizo mi portfolio de inversiones en 3-5 años?
- ¿Qué impacto quiero generar tanto en la sociedad como en medio ambiente?

Por lo que, un *Business Angel*, va a estar totalmente alineado con los preceptos de la inversión financiera más clásica, que es construir un portfolio de invertidas diversificadas para maximizar su rentabilidad. En el siguiente capítulo, avanzaremos en cómo buscar oportunidades de inversión de proyectos empresariales en fases iniciales que son el objeto del

Business Angel ya que son los activos sobre los que va a crear valor desde que invierte.

Gráfico 1. Fases de inversión de una empresa y el papel del *Business Angel*



Fuente: EBAN (*European Business Angel Network*)

Tal y como se muestra en el gráfico adjunto del *story telling* del *Equity* de una *startup*, observamos que los *Business Angels* juegan un papel fundamental para cubrir lo que se llama el '*Equity gap*' y que conecta entre la fase crítica de *Friends, Family and fools* (Amigos, Familia y 'locos' que son esos colectivos con aportaciones limitadas y no son profesionales de la inversión y más bien se mueven por uno objetivo emocional y de apoyo al emprendedor) y el *Venture Capital*. El '*Equity gap*' se entiende como una fase de necesidad de financiación de la *startups* que es crítica encontrar recursos en forma de capital para su 'supervivencia' o inicio de crecimiento.

Las necesidades de capital por parte de las *startups* en esta fase de '*Equity gap*' está entre 100k€ y 500k€ de media.

2. Proceso de identificación de oportunidades de inversión: *Deal Flow*

Uno de los puntos claves de la buena inversión se empieza por identificar buenas oportunidades de inversión de ahí que la capacidad de acceso a un flujo continuo de oportunidades de inversión, proporciona al *Business Angel* la posibilidad de analizar varias oportunidades y comparar entre varias hasta tomar la decisión más adecuada en función de sus objetivos de inversión o tesis de inversión.

Los *Business Angels* buscan las oportunidades de inversión con diferentes estrategias que pueden combinarse entre ellas ya que son complementarias que como hemos comentado de los puntos claves de ver muchos proyectos para poder constituir una cartera, un portafolio de inversiones:

1. Red de *Business Angels*: Un *Business Ángel* puede hacerse miembro de una red de inversores de *Business Angels*, que pueden ser públicas o también privadas. Son organizaciones dónde los diferentes miembros tienen el mismo objetivo que es de invertir en proyectos y que le pueden cierta rentabilidad. Estas redes ofrecen como

servicio de presentar oportunidades a sus miembros, a cambio de una membresía que puede ser trimestral o anual. Estas redes normalmente tienen unas bases de presentación de proyectos y filtran según unos criterios propios de la red que gracias a su estructura de analistas realizan el proceso profesionalizado de análisis de estas oportunidades.

2. Eventos y Foros de Inversión: El *Business Angel* podría actuar en solitario sin ser miembro de ninguna red, asistiendo a eventos (foros de inversión) en los que se presentan proyectos, oportunidades de inversión. En estos foros de inversión, organizados por diferentes actores del ecosistema, se presentan oportunidades de inversión, seleccionadas por el organizador, en formato que llamamos '*elevator pitch*' es decir presentación de un proyecto 5 minutos donde este proyecto explicaría cuál es el problema que ha identificado, la solución que propone es su propuesta de valor y la oportunidad cuál es el modelo de negocio cuál es el equipo que va a ejecutar este proyecto, cuál es la ventaja competitiva frente competidores, la proyección financiera a 2-3 años, claves de crecimiento y finalmente explicando cuál es la necesidad de capital y en qué ámbitos se va a destinar en caso de conseguir la ronda que es como se llama el hecho económico/financiero de que una *startup*, identifique el importe de capital necesario para ejecutar su plan y así el *Business Angel* puede en 5 minutos decidir si quiere ir en mayor profundidad o no en el análisis teniendo diferentes reuniones con los fundadores otra de las opciones parte del *Business Angel* para conseguir potenciales inversiones es acudir a incubadoras con entidades que pueden ser privadas o públicas dónde ayudan mediante servicios de acompañamiento, cesión de oficina en sus instalaciones y conexiones Wi-Fi para el desarrollo del proyecto que tienen pues varias compañías a las que incuban y puede ser interesante, porque normalmente suelen tener pesos de selección para poder ser incubados, por lo tanto y un previo filtrado realizado por la incubadora.

3. Aceleradoras: El *Business Angel* podría acudir a un aceleradora es una organización privada o pública que tiene como objetivo acompañar a *startup* que han iniciado sus procesos de crecimiento o expansión. En algunos casos, las aceleradoras ofrecen la posibilidad a *Business Angels* interesados por sus compañías aceleradas de ser mentores y acompañar en esta fase de crecimiento mientras en paralelo, el *Business Angel* se puede decidir en invertir.

4. Otros *Business Angels*: La otra fuente interesante para un *Business Angel* para identificar potenciales inversiones puede ser de establecer la red contactos con otros *Business Angels* que ayudan a proporcionarle y a compartir los proyectos que identifican. Estamos hablando de *Angel investing* negocio que se basa en compartir oportunidades por lo tanto normalmente los inversores suelen estar muy abiertos a compartir potenciales oportunidades de inversión.

5. Búsqueda proactiva: Finalmente, otra opción es que el propio *Business Angels* realice una búsqueda activa de potenciales proyectos a los que invertir mediante pues es diferentes herramientas que pueden ser Google o si no pues diferentes bases de datos como pueden ser *Dealroom*, *Crunchbase*, *F6S*, *Deal Matrix*,... u otras en las que pueden buscar e identificar proyectos de diferentes sectores industrias madurez importes que puedan buscar para contactar directamente proyectos.

3. Selección de Oportunidades de Inversión (*Deal Screening*): Tesis de inversión, valoración de compañías

La estadística sobre las inversiones que todo *Business Angel* tiene presente es la siguiente:

Cuadro 2. Estadísticas del *Business Angel*



Fuente: Elaboración propia basada en estadística global de las diferentes redes de inversores de ecosistemas más maduros

Es la estadística para las inversiones en *startups*...50% de las inversiones se pierden literalmente (*write off* en el balance del *Business Angel*) y 20% solo ofrecen un retorno igual a la inversión...que no es lo que busca un inversor. Por lo que del 100% de las inversiones, 70% no son en absoluto una buena inversión.

3.1. ¿Cómo seleccionar oportunidades de inversión para su análisis?

Cómo contrarrestar estas estadísticas desde un punto de vista del *Business Angel*:

- Ver muchos proyectos (mucho *Deal Flow*) para crear un criterio de inversión alineado con su tesis de inversión.
- Analizar en detalle los proyectos para entender todo muy bien (problema que soluciona, propuesta de valor, mercado que se dirige, cliente/s objetivos, modelo de negocio (como generar ingresos o crear valor haciendo lo que hace la

compañía) para capturar el valor, ventajas competitivas, competidores, equipo que va lidera el proyecto).

- Conocer bien el equipo emprendedor, ya que quién lidera un proyecto empresarial y crea valor no es la tecnología (ayuda a acelerar o mejorar) sino las personas, el talento.
- En una primera ronda, invertir poco en muchos proyectos en la fase inicial.
- En una segunda fase, invertir mucho en aquellos pocos que demuestran buena tracción.
- Crear un portfolio de invertidas bien equilibrado y diversificado. En referencia al tamaño ideal de un Portfolio, es decir número ideal de participadas/invertidas está en torno a 50 para obtener un retorno global del portfolio interesante y mitigar el riesgo de este tipo de inversiones. Este número mágico es que concluye el Profesor Richard Harrison de la Universidad de Edimburgo.
- invertir en la fase en la que el riesgo tecnológico ya lo haya asumido el equipo emprendedor/fundador o las 3 F's (*Friends Family and Fools*).

Como no se puede establecer un a priori de saber qué proyecto empresarial no va a fallar, se gestiona el riesgo mediante unos criterios de selección y de diversificación de inversiones que veremos en los capítulos posteriores.

Hay una metodología muy interesante y útil a aplicar en la selección de oportunidades de inversión como es Método Prof. Rob Johnson de Harvard *Business School*, que se basa en 3 criterios:

1. **Viable:** Mercado (mercado objetivo con masa crítica significativa de clientes /usuarios potenciales y en diversos países) & Ventaja competitiva (características, atributos de *producto*, servicio, tecnología, proyecto que supone cierta ventaja para capturar valor en el mercado y que sea perdurable en el tiempo como barrera temporal frente a competidores).
2. **Factible:** Equipo (equipo complementario, con experiencia relativa al sector o proyecto, con conocimiento y diverso que cubra los aspectos *core* del proyecto capaz de liderar la ejecución y creación de valor) & Oportunidad (proyecto se está lanzando en el momento adecuado para penetrar en el mercado que está en fase crecimiento).
3. **Invertible:** Escalable (el proyecto será caza de multiplicar valor por cada euro de inversión) & Estrategia de salida (en un horizonte temporal, si el equipo es capaz de ejecutar el plan y crear valor, habrá otro inversor interesado en entrar en el proyecto).

Con este análisis que se acompaña con muchas reuniones con los cofundadores para validar la coherencia y consistencia de las hipótesis, proyecciones, equipo que va a ejecutar y liderar el proyecto entonces el *Business Angel* iniciará los análisis más técnicos para preparar una propuesta de inversión: *Term Sheet*. En ese *Term Sheet* va a detallar las condiciones

de inversión y forma de inversión, hitos a cumplir, cláusulas para proteger su inversión ya que el *Business Angel* va a asumir un riesgo de negocio que querrá minimizar.

Uno de los temas importantes es la valoración de la compañía para que en función del importe a invertir, el *Business Angel* tendrá una parte del *Equity* u otro...

3.2. Valoración de oportunidades de inversión

Valoración de la empresa - Valoración *pre-money* y *post-money* sobre el *Equity value*: El acuerdo de inversión siempre incluye la valoración de la empresa en el momento de la apertura de la ronda de financiación (*pre-money*), a efectos de calcular el porcentaje que adquiere el inversor con el capital aportado (*post-money*). **Valor Empresa (Post-money) = Valor Empresa Pre-Money + Nuevos Fondos.**

'Carried interest': Valor generado para los partícipes/accionistas de la ronda anterior, que es lo que intentará que se maximice.

Valor Empresa (Pre-money) = Precio Participaciones * Número de Participaciones = Precio Participaciones * (Número de participaciones de Fundadores + Número de opciones sobre participaciones).

Los diferentes métodos de valoración de oportunidades de inversión: Os remitimos a un ODF especialmente dedicado a la valoración y que detalla todas las metodologías de valoración:

<https://www.iefweb.org/es/publicacion-odf/como-valorar-una-start-up-y-que-metodos-de-valoracion-son-mas-adecuados/>

de Roger Martí Bosch.

Otras formas de invertir Préstamo participativo y Préstamo Participativo Convertible (Convertible Notes).

Se aporta capital, sin necesidad de negociar la valoración *pre-money*, que se convierte en participaciones con descuento a la siguiente ronda de inversión de la participada.

4. Negociación de la inversión: cláusulas más comunes

En el proceso de estructurado de inversión, cuando el *Business Angel* está convencido de invertir tras varias reuniones con los fundadores y analizar de toda la información proporcionada por los cofundadores (*investor deck* (presentación específica para inversores), proyecciones financieras, plan de negocio,...) llega el momento de preparar una propuesta de para invertir con los términos iniciales de la inversión, llamado '*Term sheet*'.

4.1. ¿Qué es un *Term Sheet*?

El *Term Sheet*, también conocido como Carta de Intenciones o *Letter of Intentions* (LOI), es el documento donde el inversor declara su interés en participar en la oportunidad de inversión presentada por los cofundadores (socios fundadores). Este documento, que marca un momento de avance en las negociaciones, es una declaración de intenciones que no obliga al inversor a invertir ni a los cofundadores de aceptarlo. Es un hito en el proceso de negociación:

4.2. ¿Para qué sirve un *Term Sheet*?

El *Term Sheet* o Carta de Intenciones pretende informar y dejar claro a los socios fundadores de la compañía desde un inicio cuáles son las reglas del juego por las que se rige el inversor. En este documento, se detallan las Partes relacionadas al mismo y se suele describir de forma general o específica (según el VC) las cláusulas que pretende incluir en el Acuerdo de Inversión que cerrará la negociación y por el cual el inversor se convertirá en Nuevo Socio de la compañía aportando un determinado importe de capital.

En el *Term Sheet* se especificará la Valoración *Pre-Money* y *Post-Money* de la compañía, así como las condiciones de entrada del inversor y su porcentaje de participación. También, es habitual describir el tipo de inversión que se realizará, es decir, si se formalizará a través de un Préstamo Participativo o directamente a través de una Ampliación de Capital u otro método.

Cómo excepción, es importante mencionar que existen dos cláusulas típicas en un *Term Sheet* que sí serán vinculantes para todas las Partes:

- La cláusula de confidencialidad tiene como objetivo proteger la información de negocio y confidencial /sensibles (ventajas competitivas, logros, acuerdos estratégicos,...) de la *Startup*. Para que el inversor valore y decida finalmente invertir en una empresa, debe conocerla en detalle, para lo cual deberá tener acceso a sus cuentas de resultados, balances, caja y sus correspondientes proyecciones, contratos (comerciales, proveedores, laborales), información fiscal entre otra información relacionada a su actividad. Este proceso de conocimiento es normalmente realizado a través de una *due diligence*.
- La cláusula de exclusividad (mayormente aplicable en fases con *Venture Capital*): La cláusula de exclusividad tiene como objetivo asegurar que el equipo cofundador se comprometa a no negociar con otros inversores paralelamente mientras no se haya cerrado el Acuerdo de Inversión con el VC que ha presentado su Carta de Intenciones. La razón por la cual el inversor desea incluir este compromiso es evitar una práctica conocida como *deal shopping*, es decir, que el emprendedor al recibir un *Term Sheet* vaya a otros inversores para reforzar su posición o

que lo utilice para negociar mejores condiciones con otro VC.

Finalmente, es importante tener en cuenta que el *Term Sheet* no es un contrato nominativo, es decir, no se encuentra regulado en el ordenamiento jurídico español, ya que es una figura de derecho anglosajón.

Las características de un *Term Sheet* o Carta de Intenciones, tal y como hemos señalado en el presente capítulo, están fundamentadas en el uso práctico del mismo en los procesos de inversión para compañías.

4.3. Pacto de socios y cláusulas más comunes a negociar

El pacto de socios surge para fijar reglas de actuación en situaciones de riesgo para la continuidad de la compañía. El pacto de socios es un documento privado (aunque también es posible elevarlo a escritura pública) acordado y suscrito entre todos o parte de los socios, en el que se regulan las relaciones entre estos.

Como hemos comentado, el pacto de socios es un acuerdo suscrito por todos los socios de un negocio. Su objetivo es regular las relaciones internas dentro de la compañía y garantizar que los conflictos se resuelvan.

Un pacto de socios puede regular muchas cuestiones del día a día de una empresa, entre las que se encuentran las más recurrentes:

- Gobierno de la sociedad: el conjunto de normas que se destinan a resolver los conflictos y bloqueos en la toma de decisiones, sobre todo en los órganos más relevantes, como la junta de partícipes y el consejo de administración (si se constituye).
- Entrada y salida de socios: la *startup* regula mediante términos y condiciones las entradas y salidas de socios fundadores e inversores así como su afectación en las participaciones. En el caso de que haya un compromiso de permanencia, si su marcha está sujeta a algún tipo de indemnización.
- Las funciones de cada uno: Se detalla responsabilidad, dedicación, función/descripción del puesto de trabajo, remuneración y estructura retributiva.
- Cláusulas de no competencia: los socios fundadores se comprometen a no trabajar o ser socios de otras compañías con actividades económicas en el mismo sector o semejantes a la *startup*.
- Cláusula de permanencia, exclusividad y no competencia. A través de la cláusula de permanencia, exclusividad y no competencia, los inversores entrantes pretenden asegurar que los socios fundadores en quienes han depositado su confianza, permanezcan prestando sus servicios en y para la sociedad durante cierto tiempo y de manera exclusiva, sin entrar en competencia con la actividad de la *startup*.

- Cláusula de salida. Existen diversas cláusulas que regulan la salida de los socios. Dentro de ellas podemos citar:
 - Derecho de adquisición preferente al transmitirse participaciones. Supone que el socio que decida salir del proyecto debe ofrecer sus participaciones a los demás socios de la compañía, que tendrán prioridad sobre cualquier oferta de un tercero.
 - Derecho de arrastre o *drag along*. Se trata del derecho del socio mayoritario (inicialmente son los socios fundadores) de obligar a los minoritarios a vender en caso de recibir una oferta de compra por la totalidad (o mayoría) de la sociedad.
 - Derecho de acompañamiento o *tag along*. Derecho que se atribuye a los socios minoritarios a vender en las mismas condiciones que el mayoritario en el caso de que éste venda sus participaciones a un tercero.
 - Preferencia de liquidación. Supone que el inversor a cuyo favor se pacta tendrá derecho preferente a recuperar su inversión en caso de venta o liquidación de la empresa.
 - Bloqueo de venta de participaciones o *Lock-up*. Se trata de un pacto de socios, que permite a los inversores vetar la transmisión de una parte o el total de las participaciones de los socios fundadores a terceros, mientras los primeros sigan en el accionariado de la compañía. Suele pactarse de 3 a 5 años.
 - Cláusula anti dilución. Puesto que en muchas ocasiones el pacto de socios está asociado a un aumento de capital, la cláusula anti dilución limita que un socio reduzca su porcentaje de participación en caso de ampliación de capital. El objetivo es que las acciones o participaciones se distribuyan entre la totalidad de los socios en igualdad de condiciones.
 - **Pacto andorrano** a la cláusula por la que un socio puede ofrecer a otro la adquisición de su parte por un precio. El receptor de la oferta puede vender al ofertante su parte por ese precio o comprar por ese precio la parte del ofertante.

5. Fiscalidad de operaciones de inversión y desinversión para *Business Angels*: Nueva fiscalidad para *Business Angels* con la nueva Ley de *Startups*

En cuanto a los *Business Angels* y en general los inversores particulares se beneficiarán de una legislación específica para el entorno de los *startups*. Entre las diferentes medidas, el máximo deducible para las inversiones en empresas nuevas o que han sido creadas recientemente pasa de 60.000 a 100.000 euros por año. Además, la tasa de deducción aumenta del 30% al 50%.

En el caso de que el inversor quiera vender su participación en la compañía, podrá acceder a nuevos beneficios fiscales, ya que no tendrá que tributar por la ganancia patrimonial que haya generado si decide volver a invertir ese dinero en otras *startup*.

Entre los requisitos para poder acceder a estos cambios, los fondos no podrán ser superiores a 400.000 euros al inicio del ejercicio en el que se invierte. Además, tendrá que ser de nueva o reciente creación con un máximo de tres ejercicios y las participaciones deberán permanecer en el patrimonio entre 3 y 12 años.

La participación que adquiera el *Business Angel* no podrá superar el 40% del capital social y no se admitirá que se realice su aportación desde un vehículo tipo societario.

6. Los *Business Angels* en España: Perfil, situación

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

La mayor parte de los inversores acumulan una notable experiencia en esta actividad. Tres cuartas partes de los inversores españoles cuentan con al menos tres años de experiencia y el 32% acumulan más de ocho años. Aunque se mantiene una constante renovación, una cuarta parte de los *Business Angels* españoles se han iniciado en esta actividad en los últimos dos años.

Si hablamos de desinversiones, la deseada liquidez es limitada. El 61% de los inversores no materializó ninguna inversión y el 36% asumieron pérdidas en las desinversiones materializadas. Por ello, los inversores expertos alargan el periodo para la desinversión hasta 9 o 10 años para obtener rendimientos lucrativos en términos de múltiplos.

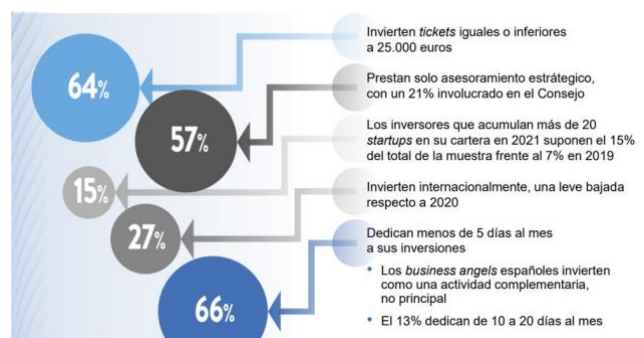
Los sectores más populares entre los inversores españoles son: software (56%), banca y finanzas (31%) y ocio y comercio (22%), seguidos de actividades relacionadas con la salud, la biotecnología y la farmacia. En Estados Unidos, la situación es algo cambiante, ya que la salud (22%) y el software (20%) suponen el mayor número de inversiones. El interés que despiertan las tecnologías como la realidad virtual y aumentada, la inteligencia artificial o la impresión 3D no hará más que continuar. El 48% de los inversores piensa que se incrementará la inversión en tecnologías emergentes disruptivas en detrimento de otras inversiones.

Una de las asignaturas pendientes del ecosistema emprendedor, y particularmente del entorno inversor, es la participación de más mujeres en posiciones de liderazgo y toma

de decisiones de inversión. En el estudio de este año, el 10% de los participantes que han indicado su género son mujeres. Esta cifra se mantiene estable desde hace tres años. En línea con la media internacional, dos de cada tres inversores han financiado alguna *startup* liderada por una mujer.

En relación al Gender Gap, mencionar que en Europa de media 11% de los *Business Angels* son mujeres y en Estados Unidos de América son 20%.

Fuentes: Informe *Business Angel* AEBAN



Fuente: Informe AEBAN 2021 (Asociación Española de *Business Angels*)

COMPORTAMIENTO DE LOS INVERSORES

Cambios relevantes

- Importante incremento de la exposición de los inversores al sector:
 - El 50% de los inversores dedican entre el 6% y el 10% de su patrimonio al sector, por solo un 26% en el año 2019.
 - En la dirección contraria, se ha reducido el número de inversores con una exposición superior al 21% de su patrimonio, resultando en un 9% de inversores frente al 10% registrado en 2019.
- Los inversores han reducido el recurso a plataformas colectivas formales para complementar sus inversiones, que han pasado del 37% al 29%. A pesar de los cambios, los inversores combinan su inversión directa con su participación en fondos y plataformas de *crowdequity*. Una realidad estable.
- Las mujeres han incrementado su presencia en la actividad inversora, principalmente a través de grupos y redes. Cada vez hay más mujeres fundadoras de *startups* y el 50% de ellas ocupan puestos de dirección general.

Fuente: Informe AEBAN 2021 (Asociación Española de *Business Angels*) – Evolución de inversión en España a 2021

7. Conclusión

La figura del *Business Angel* es clave en la vida de las *startups* como acelerador de creación de valor a través de su aportación de capital así como en algunos casos su valiosa aportación de experiencia y conocimiento que ayuda a los cofundadores de la *startups*. El *Business Angel* es el actor clave en la financiación de compañías de nueva creación intensivas en activos intangibles (talento) y con base tecnológica que son

las compañías generadoras de innovación. Por lo que los *Business Angels* son estrictamente necesarios en nuestros ecosistemas para ser innovadores en cualquier sector e industria, ya que son los facilitadores y aceleradores de los procesos de innovación y sin olvidar con impacto positivo. A medida que madura el ecosistema de *startups* e innovación español, cada vez hay casos de éxito de fundadores que a su vez se convierten en *Business Angels* para reinvertir su plusvalías en otras *startups*. Cada vez más *Business Angels*, están focalizados en la inversión de impacto, entendido como una inversión con intención de que provoquen un impacto positivo, medible socialmente, con impacto en medio ambiente y gobernanza (ESG) junto con un retorno financiero para mejorar los resultados a largo plazo. Las inversiones de impacto se pueden realizar tanto en mercados emergentes como desarrollados, y tienen como objetivo una gama de rendimientos desde debajo del mercado hasta la tasa de mercado, según los objetivos estratégicos de los inversores).

Para seguir creciendo y madurando como sector, hay que reforzar la capacitación, intercambio de experiencias y conocimiento de los *Business Angels* para seguir profesionalizando el sector, seguir avanzando de forma más decidida en la inversión de impacto como factor acelerador para tener impacto positivo en sociedad y medio ambiente y finalmente atraer a más mujeres en este sector y avanzar en el equilibrio de género.

Y si a esto sumamos la evolución de un marco regulatorio español que siga avanzando en potenciar el ecosistema de *startups* y la inversión en fases tempranas, todo ello repercutirá en una sociedad más innovadora y competitiva, de atracción de talento, de mayor impacto y que atraerá cada vez más inversión en esta tipología de compañías, inversiones complementarias al resto de inversiones del mercado y que permite una alternativa de diversificación de carteras asumiendo que tienen un gran riesgo y mayor potencial de creación de valor.

Webografía y Fuentes

- Tesis Investigación Veland Ramadani ,South East European University:
https://www.researchgate.net/publication/228252420_Business_Angels_-_Who_They_Really_Are
- Libro '¿Tienes una *startup*?', Autor: Luis Martín Cabiedes. Editorial: Gestión 2000
- Libro '*Business Angels*. Los mecenas del ecosistema emprendedor' Autor: Jon Hoyos. Editorial: ESIC
- Informe EBAN (European *Business Angels* Network)-
www.eban.org EBAN Statistics Compendium - European Early Stage Market Statistics 2020 -
<https://www.eban.org/statistics-compendium-2020->

[european-early-stage-market-statistics/](http://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics/) [Actualización 2021: <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics/>]

- Informe AEBAN 2022 (Asociación Española de *Business Angels* Network):
https://media.timtul.com/media/web_aeban/AEBAN%20presentacion%202022%20DEF_20220302102255.pdf
- Link Regulación Comisión Europea (<http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/>).
- Tesis Richard Harrison Professor of Entrepreneurship and Innovation Professor of Entrepreneurship and Innovation University of Edinburgh *Business School* (Portfolio) 'A Review and Simulation of *Business Angel* Investing Returns':
https://www.researchgate.net/publication/320782392_A_Review_and_Simulation_of_Business_Angel_Investing_Returns
- Link Préstamo Participativo por IPYME:
<http://www.ipyme.org/es-ES/InsFinan/Paginas/DetalleInstrumento.aspx?Nombre=Pr%C3%A9stamo+participativo>
- Link Nueva Ley de *Startups*:
https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/resumes/Paginas/2021/101221-rp_cministros-extraordinario.aspx
- Link a '[El Capital riesgo Informal en España 2020](#)'
Autor: Ascri
- Link a '[Informe de Impacto Económico y Social del Capital Privado en las operaciones de Middle Market en España. 2018](#)'
Autor: Ascri
- Link a '[Informe de Impacto Económico y Social de los préstamos otorgados por Enisa](#)'
Autor: Enisa
- Artículo - Link: [Madurez del Venture Capital en España. \(English version\)](#)
- Artículo - Link: [Financiación de startups de Energía en España](#)
- Artículo - Link: [El tiempo de las desinversiones en Private Equity en España \(English version\)](#)
- Artículo - Link: [El sobrecalentamiento de la inversión en startups contagia a España | Business Insider España](#)

- Artículo - Link: [España marca un récord de inversiones en 'startups' en 2020, con 336 operaciones, un 36% más \(europapress.es\)](https://www.europapress.es)
- Documento: [Update-Nov21-ecosistema-Espana.pdf \(fundacionbankinter.org\)](https://www.fundacionbankinter.org)
- Documento: <https://www.iefweb.org/es/publicacion-odf/como-valorar-una-start-up-y-que-metodos-de-valoracion-son-mas-adecuados/>
Autor: Roger Martí

Sobre el autor:

Juan Álvarez de Lara. Chairman EBAN Impact Investing Committee [EBAN: (The European trade Association for BA's, Seed Funds and Early Stage Market Players

Founder & CEO Seed & Click (www.seedandclick.com)

Otras publicaciones ODF

Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
Dic	2022	DT	Las divisas digitales de los Bancos Centrales: En los albores de un sistema financiero digital	Fernando Rojas Traverso Francisco del Olmo García
Nov	2022	NT	Efectos de la tokenización de activos para los mercados financieros	Carlos de Fuenmayor
Oct	2022	NT	Comptabilitat per la sostenibilitat: Aplicació pràctica d'un ràting ESG	Josep Maria Caselles Jaume Gené Jordi Martí
Jul	2022	DT	Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos	Francisco José Alcalá Vicente
Jun	2022	DT	La descarbonización del sistema energético global. Enseñanzas de los escenarios del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático	José M ^a Martín-Moreno. Jorge Blázquez
Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarriego Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor
Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de rating en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: És una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés

Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del <i>Equity Crowdfunding</i> en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	“Factor investing”, el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundrasing: Como atraer inversores para tu <i>Startup</i>	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs <i>productos</i> de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El <i>Venture Capital</i> como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno

Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca y Olga I.Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	CrowdEquity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà

Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda