

Capital Riesgo: Financiación empresarial de calidad ante el reto transformador de la economía europea

Mario Sans
Integra Capital SCR

La economía europea se enfrenta al reto de incrementar su competitividad, potenciando su capacidad innovadora, con un enfoque más verde y digital. Lograr dichos objetivos requiere de un notable esfuerzo inversor. El objetivo del trabajo es examinar, ante el actual mercado financiero, si el capital riesgo puede ser una herramienta de financiación empresarial transformadora para impulsar estos objetivos. Determinar si el desarrollo del capital riesgo puede reducir la dependencia bancaria y colaborar con el desarrollo de la *Capital Markets Union*. Para todo ello, cabe analizar si las características y efectos del capital riesgo encajan con los objetivos europeos y, por tanto, si puede jugar un papel protagonista en ese proceso transformador de Europa. Este análisis se aborda con un enfoque europeo, poniendo el énfasis en el caso español.

Palabras Claves: Capital Riesgo, Financiación Empresarial, Private Equity, Venture Capital y Capital Markets Union.

1. Incremento de la competitividad de la economía europea: *Capital Markets Union*

La Agenda Estratégica del ciclo institucional 2024-2029 de la Unión Europea establece sus prioridades y sus orientaciones estratégicas. La Agenda se basa en tres pilares: "Una Europa libre y democrática", "Una Europa fuerte y segura" y "Una Europa próspera y competitiva".

En el tercer pilar, la UE busca reforzar su competitividad a largo plazo y mejorar el bienestar económico y social de la ciudadanía. Se pre-

tende aumentar su poder adquisitivo, creando puestos de trabajo de calidad y asegurando el valor añadido de los bienes y servicios. Se persigue la soberanía de Europa en sectores estratégicos y hacer de ella una potencia tecnológica e industrial.

Las prioridades de la UE a destacar en este ámbito incluyen, entre otras: un mercado único más amplio, especialmente en el ámbito financiero, una importante inversión colectiva, que movilice financiación tanto pública como privada, la potenciación del Banco Europeo de Inversiones y la integración de los mercados de

capitales europeos, el desarrollo de las transiciones ecológica y digital, incorporando la inversión en tecnologías disruptivas. Entre otros puntos, los retos fijados por la UE requieren una integración real del mercado de capitales y una movilización muy significativa de recursos.

Al respecto, en septiembre 2024, Mario Draghi, expresidente del Banco Central Europeo (2011-2019) entregó, a petición de la UE, el informe *"The future of European competitiveness"*. El informe "Draghi", nombre por el que es conocido, propone medidas para mejorar la competitividad de la UE. En él, se estima que es necesaria una inversión anual adicional entre 750.000 y 800.000 millones de euros para conseguir los objetivos de mejora competitiva europea. Los importes propuestos corresponden a entre 4,4 y 4,7% del Producto Interior Bruto de la UE del 2023. El apoyo del sector público a los inversores privados, para conseguir este nivel de movilización recursos, es considerado fundamental (Draghi, 2024; 59).

En este contexto estratégico europeo, la *Capital Markets Union* (CMU) cobra mayor importancia. La CMU es una iniciativa de la UE, anunciada en 2015, concebida para crear un mercado único de capitales en todo su territorio. Su objetivo es que el ahorro y la inversión fluyan entre los Estados miembro en beneficio de los ciudadanos, las empresas y los inversores. Se pretende profundizar en su mercado de capitales para evitar que Europa quede rezagada a escala mundial en términos de competitividad, crecimiento y prosperidad.

Los mercados de capitales en Europa siguen estando fragmentados a nivel nacional y poco integrados. Esta fragmentación y su tamaño relativamente pequeño impiden el flujo adecuado de capitales y, por tanto, el reparto transfronterizo del riesgo.

Se estima que unos mercados europeos de capitales más desarrollados e integrados permitirían a las empresas, especialmente a las pymes, diversificar sus fuentes de financiación, facilitarían la inversión transfronteriza y atraerían más inversión extranjera. Conseguirían que el sistema financiero de la UE fuera más estable, resiliente y competitivo; y aumentarían las opciones para los ahorradores y reducirían los costes de financiación para las empresas.

Siguiendo esta línea estratégica, en julio del 2023, el Consejo Europeo solicitó Enrico Letta, ex primer ministro de la República de Italia, que presentase un informe de alto nivel sobre el futuro del mercado único. En abril de 2024, el informe, conocido con el nombre de "Letta", fue presentado bajo el título *"Much more than a market"*.

Letta añade un quinto pilar a las cuatro libertades básicas que caracterizan al mercado único, al libre movimiento de personas, bienes, servicios y capital, debe de añadirse una quinta, la libertad de investigar, explorar y crear sin limitaciones. Este quinto pilar debe incorporar los elementos intangibles de la economía digital y los beneficios de la economía circular necesaria para combatir el cambio climático (Letta, 2024; 17).

Abundando en esta línea, Enrico Letta defiende un mercado único para ser grandes. Las empresas europeas deben aumentar su tamaño para poder competir a escala global. En este contexto, también sostiene que el mercado único debe fortalecer su integración financiera, fomentando la creación de empleo y facilitando la realización de negocios, siendo un motor de la transición hacia un mercado justo, verde y digital. Destaca la necesidad de una mayor colaboración público-privada, con un rol importante del sector público en materia de financiación.

El informe Letta alerta que esta libertad de capitales inconclusa provoca una falta de competitividad del mercado de capitales europeo, frente, por ejemplo, Estados Unidos. Letta advierte que, anualmente, hay una fuga de unos 300.000 millones de euros de ahorros europeos a los mercados extranjeros, especialmente, al norteamericano.

El informe también propone la creación de productos paneuropeos de ahorro a largo plazo, incentivados fiscalmente. Considera que el menor desarrollo de la inversión institucional en Europa, en comparación con otras economías avanzadas, provoca una menor demanda de instrumentos financieros emitidos por las empresas. Estos productos propuestos buscan una recomposición del ahorro privado, reduciendo la proporción de depósitos bancarios, en favor de los productos de renta fija y variable negociados en los mercados de capitales, activos de inversión que son productos de financiación para las empresas (González; 2024; 12).

Por todo ello, dentro de este desarrollo del mercado de capitales europeo, que demandan los informes "Draghi" y "Letta", es importante analizar si el capital riesgo, como herramienta de financiación empresarial, puede jugar un papel importante, facilitando la financiación a pymes, potenciando los flujos de inversión entre países y permitiendo el acceso a un producto de inversión de interés.

2. Capital Riesgo: regulación y actividad

El capital riesgo, también llamado de manera informal "capital privado", es una actividad regulada. En España, las entidades de capital riesgo (ECR) operan bajo la autorización, supervisión y control de la Comisión del Mercado de

Valores (CNMV), la principal ley reguladora del sector es la 22/2014.

Las ECR se dedican a captar ahorro e invertirlo en el capital de empresas, de manera temporal. Las empresas donde invierte no pueden tener naturaleza inmobiliaria ni financiera (salvo *fin-tech*), ni tampoco pueden ser empresas cotizadas.

Los vehículos de inversión son Fondos de Capital Riesgo (FCR) o Sociedades de Capital Riesgo (SCR), diferenciándose, entre ellos, por su fórmula jurídica, pero no por su actividad inversora. El objetivo de las ECR es generar valor en sus inversiones, es decir, aumentar el valor de las acciones o participaciones de las empresas donde invierte, ofreciendo al ahorro captado, una atractiva rentabilidad. El período medio de permanencia en el accionariado de las empresas invertidas se sitúa en torno a los cinco años.

Dentro de los vehículos inversores, ya sean FCR o SCR, podemos distinguir dos grandes categorías, en función de la fase de desarrollo de las empresas donde invierten: *venture capital* y *private equity*

Las ECR de *venture capital* invierten en empresas en fases iniciales de desarrollo, y las ECR de *private equity*: empresas en fases avanzadas de su desarrollo.

Dentro de la categoría de *venture capital*, hay ECR enfocadas en la inversión en "Seed": empresas en fases embrionarias de su desarrollo o en "Start ups": empresas en fase inicial también, pero algo más desarrollada.

Dentro del *private equity*, encontramos ECR de "Capital Expansión (*Growth*)", estas participan en empresas consolidadas con proyectos de crecimiento, "Compras Apalancadas (*Buy*

Outs), que adquieren empresas consolidadas de cierto tamaño, utilizando la deuda en sus inversiones; y vehículos inversores de “Reestructuración (*Distress*)”, que toman acciones de empresas maduras que están en situaciones complejas o en crisis.

Al margen de esta especialización, en función de la fase de desarrollo del proyecto de inversión empresarial, hay un segundo criterio de clasificación, complementaria a la comentada, y es la especialización sectorial de los vehículos de inversión. Podemos distinguir entre las ECR generalistas, que invierten en cualquier sector de actividad, y las ECR especializadas en uno o varios sectores, ECR sectoriales.

En conclusión, el capital riesgo invierte en el *equity* de cualquier tipo de empresa, independientemente de la fase de desarrollo en la que se encuentre o su sector de actividad. Es una herramienta de financiación empresarial dirigido a sociedades que dispongan de un plan de negocio que puede generar valor a medio plazo para sus accionistas/inversores.

3. Economías “Banking oriented” vs “Market oriented”

Tanto en España como en Europa, la financiación empresarial presenta un elevado sesgo bancario, en detrimento de los mercados de capitales, contrariamente, al modelo estadounidense, donde prima la apelación a los mercados.

Es clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (“*Banking oriented*”) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores (“*Market oriented*”). Si bien esta distin-

ción es acertada, hay que tener en cuenta que bancos y mercados proveen diferentes servicios financieros, y una colaboración de ambos es necesaria para el crecimiento económico

Definir cuál de los dos modelos es más apropiado para el desarrollo económico no es tarea simple, hay diferentes estudios académicos para intentar dar respuesta a esta cuestión, probablemente el trabajo de mayor importancia es el realizado por Demirguc-Kunt, Feyen y Levine. En este estudio se analizan más de cien países durante un periodo superior a los 30 años. En dicho estudio, se concluye que conforme las economías avanzan en su grado de desarrollo, se incrementa el uso de los servicios que proveen los mercados de valores, en detrimento de los aportados por el sistema bancario (Alberni et al., 2023; 1).

Por tanto, parecería deseable que las economías reduzcan su dependencia bancaria para ir aumentando la financiación vía mercado de capitales, dado que es el proceso habitual en el avance del desarrollo económico.

Este es uno de los motivos de la iniciativa de la *Capital Markets Union*, intentando conseguir que la economía europea sea en mayor grado (“*Market oriented*”). Este deseado proceso se aceleró después de la crisis financiera del 2008, así, desde entonces, el peso de la financiación obtenida por las empresas europeas mediante la apelación a los mercados de capitales se ha incrementado notablemente, pasando de un 10 % de los recursos ajenos a casi un 20 %. (Alberni, 2023; 2).

Si bien se ha producido este incremento del uso del mercado de capitales, el peso de la financiación bancaria en las empresas europeas sigue siendo muy superior a las empresas estadounidenses. Una muestra de ello es que

el tamaño del balance del sector bancario de EEUU respecto al PIB de su país es del 92,7%, mientras que esta relación en la Eurozona es del 224,4%. Es evidente que la incidencia del sector bancario en la economía y la dependencia de la empresa de la financiación bancaria es mucho mayor en Europa (Maudos et al., 2023, 1). La Comisión Europea estima que las pymes estadounidenses reciben cinco veces más financiación a través del mercado de capitales que las europeas.

En la comparación de la financiación de la economía europea y la estadounidense, es interesante ver la diferencia del impacto del capital riesgo en ellas. En Estados Unidos, la inversión anual del capital riesgo se sitúa en el 1,2% de su PIB, mientras que en Europa el porcentaje se sitúa en el 0,44% del PIB (Martí, 2018; 6). Reforzando esta idea, se estima que el sector del *private equity* tiene impacto sobre el 6,5% del PIB estadounidenses. (EY; 2023; 2).

El desarrollo del capital riesgo encaja en el proceso de potenciación de una economía "*Market oriented*", donde el peso de la dependencia bancaria disminuya. Las ECR permiten que el ahorro fluya, desde el inversor hasta las empresas, financiando a las mismas, esperando obtener un retorno interesante para los inversores.

4. Dependencia bancaria: concentración de la oferta, dependencia de tipos de interés y otros efectos

Dada esta elevada dependencia de las empresas de la financiación bancaria en Europa, tienen aún mayor importancia analizar cómo se distribuye esa oferta del sector en el mercado, y, en especial, en España.

En este sentido, el proceso de concentración bancario español ha sido muy potente, vivien-

do un intenso periodo de fusiones y adquisiciones. Actualmente, 10 entidades han acabado concentrando un total de 55 bancos y cajas de ahorro españoles, que operaban de manera independiente en 2008. Las tres entidades de mayor dimensión concentran 29 entidades que operaban, autónomamente, antes de la crisis.

España ha experimentado un elevado crecimiento del porcentaje de activos bancarios en manos de sus cinco principales entidades: de un 43% del total en 2008 a un 70% en 2022, un cambio de 27 puntos porcentuales, proceso de concentración solo superado por Grecia y Chipre.

El nivel de la concentración bancaria, medido como el porcentaje de activos de las cinco principales entidades del país sobre el total del sector, sitúan a España en un 70%, ligeramente por encima de la media europea (68%), pero en un nivel muy superior al dato de las economías europeas comparables: Alemania (35%), Francia (47%) e Italia (51%) (Merino, 2023: 1).

Otro dato que demuestra el alto nivel de concentración del sector bancario en España es que el Índice de Herfindahl Hirschman (HHI), que mide el nivel de concentración de mercado, en España es del 0,12, mientras que en Francia e Italia es del 0,06, Reino Unido y Alemania se sitúan entre 0,02 y 0,04 (Carbó et al., 2023: 2). Esta creciente concentración del sector bancario español reduce la oferta y dificulta el acceso a la principal fuente de financiación de la empresa española.

Al margen de esta concentración de la oferta, otro efecto de esta dependencia de la deuda bancaria es el incremento de la volatilidad de los resultados de las compañías, dado el mayor impacto en los costes financieros ante subidas de tipo de interés.

En escenarios, como el reciente periodo 2021-2023, en que el Euribor 12 meses ha pasado del -0,5% (Diciembre 21) al 4,2% (Julio 23), los costes financieros se incrementaron en casi 500 puntos básicos, en tan solo 18 meses. Así, en muy poco tiempo, las sociedades muy dependientes de la financiación bancaria sufrieron un encarecimiento de su recurso más relevante, una reducción de su rentabilidad y, por ende, de su liquidez.

Otro efecto de esta dependencia de la financiación bancaria es un incremento del perfil de riesgo de las empresas. La preferencia por la financiación ajena frente a la propia, hace que el riesgo del activo sea mayor, a más deuda, más riesgo, dado que la probabilidad de no devolución, es decir, de no poder atender las obligaciones de pago, aumenta. A mayor deuda, las empresas son menos solventes, tienen una mayor exposición a momentos críticos del ciclo económico.

También cabe apuntar, que, en general, la excesiva dependencia de una fuente de financiación, en este caso la bancaria, atenta contra un criterio de diversificación y, por tanto, de nuevo, aumenta el riesgo.

Una muestra del riesgo asociado a la alta dependencia bancaria es lo sucedido en la crisis del 2008. El inicio de la crisis se originó en el sector financiero, con la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers*, seguida por la nacionalización por parte del gobierno estadounidense de la aseguradora *American International Group (AIG)* y, posteriormente, se trasladó a la economía real.

En España, la traslación de la crisis del sector bancario al tejido empresarial tuvo una mayor intensidad, dado que las empresas españolas sufrieron especialmente cuando su principal

fuelle de financiación ralentizó su disponibilidad, abruptamente.

En el periodo 2008-2011, las empresas (Excluyendo las sociedades financieras, constructoras e inmobiliarias) vieron como el crédito solo acumuló un crecimiento del 0,8% en estos 4 años, mientras que en el periodo 2000-2007, el crecimiento anual del crédito, a este mismo tipo de empresas, tuvo una tasa anual del 12% (Banco de España, 2017; 38-88). Sin duda, un cambio de comportamiento tan notable de la principal fuente de financiación provocó una amplificación de los efectos de la crisis bancaria sobre el tejido empresarial.

En definitiva, la dependencia bancaria genera mayor sensibilidad de los resultados de las empresas a las variaciones del tipo de interés e incrementa su perfil de riesgo. Este aumento del riesgo también es motivado por el mayor peso de los recursos ajenos en su estructura de financiación y a la mayor facilidad de contagio al tejido empresarial ante posibles crisis bancarias. En España, el intenso proceso de concentración del sector bancario acentúa el riesgo de esta dependencia, dado la reducción de agentes ofertantes en el mercado.

5. Dependencia bancaria y dimensión empresarial

El tejido empresarial español está compuesto por pequeñas empresas, es la economía de la Unión Europea donde las microempresas (Menos de 5 empleados) tienen mayor peso (77,8% del total); el 94,5% disponen de menos de 10 empleados (IEAF, 2024: 30).

El tamaño medio de la empresa española es de 4,7 empleados, por debajo de la media de la Unión Europea es de 5,7 empleados y muy alejada de la media de la empresa alemana, 11,8

(Cepyme, 2023; 8).

En España, las empresas con menos de 50 trabajadores concentran el 54,7% del empleo, solo superada por Italia y Portugal, 62,5% y 60,3%, respectivamente. La media europea es del 47,1%, pero las economías más destacadas sitúan sus tasas muy por debajo del dato español: en Alemania (40,1%), Francia (38,8%) y Reino Unido (37,6%)(Cepyme, 2023; 8).

Ese déficit de dimensión perjudica elementos estratégicos del tejido empresarial: competitividad, productividad, actividad innovadora, internacionalización, resiliencia, atracción, formación y retención del talento, ...

A modo de ejemplo, la productividad de la empresa española es significativamente menor que Alemania, Francia e Italia. En concreto, el indicador de productividad de las empresas industriales en España es inferior en un 40% al alemán, un 27% al francés y un 22% al italiano. (IEAF, 2024: 33)

Hay diferentes motivos que han constituido un tejido empresarial con un tamaño pequeño, pero uno de ellos, es la comentada dependencia de la financiación bancaria.

La propia elevada concentración en una sola fuente de financiación es de por sí un efecto limitante. Adicionalmente, la propia naturaleza de la deuda bancaria lo es. Las diferentes encuestas realizadas al tejido empresarial muestran elementos que dificultan la obtención de financiación bancaria, destacando: capacidad de devolución de la deuda a corto plazo, necesidad de previsibilidad de los flujos de caja, garantías adicionales, solvencia (nivel de capitalización), ...

En una reciente encuesta realizada a pymes españolas, se desprende que el 54,2% de las

pymes han tenido necesidades de financiación durante el 2023, si se excluye a las microempresas (menos de 10 empleados) el porcentaje se eleva a 73,4% del total. El 70% de las pymes encuestadas tuvieron dificultades para obtenerla. Las empresas que han obtenido el 100% de la financiación bancaria solicitada no llega a los dos tercios del total. Los principales obstáculos para obtener los recursos necesarios son el coste (44% del total), no disponer de garantías complementarias (25%) y la no comprensión del modelo de negocio por parte de las entidades financieras (13,8%). (SGR-Cesgar, 2024; 13-22).

Para analizar esas necesidades no cubiertas, se utiliza el concepto de "gap de financiación". Este "gap" son las necesidades de financiación de las empresas no satisfechas debido a las limitaciones de la oferta, lo que genera un exceso de demanda, por el que empresas financieramente viables o con proyectos de interés, se ven expulsadas del mercado, por cuestiones ajenas a su solvencia financiera.

En 2023, en España, se estima que el "gap de financiación" de las pymes se sitúa entre 22,5 mil millones euros y los 36,9 mil millones de euros, equivalente entre 1,5 y 2,5% del PIB español. Cabe destacar que el gap de financiación se ha incrementado en un 76% en el período 2020 y 2023. Este significativo importe es una traba al crecimiento económico y a la creación de empleo, y un freno a la ejecución de las inversiones necesarias para transformar el tejido empresarial y la economía (Gambau et al., 2024;4).

Estas condiciones hacen que muchas compañías no puedan obtener la financiación suficiente para tener los ritmos posibles y deseados de crecimiento de su negocio. Dado que la financiación es necesaria para el crecimiento empresarial, la dificultad de obtenerla tiene un efecto limitante para conseguir el necesario

crecimiento empresarial.

Adicionalmente, a este gap de financiación, cabe recordar que la deuda bancaria obtiene una menor retribución que el *equity* y, por tanto, está dispuesta a asumir menores riesgos. La necesidad de disponer de garantías suficientes (de negocio o colaterales) hace que la banca solo pueda financiar ciertos tipos de proyectos o determinados ritmos de crecimiento. Esto hace que deba desestimar financiaciones, no por su calidad, ni por su potencial de crecimiento y, por tanto, de generación de valor, sino porque el perfil de riesgo no es adecuado, según los estándares bancarios.

Por el contrario, el capital riesgo, debido a sus objetivos de rentabilidad, selecciona proyectos de inversión poniendo el foco en el análisis de potencial de generación de valor. Sin duda, también aplica criterios de evaluación de riesgo, pero sus criterios de selección no buscan el retorno del capital más los intereses correspondientes, sino conseguir que sus empresas participadas creen valor para los accionistas a medio plazo, donde, habitualmente, el crecimiento empresarial es una de las palancas fundamentales para conseguir dicho objetivo.

6. Menor aprensión al riesgo y mayor propensión a financiar la innovación y el crecimiento

Los criterios de riesgo aplicados por el sector bancario hacen difícil la financiación de la innovación y los planes de crecimiento ambiciosos.

Las pequeñas empresas innovadoras, por ejemplo, las *start ups* tecnológicas, se caracterizan por la falta de contrastación de su modelo de negocio, la ausencia de flujos de caja históricos, la difícil previsibilidad de los flujos futuros, la incapacidad de generar recursos a

corto plazo y, por tanto, carecen de posible capacidad de devolución de la deuda a corto-medio plazo. Adicionalmente, no suelen disponer de garantías reales, propias o colaterales, que ofrecer al sector bancario.

Por tanto, la capitalización de las *start ups* es fundamental para financiar estas fases iniciales del desarrollo innovador de las mismas, y el rol del *venture capital* es importante. En 2023, en España, el *venture capital* invirtió, en 424 empresas, 899 millones de euros. Los sectores que acumulan mayor número de inversiones son el industrial (33% del total), tecnología de la información (26%) y digital (20%) (Spaincap, 2024: 55).

Los sectores que reciben estas inversiones acumulan gran número proyectos innovadores, generadores de una deseada transformación económica, entre ellos, los citados ejes europeos estratégicos: digitalización y economía verde.

Pero estas limitaciones de la financiación bancaria no solo son aplicables a empresas en fase inicial de desarrollo, sino también a empresas con modelos de negocio más consolidados, que tienen dificultades al acceso a la financiación bancaria.

En los casos que estas empresas dispongan de planes de crecimiento agresivos, es muy probable que la inversión necesaria sea importante y ofrezca un retorno a medio-largo plazo; y que los flujos que genera, actualmente, no sean suficientes para la devolución de la financiación necesaria en los plazos habituales que exige la banca. Todo ello hace que el sector bancario sea reacio a financiarlos, aunque se puedan ofrecer ciertas garantías adicionales.

Ante estas situaciones, habitualmente, se hace necesaria la reducción del riesgo, incremen-

tando los recursos propios de las empresas, con ello se persigue incrementar su solvencia y financiar parte de la inversión necesaria, facilitando la obtención de financiación bancaria de manera complementaria.

La operativa de los fondos de *private equity growth* juegan un rol fundamental en la financiación de empresas con modelos de negocio contrastados que disponen de proyectos de crecimiento intensos. Esta financiación persigue incrementar el tamaño de las empresas y, por tanto, su competitividad. En 2023, en España, los fondos de *private equity growth* invirtieron 1.171 millones de euros, en 100 empresas. El sector informático, una actividad estratégica, fue el que acumuló el mayor número de operaciones (Spaincap, 2024: 50-52).

La innovación, motor de la transformación verde y digital de la economía, y el crecimiento empresarial son condiciones necesarias para incrementar la competitividad. Conseguir estos objetivos, hace necesaria inversiones relevantes, siendo el capital riesgo una fuente de financiación adecuada para estas estrategias empresariales, dada la menor aversión al riesgo, que el sector bancario.

7. El rol del sector público para fomentar la financiación de la innovación y el crecimiento

Respecto a los recursos destinados a financiar los tipos de proyectos, donde la financiación bancaria no se obtiene fácilmente, es importante destacar el rol del sector público.

El sector público ha sido, históricamente, un motor de captación de recursos privados en procesos inversores innovadores, generando una positiva colaboración inversora público-privada, objetivo fijado por la UE.

Varios autores mencionan al viaje de Cristóbal Colón, financiado por la corona española, como la primera colaboración inversora público-privada en proyectos empresariales innovadores (Demaria et al., 2016: 27-32). Genios creadores de referencia, como Leonardo da Vinci o Galileo Galilei, también recibieron apoyo institucional para desarrollar sus invenciones.

Si bien, el inicio del *venture capital* moderno se suele situar en Estados Unidos en los años 20 del siglo XX, podríamos decir que el primer gran proyecto de colaboración público privado es el *American Development Research Corp.* (ADR) en 1942. Posteriormente, el congreso de los Estados Unidos creó, en 1958, la *Small Business Investment Company* (SBIC) para ayudar a pymes a obtener los recursos necesarios, no disponibles en el mercado, a través de vehículos inversores de naturaleza público-privada, gestionados por el sector privado. Dichos vehículos solicitaban del promotor privado una cantidad mínima de 5 millones de dólares, pudiendo aportar el SBIC un importe de hasta tres veces la suma aportada por los inversores privados. En sus 57 años de historia, el SBIC ha facilitado 73,3 mil millones de USA \$ de deuda a largo plazo e inversión en capital, a más de 118.000 pymes. Algunas de las empresas financiadas se han convertido en líderes mundiales, a modo de ejemplo: Apple, Intel, Amgen, Sun Microsystems, AOL, Fedex, Callaway, entre otras muchas (Lemus, 2016: 3-4). Es una buena muestra de los posibles buenos resultados de la colaboración público-privada para fomentar el tejido emprendedor y la creación de riqueza.

En España, en este sentido, la actividad inversora del sector público se ha ido incrementando. Destaca la aportación de recursos públicos a fondos de capital riesgo de gestión privada, para facilitar la captación de inversores. Su objetivo ha sido incrementar el número de ges-

toras y realizar una labor de palanca, atrayendo recursos privados a estos vehículos de inversión empresarial.

En el 2023, el sector público aportó el 21% de los recursos totales captados por el sector del capital riesgo en España, un total de 560 millones euros (SPAINCAP, 2024, 20-27). En estas aportaciones públicas, destaca el papel del Instituto de Crédito Oficial (ICO) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI)

El Fondo ICO-Global del ICO, es un Fondo de Fondos, dotado con un volumen comprometido de 4.500 millones de euros de recursos públicos, de los cuales 2.232 ya han sido desembolsados. Con su función tractora sobre el sector privado, ha conseguido movilizar un total de 11.492 millones de euros de inversión en España. El Fondo ICO-Global invierte en 120 fondos de capital riesgo, estos vehículos participan en 1.601 empresas.

Destaca también la labor realizada por el Institut Català de Finances (ICF), institución pública dependiente de la Generalitat de Catalunya, que fue pionera en el desarrollo del sector de capital riesgo, especialmente del *venture capital*, en Catalunya, y a su vez, siendo un ejemplo para el resto de los territorios estatales.

Desde el 2000, el ICF ha sido un actor de referencia en el desarrollo del ecosistema del *venture capital* catalán. A finales del 2023, participaba en 63 vehículos de inversión con un total de 420 millones de euros comprometidos. En estos vehículos, otros inversores privados aportan 5.900 millones. Adicionalmente, realiza una actividad de inversión directa a través de fondos de gestión propia, con unos recursos aproximados de 60 millones de euros, invirtiendo en 40 empresas (ICF, 2024: 25).

Sin duda, el "histórico" modelo de colaboración

público-privado juega un rol fundamental en el crecimiento del ecosistema inversor: aportando recursos públicos, atrayendo recursos privados y respaldando a las gestoras de capital riesgo. Este modelo público-privado permite reducir la aversión por el riesgo de los inversores privados, potenciando la financiación a la innovación y al crecimiento.

Relación del Capital Riesgo con la banca y otros stakeholders

Es importante analizar la relación del capital riesgo con la banca y otros agentes implicados. Al tratar la financiación bancaria y el capital riesgo, a menudo, se denomina a este último como "financiación alternativa", también se utiliza para otras fuentes de financiación no bancaria. Esta terminología, a pesar de estar muy extendida, no es acertada, mucho más exacta es denominar al capital riesgo, y otras de similar naturaleza, como "financiación complementaria". La relación entre financiación bancaria y la inversión del capital riesgo deben tener una relación de complementariedad.

Las entidades financieras al analizar la concesión de préstamos a las empresas, entre otros parámetros, analiza su solvencia. Para medir esa solvencia, utiliza ratios como porcentaje de patrimonio neto vs total pasivo, es decir, si el nivel de capitalización es suficiente.

La inversión de capital riesgo, en la mayoría de las ocasiones, incrementa el volumen de recursos propios de las empresas, dado que esas inversiones se realizan a través de ampliaciones de capital. Por tanto, estas aportaciones realizadas por el capital riesgo facilitan la obtención de financiación bancaria, de ahí, su complementariedad.

Este incremento de la solvencia de la empre-

sa permite reducir el riesgo de la financiación bancaria y, por tanto, reducir el tipo de interés de los préstamos y/o reducir o eliminar la solitud de garantías adicionales (reales o personales).

Adicionalmente, la confianza en la empresa por parte de inversores profesionales, que deciden invertir en la misma, permite transmitir solidez, viabilidad y capacidad de retorno de la deuda al sector bancario. Se estima que, por cada euro aportado por el capital riesgo, se obtienen dos euros y medio de otros financiadores.

Estos efectos positivos derivados de la inversión del capital riesgo no solo afectan a la relación banca-empresa, sino que también lo hace con otros agentes: proveedores, clientes, empleados, ... La entrada de capital riesgo en el accionariado genera credibilidad ante terceros.

La inversión del capital riesgo, al margen de una mejora de la estructura financiera de la empresa, es una señal, a todos los *stakeholders*, de la confianza de unos inversores profesionales en la empresa y en su futuro.

Esta imagen que proyecta la incorporación del capital riesgo también puede tener un efecto sobre el capital humano de las empresas, permitiendo incrementar la capacidad de captación y retención del talento, no sólo por la mejora de la situación financiera, sino por la visibilidad del atractivo del proyecto empresarial, que es uno de los mayores reclamos para la atracción del talento. Sin duda, la potenciación del capital humano es uno de los retos fundamental para todas las empresas, pero, especialmente, crítico para aquellas que tienen un perfil innovador y/o prometedores planes de crecimiento.

Adicionalmente, hay que destacar también el

efecto del capital riesgo en la gobernanza de sus empresas participadas y en relación con el resto de los socios, emprendedores incluidos. Si bien, la principal función del capital riesgo es la aportación de recursos financieros, su aportación directa no se limita a una aportación monetaria.

Los gestores de capital riesgo influyen fuertemente en la profesionalización de la gestión empresarial. Dada su experiencia, implementan mejoras en el gobierno corporativo, aportando visión estratégica, conocimiento y valor en los consejos de administración.

Su aportación también incluye consejos sobre el mercado, identificación de oportunidades, gestión del talento, mitigación o control de riesgos, adopción de procesos para facilitar la toma de decisiones. Por otro lado, los gestores de capital riesgo se involucran proporcionando contactos, ya sean comerciales, operativos,... fruto de sus otras experiencias inversoras en empresas de sus carteras.

La aportación de los gestores de capital riesgo se enmarca en ese acompañamiento al emprendedor/empresario, compartiendo la responsabilidad de la toma de decisiones estratégicas, ayudando en la profesionalización del equipo directivo, e intentando diluir la "sensación de soledad" del emprendedor/empresario. El emprendedor/empresario y el inversor son socios que buscan el mismo objetivo, la creación de valor, es decir, conseguir el éxito del proyecto.

La mejora de la solvencia y la situación financiera, fruto de la inversión del capital riesgo, tienen un efecto positivo en las relaciones banca-empresa, pero la aportación no se limita a un efecto monetario, sino que genera un efecto positivo con otros *stakeholders*. También des-

taca la aportación de valor por parte de los gestores de capital riesgo a través de la mejora del gobierno corporativo, los procesos de toma de decisiones y el apoyo a la gestión con el objetivo de generar valor.

9. Capital Riesgo: herramienta de financiación para pymes

El volumen gestionado por el capital riesgo español ha llegado a 49.312 millones de euros en 2023. Este importe ha crecido de manera significativa, en la última década se han doblado los recursos bajo gestión (Spaincap, 2024: 48).

Conociendo el tamaño del sector, y partiendo de la idea que el tejido empresarial europeo, y, especialmente, español esta, mayoritariamente, formado por pequeñas y medianas empresas, es necesario analizar si el capital riesgo es una herramienta de financiación destinada a las pymes. Los datos al respecto son muy claros.

En 2023, el 82% de las 844 operaciones de inversión realizadas por el sector en España han ido dirigidas a empresas con menos de 100 empleados; y el 48% de estas operaciones han sido en empresas con menos de 20 empleados. En el año 2023, las empresas con menos de 20 empleados recibieron una inversión total de 1.675 millones de euros y si ampliamos la muestra hasta las sociedades con menos de 100 empleados, la inversión total ha sido de 2.735 millones de euros (Spaincap, 2024: 22).

Esta concentración del número de inversiones realizadas por el sector en España en pymes es una constante a lo largo de los últimos años, superando siempre el 80% de las operaciones totales. Por tanto, el capital riesgo es una herramienta adecuada para la financiación de pymes, que son la inmensa mayoría de las

empresas españolas. Uno de los objetivos estratégicos europeos es facilitar a las pymes el acceso a la financiación no bancaria, el capital riesgo realiza, claramente, esta función.

10. Impacto económico y social positivo

Para evaluar la idoneidad del capital riesgo como herramienta de financiación transformadora, parece necesario medir su impacto en las empresas en las que invierte. En los diferentes trabajos realizados al respecto, los resultados son claros, teniendo un efecto positivo muy notable en todos los aspectos analizados.

Hay diversos estudios en diferentes países europeos (España, Italia, Francia, Reino Unido, Alemania, ...) y Estados Unidos. Sus resultados son concluyentes, las empresas que han incorporado el capital riesgo en su accionariado, respecto a las empresas similares que no han usado este tipo de financiación, tienen un mayor crecimiento en el volumen de negocio, generan mayor empleo, invierten más, apuestan más intensamente por la innovación, aceleran los procesos de internacionalización, incrementan más la productividad y reducen la tasa de fracaso empresarial (Ascri, 2012: 16-29).

En esta misma línea, un estudio del efecto de las inversiones del *venture capital* en más de 2.000 empresas durante una década en España, confirman la bondad de la inversión del *venture capital*. Las empresas que recibieron dicha financiación crearon una media de 11 puestos de trabajo, aumentaron sus ventas en 2,1 millones de euros y su resultado bruto se incrementó en casi un millón de euros. Por el contrario, empresas similares sin financiación del capital riesgo, durante el mismo período, obtuvieron unos resultados muy distintos: creando ape-

nas un puesto de trabajo de media, mientras que las ventas y resultados, prácticamente, se mantuvieron igual (Martí J., 2018; 10).

También es relevante analizar el impacto directo en el mercado laboral español, la cartera de empresas participadas por el capital riesgo, a finales del 2023, era de 3.646, generando 568.021 empleos directos. Durante el 2023, estas aumentaron las plantillas en más de 54.000 empleados (Spaincap, 2024: 36-37).

Otra muestra del efecto positivo del capital riesgo sobre mercado laboral español es que las empresas participadas por ECR, durante el año 2021, aumentaron un 6,4% sus plantillas, casi 30.000 nuevos puestos de trabajo. Este crecimiento es superior en algo más de 2 puntos porcentuales al crecimiento del mercado laboral español (4,3%) en dicho período. Adicionalmente, esta generación y mantenimiento del empleo potencia dos objetivos: retener y atraer talento, dado que gran parte de las inversiones realizadas se realizan en sectores dinámicos e innovadores (Spaincap, 2022: 8).

También es importante destacar la implantación de los criterios ESG, es decir, la incorporación de la consideración de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las decisiones de inversión y en la gestión de sus empresas participadas. En este sentido, el número de gestoras adheridas a los Principios de Inversión Responsables (PRI) de las Naciones Unidas está aumentando.

Los propios actores del sector reconocen que el cumplimiento de los criterios ESG son generadores de valor, fundamentalmente, gracias al incremento de los múltiplos de venta. Muestra de todo ello es que más del 90% de fondos de capital riesgo han descartado inversiones en función de criterios ESG (Spaincap, 2024: 63).

Este aumento de la sensibilidad del sector hacia la inversión de impacto y los criterios ESG debería potenciar, cuantitativa y cualitativamente, el ya positivo efecto económico y social de las entidades de capital riesgo en los próximos años.

11. Producto de inversión

Uno de los objetivos de la *Capital Markets Union* es aumentar las opciones para los ahorradores, ofreciendo productos de inversión con atractivos retornos, a medio y largo plazo, que permitan generar riqueza financiera, disminuyendo el peso en las carteras inversoras de los depósitos bancarios, que tienen nulos o escasos retornos. Esto hace que sea de interés evaluar el capital riesgo desde la óptica del inversor.

El capital riesgo, como producto de inversión, se agrupa dentro de la gestión alternativa, aquellas que no forman parte de la inversión tradicional, que son las vinculada a los habituales mercados organizados: renta variable, renta fija, mercado monetario....

Las principales características del capital riesgo, como producto de inversión son: escasa correlación con los mercados organizados, función diversificadora de la cartera, inversión a largo plazo con poca liquidez y baja volatilidad.

Una variable fundamental en el análisis de un producto de inversión es el retorno ofrecido, en este punto cabe destacar el buen comportamiento de esta clase de activo a nivel europeo y español.

El retorno del capital riesgo europeo supera a los índices bursátiles europeos de manera consistente. Los resultados de los fondos de capital riesgo europeos, en los últimos 15 años,

ofrecen una Tasa Interna de Retorno (TIR) media por categoría de *Buy Out* (15,00%), *Growth Capital* (15,54%) y *Venture Capital* (16,57%), mientras que en el mismo periodo los índices bursátiles (*MSCI Europe* y *S&P Europe Small Cap*) se sitúa entre el 6 y el 9% (Invest in Europe, 2024; 2-3).

También hay que destacar, que, en términos de distribución de riesgo, al realizar las clasificaciones de las diferentes categorías por cuartiles, se aprecia que sólo aparecen rentabilidades negativas en el 4º cuartil. En concreto, de los fondos europeos estudiados, dan resultados positivos el 87% de los fondos de *Buy Out*, el 75% de *Growth* y el 79% de *Venture Capital* (Invest in Europe, 2024; 13-37). Por tanto, son una clara mayoría los que consiguen resultados positivos.

En España, siguen la tendencia europea, la rentabilidad de los fondos de capital privado durante el período 2006-2022 alcanzó una TIR media del 11,3%. En términos de rentabilidad anual, el rendimiento del capital riesgo supera en un 3% al *Euro Stoxx 600* y en un 7,9% al IBEX, en el período estudiado. Además, el diferencial del capital riesgo respecto al bono español a 10 años supera el 8%, y duplica la rentabilidad ofrecida por el mercado inmobiliario. Analizada la rentabilidad del sector en España por categorías, los fondos de *venture capital* obtienen una TIR anual media del periodo del 12,8% frente al 11% de los fondos de *private equity* (Spaincap, 2024, 13-14).

Sobre la distribución del riesgo dentro del sector en España, el estudio vía cuartiles presenta que solo los fondos situados en el último cuartil obtienen resultados negativos, y los clasificados en los tres primeros cuartiles superan las rentabilidades ofrecidas por las alternativas de inversión antes comentada. (Spaincap, 2024, 14).

Un dato significativo es que los fondos, según los criterios establecidos por Reglamento de la Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR) de la UE, denominados de “Artículo 8” (Fondos que promueven inversiones con cualidades sociales y medioambientales positivas, pero que no tienen ningún objetivo de inversión sostenible) y “Artículo 9” (Fondos que tienen un objetivo de inversión sostenible) obtienen una TIR del 14,3%, un 3% superior a la rentabilidad del total de fondos analizados. (Spaincap; 2024, 29).

Este plus de rentabilidad obtenido debe ser un elemento adicional de atracción de los inversores, potenciando en el futuro los fondos del artículo 8 y 9, es decir, los que aplican criterios ESG en su gestión, reforzando la idea de que el impacto social del capital riesgo tenderá a incrementarse.

Una muestra del atractivo del capital riesgo como producto de inversión es el importante papel inversor que están tomando los inversores privados. A nivel español, destaca que los *family office* se posicionan, por cuarto año consecutivo, como los principales agentes inversores. En el 2023, el 33,4% del total de recursos captados en España, 901 millones de euros de los 2.702 totales, fueron aportados por los inversores privados (Spaincap, 2024, 16).

Una muestra de la voluntad del legislador de incrementar las aportaciones de los inversores privados al capital riesgo es el cambio legislativo producido con la Ley 18/2022, donde se reduce el importe mínimo a aportar para el inversor minorista asesorados de 100.000 euros a 10.000 (Siempre que cumpla determinadas condiciones). Esta modificación facilita que el inversor minorista incorpore el capital riesgo en sus carteras de inversión.

Otra característica destacable es que los fon-

dos de capital riesgo promueven los flujos de inversión transfronterizos. Así, los recursos captados por el sector en España, en los últimos cuatro años (2020-23), fue de 10.416 millones de euros, siendo el 31% proveniente de fuera del país, 3.242 millones de euros (Spaincap, 2024: 48).

Una de las críticas realizadas al capital riesgo como producto de inversión es la necesidad de un horizonte inversor a largo plazo, cercano a los diez años, y su baja liquidez durante ese período. Si bien la iliquidez es cierta, también se puede percibir como una ventaja, dado que el inversor se puede enfocar en el largo plazo, evitando una visión cortoplacista que dificulta, en ocasiones, la obtención de resultados consistentes. Se puede defender que la iliquidez añade una prima de riesgo a los fondos de capital privado, pero, a su vez, protege el capital a largo plazo, de forma más eficiente.

En cualquier caso, gran parte de las carteras de inversión, adecuadamente diversificadas, tiene sentido que incorporen, parcialmente, activos con inversiones a largo plazo con baja liquidez, como son los vehículos de inversión de capital riesgo. Dicho de otro modo, parece razonable pensar que no es necesario que la totalidad de la cartera inversora deba estar concentrada en activos con elevada liquidez y con un horizonte temporal a corto plazo.

Los vehículos de inversión de capital riesgo, sociedades o fondos, son un producto de inversión con un horizonte temporal a largo plazo y baja liquidez, pero que reducen la volatilidad a la cartera de inversión, disminuyen su correlación con el mercado y ofrecen atractivas rentabilidades. Es un producto de inversión que genera riqueza financiera, facilitando, por tanto, nuevas inversiones empresariales.

El capital riesgo consigue varios de los objetivos fijados por la *Capital Markets Union*: aumenta la oferta de productos de inversión y proveer de rentabilidades atractivas a los inversores particulares con una visión a largo plazo. Adicionalmente, también es un producto que atrae la inversión de capitales no nacionales, favoreciendo los flujos financieros transnacionales.

12. Conclusión

Europa precisa incrementar su competitividad, siendo necesaria una fuerte actividad innovadora, con una visión verde y digital. Dicha transformación exige una fuerte movilización de recursos, que debe estar fundamentada en un modelo de colaboración público-privada. Los informes Draghi y Letta recalcan la necesidad de una integración real de los mercados financieros europeos. Es imprescindible desarrollar, de manera intensa, la *Capital Markets Union*, favoreciendo el flujo de capitales transfronterizo entre ahorradores y pymes, reduciendo la dependencia bancaria del sistema financiero y desarrollando productos de inversión a largo plazo generadores de riqueza.

El objetivo del presente documento es analizar la idoneidad del capital riesgo (*Venture Capital & Private Equity*) como herramienta para conseguir dichos objetivos europeos.

El capital riesgo tiene una menor aversión al riesgo que la financiación bancaria y, por tanto, parece más adecuado para financiar proyectos innovadores y/o de previsible crecimientos exponenciales.

El aumento de los recursos gestionados por el capital riesgo debe reducir la dependencia bancaria del sistema financiero. Se ha expuesto que la excesiva dependencia del sector bancario, altamente concentrado en España, tiene un

efecto limitante sobre el crecimiento del tejido empresarial y, a su vez, incrementa su perfil de riesgo al ser menos solvente, más sensible a los tipos de interés y más expuesto a posibles crisis bancarias.

La financiación del capital riesgo a proyectos innovadores y de fuerte crecimiento ayuda a incrementar el tamaño y competitividad del sector empresarial, haciéndolo más resiliente. Esto afecta, especialmente, a las pymes, donde el capital privado tiene su foco inversor.

Otra característica del capital riesgo que ayuda a conseguir los objetivos de la economía europea, es el efecto favorable, al margen del impacto monetario, sobre las empresas en cartera. Su inversión tiene un efecto positivo sobre la relación con otros *stakeholders* y aporta valor, vía la acción de los gestores de capital riesgo en sus participadas.

Este positivo impacto económico y social del capital riesgo se demuestra con el efecto sobre el crecimiento, competitividad, empleo y otras variables empresariales relevantes de sus participadas. Estos efectos parece que se verán incrementados en el futuro, dado el creciente peso de los criterios ESG en las decisiones de inversión y gestión en el sector.

También es relevante la función del capital riesgo como producto de inversión, dado que favorece la captación del ahorro para invertir en el tejido empresarial, ofreciendo una rentabilidad por encima de los principales índices bursátiles europeos. Es un activo que genera al inversor riqueza financiera a largo plazo, permitiendo su reinversión en nuevos proyectos empresariales.

Otros dos rasgos que hacen que el producto inversor "capital riesgo" encaje con los objetivos de la *Capital Markets Union* son que provoca una intensa colaboración inversora público-privada

y que, a su vez, favorece las inversiones transfronterizas.

Como hemos observado, el capital riesgo, dado sus características y efectos, tanto como herramienta de financiación empresarial tanto como producto de inversión, puede ser un actor relevante en el proceso transformador de la economía europea.

Referencias bibliográficas

Agenda Estratégica 2024-2029 de la Unión Europea

ALBERMI M., BÉRGES A. y RODRÍGUEZ M. (2023) "Banca y mercado de capitales en la financiación empresarial". Cuadernos de Información Económica, N.º 292 (Enero-febrero 2023) FUNCAS.

ASCRI (2012) Informe de Impacto Social del Capital Riesgo 2012.

BANCO DE ESPAÑA (2017) "Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014.

CARBÓ VALVERDE, Santiago y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. "Concentración en el sector bancario: marco temporal y alcance" (2023). FUNCAS.

CENTENO, Lourdes (EY) ¿Veremos la unión de los mercados de capitales en 2024?

CEPYME (2023) Crecimiento Empresarial. "Situación de las pymes en España comparada con la de otros países europeos" 2023. Madrid.

DEMARIA C., E. TARRADELLAS (2016) "Private Equity". Profit Editorial. Barcelona.

DEMIRGUC-KUN, A., FEYEN, G. y LEVINE, R. (2012). "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets". World Bank Economic Review.

DRAGHI, Mario "The future of European competitiveness" (2024)

ELEC: Why EU Capital Market Union has become a "must have" and how to get there

EY (2023) "Economic contribution for the US private equity sector in 2022"

FUNCAS (2024) "Las pymes en España: no es solo cuestión de tamaño",

GAMBAU SUELVES, Borja y GONZÁLEZ BRONCANO, Montaña (2024) "Los efectos de la pandemia y la crisis inflacionaria en el gap de financiación del mercado de crédito en España". Cuadernos de Información Económica, N.º 300 (mayo-junio 2024) FUNCAS.

GONZALEZ MINGUEZ; José Miguel., "El informe Letta: Un conjunto de recetas para dinamizar la economía europea". Banco de España. 2024

Institut Català de Finances (2023). Memoria anual 2023.

Instituto Español de Analistas Financieros - IEAF (2024). "El reto del tamaño empresarial en España"

INVEST IN EUROPE (2024). "The performance of European Private Equity: Benchmark report 2023"

LEMUS, Ferran, "El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico" (2016). Observatori de Divulgació Financera del Insitut d'Estudis Financers.

LETTA, Enrico, "Much more than a market" (2024)

MARTÍN PELLON, José (2018) "Valoración del impacto económico y social de las inversiones de venture capital entre 2003-2015". Fundación ICO.

MAUDOS J., FERNÁNDEZ de GUEVARA, J. (2023). "Banca europea vs banca EEUU". Instituto Español de Banca y Finanzas.

MERINO, Manuel. "Solo puede quedar uno: Fusiones bancarias desde 2009". El Orden Mundial. 2023.

SGR-CESGAR: Sociedad de garantía recíproca (2024) "La financiación de la pyme en España: Resultados anuales del 2023"

SPAINCAP (2022) Capital Privado y creación empleo.

SPAINCAP (2024) Informe de actividad de Venture Capital & Private Equity en España 2024.

SPAINCAP (2024) II Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2022