



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Dimensionamiento de la Internacionalización del Venture Capital en España: Análisis de la Situación y Perspectivas en el Entorno Empresarial Global

Autor: Cristina Pascual Martín
Director: Javier Morales Mediano

Madrid | Junio 2023

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	6
1.1. CONTEXTUALIZACIÓN.....	6
1.2. OBJETIVO DEL TRABAJO.....	7
1.3. METODOLOGÍA.....	8
1.4. ESTRUCTURA.....	8
2. MARCO TEÓRICO	10
2.1. DEFINICIÓN DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	10
2.2. IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	12
2.3. FACTORES QUE INFLUYEN EN LA INTERNACIONALIZACIÓN DE VC	15
3. ANÁLISIS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO	
ESPAÑOL.....	18
3.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR.....	18
3.2. SITUACIÓN ACTUAL.....	20
3.2.1. <i>Datos generales de inversión e internacionalización</i>	21
3.2.2. <i>Sectores y geografías destacadas para la inversión</i>	26
4. COMPARATIVA CON PRINCIPALES ECONOMÍAS EUROPEAS.....	28
4.1. PRINCIPALES DIFERENCIAS CON LAS ECONOMÍAS EUROPEAS	28
4.2. REINO UNIDO	32
4.2.1. <i>Consolidación del VC en el Reino Unido</i>	33
4.2.2. <i>Ecosistema emprendedor</i>	34
4.2.3. <i>Regulación y programas gubernamentales</i>	36
5. CONCLUSIONES.....	40
6. BIBLIOGRAFÍA.....	42

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Volumen de inversión de Venture Capital, en España	21
Figura 2: Número de inversiones de Venture Capital, en España.....	23
Figura 3: Fases de la empresa española en las que realizan inversiones los VC internacionales.....	25
Figura 4: Comparativa del crecimiento de inversiones de VC como % del PIB	29
Figura 5: Capital invertido acumulado (\$M) por país, de 2017 a 2021	30
Figura 6: 20 principales hubs europeos por número de transacciones (clasificación basada en 2021).....	30
Figura 7: Posicionamiento de los países en relación al NECI y al Índice Global de Innovación (GII).....	34

I. RESUMEN

El *venture capital* se ha convertido en un componente fundamental para el desarrollo y crecimiento de las *startups* y empresas de base tecnológica en todo el mundo. En los últimos años, este tipo de financiamiento ha experimentado un notable aumento en su internacionalización, con inversores y emprendedores buscando oportunidades más allá de sus fronteras nacionales. Este Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal el análisis y dimensionamiento de la internacionalización del *venture capital* en España, entendido como la capacidad de atracción de flujos de capital internacionales del país, desde la teoría del liberalismo económico, que parte de que la atracción de inversores internacionales es positivo para la economía.

Para la consecución de dicho objetivo se elabora un marco teórico que recoge los beneficios de inversión internacional y los factores que incentivan o desincentiva y se analiza la actividad de las inversiones de *venture capital* extranjeros en España a través de un análisis cuantitativo y comparativo proporcionando una visión completa de la situación actual y las perspectivas futuras. Los resultados obtenidos permiten identificar oportunidades para fortalecer la presencia de los *venture capital* internacionales y fomentar el crecimiento de las startups y empresas emergentes en el país.

Palabras Clave: Venture capital, internacionalización, startups, inversión de riesgo, desarrollo, crecimiento económico

II. ABSTRACT

Venture capital has become a fundamental component for the development and growth of startups and technology-based companies worldwide. In recent years, this type of financing has experienced a notable increase in its internationalization, with investors and entrepreneurs seeking opportunities beyond their national borders. The main objective of this Final Degree Project is to analyze and assess the internationalization of venture capital in Spain, understood as the country's ability to attract international capital flows, based on the theory of economic liberalism, which assumes that attracting international investors is beneficial for the economy.

To achieve this objective, a theoretical framework is developed that explores the benefits of international investment and the factors that incentivize or discourage it. The activity of foreign venture capital investments in Spain is analyzed through a quantitative and comparative analysis, providing a comprehensive view of the current situation and future prospects. The obtained results allow for the identification of opportunities to strengthen the presence of international venture capital and promote the growth of startups and emerging companies in the country.

Keywords: Venture capital, internationalization, startups, risk investment, development, economic growth

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Contextualización

El *venture capital* (VC) es una forma de financiamiento que se caracteriza por invertir en empresas emergentes con alto potencial de crecimiento, ofreciendo no solo capital, sino también asesoramiento, experiencia y una red de contactos que pueden ser cruciales para el éxito de la empresa (CB Insights, 2020). Esta modalidad de inversión ha sido ampliamente adoptada en países como Estados Unidos, donde ha contribuido significativamente al desarrollo de la industria tecnológica y al surgimiento de gigantes tecnológicos como Apple, Google y Facebook (Devigne et al., 2019).

En la actualidad nos encontramos en un mundo cada vez más globalizado, donde los mercados están más interconectados, las empresas operan y compiten en un escenario global, y los inversores tienen acceso a una amplia gama de activos en todo el mundo como consecuencia de la liberalización del comercio, la inversión y las comunicaciones (Frieden, 2006, p.5). En este contexto se enmarca la internacionalización del VC, ya que implica la búsqueda de oportunidades de inversión en otros países y el establecimiento de alianzas estratégicas a nivel internacional, lo que les permite diversificar sus carteras y acceder a nuevos mercados.

Asimismo, este fenómeno también se ha convertido en una herramienta fundamental para el crecimiento y la expansión de *startups* a nivel global, ya que, en un mundo cada vez más competitivo, las empresas y emprendedores se enfrentan a oportunidades y desafíos que trascienden las fronteras nacionales. Por lo que, a medida que el entorno empresarial se vuelve más internacional, es necesario que los VC también se adapten y expandan su alcance más allá de las fronteras locales.

La internacionalización del VC ha cobrado gran relevancia en los últimos años, en consonancia con el crecimiento y la expansión del ecosistema emprendedor a nivel mundial (CB Insights, 2020). En particular, en España se ha experimentado una entrada masiva de inversores internacionales en la última década (Webcapitalriesgo, 2017) debido al desarrollo del ecosistema emprendedor, cuyo valor se multiplicó por 20 en ese periodo de tiempo (Ávila, 2022) impulsado por diversos factores como el incremento de la inversión por inversores nacionales, tanto públicos como privados, el establecimiento

de ciertas ciudades como *hubs* tecnológicos en Europa, y el crecimiento de una cultura emprendedora.

Según un informe publicado por SpainCap (2022), principal entidad representativa del VC en España, el número de entidades de capital privado internacionales que operan en el mercado español se ha multiplicado por 4,6 veces en la última década. Una cifra que ha aumentado de 77, en 2011, hasta 358, en 2021. Aproximadamente el 68% de las 358 entidades internacionales corresponden a fondos de VC. Sin embargo, y en comparación con otros países como los Estados Unidos o el Reino Unido, el mercado de *venture capital* en España se encuentra aún en desarrollo (Ferre Castillo, 2019).

Desde la perspectiva liberal que sostiene que las inversiones extranjeras son un componente fundamental para el desarrollo económico y crecimiento de los países (Frieden, 2006, p.23)., se ha comprobado que la inversión de *venture capital* conlleva múltiples beneficios como la generación de empleo, la aceleración del crecimiento empresarial y la mejora de la rentabilidad de estas. Esto se extiende tanto en “entornos económicos favorables” como “desfavorables”, lo que convierte el VC en una herramienta fundamental para las empresas que buscan asegurar “su viabilidad y crecimiento a largo plazo” (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión [ASCRI], 2018). Por lo tanto, fomentar un espacio que atraiga estos flujos de capital es necesario.

1.2. Objetivo del Trabajo

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo principal ofrecer una visión completa y actualizada sobre la internacionalización del *venture capital* en España. Es decir, se busca determinar y cuantificar el atractivo del ecosistema emprendedor español a partir del flujo de capital que atrae.

La motivación para la realización de esta investigación radica en el hecho de que a pesar de la importancia que tienen las inversiones de VC en las economías, no hay estudios que los cuantifiquen ni analicen de manera rigurosa, lo que limita la comprensión de este proceso y de sus implicaciones para el desarrollo económico y social.

Al comprender mejor este fenómeno, se pueden identificar oportunidades, estrategias y mejores prácticas que se pueden adoptar para maximizar su éxito en un entorno

empresarial cada vez más interconectado. Se espera que los resultados de este estudio proporcionen una visión más clara de la importancia de los flujos de capital de los VC y sirvan como base para el diseño de políticas y estrategias que fomenten su crecimiento y promuevan la creación de un ecosistema emprendedor próspero y sostenible.

1.3. Metodología

Para alcanzar el objetivo propuesto, la metodología utilizada en este estudio combina la revisión de la literatura especializada existente con la recopilación y el análisis de datos. Para ello, se ha llevado a cabo una revisión exhaustiva de estudios empíricos, informes publicados por entidades y empresas dentro del sector de capital riesgo, y noticias relacionadas.

Para el análisis de datos, se han obtenido datos de fuentes generadas por organismos representativos de la industria de capital riesgo. Estas fuentes incluyen informes de actividad publicados anualmente por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (anteriormente conocida como ASCRI y recientemente renombrada como SpainCap), Invest Europe o el Global Entrepreneurship Monitor (GEM).

La metodología incluye tanto un análisis cuantitativo descriptivo como un análisis comparativo. El análisis descriptivo tiene como objetivo proporcionar una visión clara de la internacionalización en España que se completará con el análisis comparativo. En lo referente al análisis comparativo, se realiza uno general para posicionar a España entre los países europeos y luego se realiza uno específico en el cual se ha elegido al Reino Unido como país a comparar, ya que se considera un referente en el sector por su exitosa trayectoria.

Es importante destacar que, para acotar la investigación, el enfoque de internacionalización en este estudio se refiere específicamente al proceso de inversión en empresas fuera del país de origen.

1.4. Estructura

El trabajo se divide en cuatro secciones:

- 1) En la siguiente sección se elabora un marco teórico, que, a su vez, se divide en tres apartados. En el primero, se aborda la definición de *venture capital*, sus

características distintivas y se explica cómo funciona este tipo de financiamiento. En el segundo apartado se determina la existencia de beneficios generados por las inversiones y se analiza su importancia en términos de la necesidad de atraer flujos de capital de estos fondos. Por último, se analizan los factores que incentivan o dificultan la internacionalización del VC.

- 2) En la segunda sección se realiza un análisis de la internacionalización del sector en España. Para ello, esta sección se divide en dos apartados generales. En el primero se estudia su evolución histórica, se examinan los hitos clave y los cambios significativos en el sector a lo largo del tiempo. En el segundo apartado se ofrece una visión actualizada del sector.
- 3) En el cuarto capítulo se realiza una comparativa entre la situación de la internacionalización en España con la de otras economías europeas relevantes. Comparar la situación de España con otras economías permitirá identificar las fortalezas y debilidades del país en términos de atractivo para los flujos de capital. Además, evaluar otros ecosistemas emprendedores y las estrategias utilizadas en otros países proporcionará *insights* y aprendizajes que se pueden aplicar para fortalecer la internacionalización del VC en España. Primero se compara en términos generales con el resto de los países europeos para luego comparar específicamente con el Reino Unido.
- 4) En la última sección se presentan los hallazgos más importantes obtenidos a lo largo de esta investigación y se proponen recomendaciones para fomentar la actividad del VC en el país y promover su desarrollo futuro.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Definición de *Venture Capital*

El *venture capital* es una forma específica de capital riesgo, que se define por ser tanto una herramienta de financiación temporal para las empresas, como un vehículo de inversión para aquellos individuos o corporaciones que buscan sacar rendimiento con sus operaciones (CB Insights, 2020). La diferencia con el *private equity* (PE), que también es una forma de capital riesgo, radica en que estos invierten en cualquier empresa que esté en cualquier etapa de su ciclo de vida mientras que el VC invierte en aquellas que se encuentran en una etapa muy temprana, y que generalmente son novedosas, disruptivas, y con un alto potencial de crecimiento (Ferre Castillo, 2019).

Estos fondos proporcionan financiamiento a las empresas en etapas tempranas de su desarrollo, cuando aún no tienen acceso a los mercados de capital tradicionales y que necesitan recursos para financiar su crecimiento y expansión. Sin embargo, como ya se ha introducido, la actividad de los VC no solo implica una inversión de capital, sino también una participación activa en la dirección de la empresa y un compromiso del inversor para proporcionar orientación y asesoramiento estratégico en el proceso empresarial. Es decir, al invertir en un proyecto, el inversor se convierte en accionista de la empresa y brinda apoyo financiero, experiencia y conocimientos para promover el desarrollo y la expansión de la empresa (Vyhivska y Khomenko, 2022).

En la actualidad, el VC se ha convertido en una de las opciones más populares para invertir en nuevas ideas y proyectos. Este tipo de financiamiento se utiliza principalmente para respaldar proyectos de innovación y tecnología que conllevan un alto grado de riesgo, pero que pueden ofrecer altos rendimientos a los inversores, en un plazo de 5 a 10 años (Vyhivska y Khomenko, 2022).

Cómo señala un informe de CB Insights (2020), se estima que más de dos tercios de las inversiones realizadas por los VC pueden no dar los resultados esperados o incluso fracasar completamente, pero aquellas que tienen éxito suelen ser muy rentables y generar grandes beneficios. Por ejemplo, Accel Partners, uno de los principales VC estadounidenses, invirtió 12,7 millones de dólares en Facebook en 2005 a cambio de aproximadamente el 10% de las acciones de la compañía. Cinco años después vendieron

parte de su participación por 500 millones de dólares. Finalmente, cuando Facebook salió a bolsa en 2012, Accel obtuvo una ganancia de 9 mil millones de dólares, lo que representa un rendimiento extraordinario en comparación con la inversión inicial.

En lo referente al modo de operación, los VC operan mediante la creación de un fondo de inversión, en el que se reúne capital de diversos inversores (individuales, corporativos, públicos, etc.). Como ya se ha explicado, este capital se utiliza para invertir en empresas emergentes y de alto potencial y a cambio de su inversión, sin intereses, los VC obtienen una participación en la propiedad de la empresa, a menudo mediante la adquisición de acciones preferentes o de otros instrumentos financieros. En términos generales, su objetivo es obtener una rentabilidad significativa en el futuro a través de la venta de su participación en la empresa, ya sea mediante una oferta pública inicial de acciones (IPO, por sus siglas en inglés), mediante la adquisición de otra empresa o por la quiebra de la compañía (CB Insights, 2020).

Como se viene describiendo, los VC suelen invertir en empresas emergentes, pero en diferentes fases de su desarrollo, dependiendo del grado de madurez y de las necesidades de financiamiento de cada empresa. Según la fase de inversión del *venture capital*, se distinguen 4 categorías (SpainCap, s.f.):

1. “Capital semilla (*seed capital*)”: Esta fase se refiere a la financiación de ideas o empresas en la etapa inicial de desarrollo que aún no han lanzado sus productos o servicios al mercado, lo que implica que no han generado ventas hasta el momento (SpainCap, s.f.).
2. “Capital arranque o puesta en marcha (*start-up capital*)”: En esta fase se destina la inversión para establecer la compañía, es decir, se refiere a la financiación necesaria para llevar a cabo actividades fundamentales en la fase inicial, como puede ser el registro legal de la empresa, la creación de una página web y la adquisición o alquiler de una oficina. Esta inversión también se destina al inicio de la actividad empresarial, incluso cuando la empresa ya ha comenzado a generar ventas, pero su EBITDA sigue siendo negativo. En esta etapa, los inversores aportan un capital mayor en comparación con las inversiones de capital semilla, con el objetivo de respaldar el crecimiento de la empresa en su fase inicial, superando las pérdidas iniciales y posicionándola para el futuro (SpainCap, s.f.).

3. *Early-stage*: Ocurre cuando la empresa alcanza una etapa más avanzada de su desarrollo, ya hay producto, pero necesitan capital adicional antes de que puedan autofinanciar. (Hayes, 2022). En esta fase, el *startup* tiene la posibilidad de recibir rondas de financiación de mayor envergadura o un “*follow on*” o continuación si ya se había invertido en ella (participación en una serie B o C de una *startup*). En este sentido, los inversores proporcionan mayor capital por diversos motivos como ayudar a la empresa a consolidar su posición en el mercado, ampliar su alcance o desarrollar nuevos productos (SpainCap, s.f.).
4. *Later stage venture*: En esta fase, las empresas ya han validado su modelo de negocio y están en una fase de rápido crecimiento de ventas y mantienen un EBITDA positivo. Los fondos de *later-stage venture* proporcionan capital para la expansión internacional, la adquisición de nuevas tecnologías y la consolidación de la posición en el mercado (SpainCap, s.f.).

2.2. Importancia de las inversiones de *venture capital*

Una vez que se ha definido qué es el VC, cómo opera, y comprendido los términos que se irán utilizando a lo largo de este trabajo, resulta fundamental medir el impacto y la relevancia que tienen estas inversiones en el ecosistema emprendedor y en la economía en general, por lo que a continuación, se analizan los distintos beneficios que recogen distintos estudios empíricos.

Por un lado, las inversiones de VC desempeñan un papel crucial para las empresas jóvenes al proporcionar un capital inicial sin los intereses y la presión de tener que reembolsar una deuda, a diferencia de otros métodos tradicionales. Esta inyección de capital no solo permite a las empresas emergentes financiar sus operaciones iniciales, sino que también les brinda la flexibilidad y el respaldo financiero necesario para impulsar su crecimiento y desarrollo a largo plazo. Al recibir financiamiento, las empresas tienen la capacidad de crecer y expandirse, ya sea a través de la inversión en investigación y desarrollo (I+D), la contratación de personal clave o la expansión geográfica. Además, los emprendedores se benefician también de bienes intangibles como el conocimiento y experiencia en la industria de los VC, el asesoramiento estratégico y el acceso a una red de contactos que ofrecen que puede ser valiosos para su crecimiento y para superar a la competencia (CB Insights, 2020).

Además, en un contexto en el que la confianza en el sistema bancario no ha logrado recuperarse por completo desde la crisis financiera de 2008, surge la necesidad de buscar opciones más flexibles y efectivas que pueden impulsar los niveles de emprendimiento en el país (Sáenz-Díez et al., 2016).

Por otro lado, se pueden agrupar los beneficios y la importancia de las inversiones para la economía y la sociedad en general, que es en lo que se enfoca este trabajo. Estudios empíricos demuestran que las empresas respaldadas por VC exhiben un mayor crecimiento en términos de ventas, empleo y productividad (Metzger et al., 2016). Por ejemplo, durante el año 2021, la inversión de VC ha contribuido al incremento de 26.658 empleados en España, aproximadamente un 3,17% del aumento del empleo total. Además, estudios empíricos han demostrado que este empleo es sostenible y duradero en el tiempo (SpainCap, 2022).

Además, a pesar de que el mercado de VC es limitado, se ha encontrado una correlación positiva entre su actividad y la innovación a nivel industrial y país. Esto significa que el estímulo positivo del VC en el crecimiento de empresas se traduce en un mayor crecimiento e innovación a nivel macroeconómico. En particular, los estudios demuestran que son las transacciones transfronterizas las que pueden estimular dicha difusión (Metzger et al., 2016).

Atendiendo a que las empresas emergentes financiadas por VC suelen estar en sectores innovadores y tecnológicos, esto les permite desarrollar nuevos productos y servicios, e incluso nuevos mercados de impacto positivo en la sociedad. Al invertir en innovación, los VC fomentan la investigación y el desarrollo (I+D) de nuevas tecnologías y productos que a su vez permiten el avance de la productividad y competitividad del país, en última instancia, impulsando la economía (López, 2020).

De acuerdo con un estudio de la Universidad de Stanford, las empresas públicas de Estados Unidos “respaldadas” por inversores de *venture capital* destinaron 115 mil millones de dólares en I+D en 2013, lo que representó el 44% del “gasto total” de todas las compañías cotizadas en el país, y demuestra que las empresas “respaldadas” por VC “son algunas de las empresas más innovadoras del mundo”. Por lo tanto, los VC crean valor tanto para ellos, como para la sociedad (López, 2020).

El estudio realizado por Vyhivska y Khomenko (2022) demuestra que existe una estrecha relación (con correlación de aproximadamente 0,42) entre el volumen de financiación de VC en empresas innovadoras y el desarrollo de la innovación en la economía. Los países líderes en innovación han demostrado que son las pequeñas empresas las que impulsan el proceso de innovación. Como ya se ha señalado con anterioridad, los gigantes más innovadores de la industria tecnológica, como Google y Apple surgieron gracias a la financiación de VC en sus primeras etapas de crecimiento.

En lo referente a las transacciones transfronterizas, la investigación ha demostrado que las empresas que reciben el respaldo de inversores de VC internacionales solo experimentan un crecimiento más robusto a largo plazo, mientras que aquellas que reciben el respaldo de un sindicato compuesto por VC nacionales e internacionales superan a todas las demás combinaciones (solo inversores nacionales o transfronterizos) en “términos de crecimiento” de ventas, activos y empleo (Devigne et al., 2019).

Este resultado indica que los “inversores de VC nacionales y transfronterizos pueden desempeñar funciones sinérgicas a medida que las empresas de su cartera crecen, y por lo tanto”, necesitan diferentes recursos o capacidades en diferentes momentos”. Específicamente, los VC transfronterizos pueden ayudar en el proceso de internacionalización al legitimar a la nueva empresa en ese mercado, proporcionar orientación y supervisión. Por otro lado, las empresas de VC nacionales pueden ayudar a las empresas de su cartera en la búsqueda de inversores internacionales, esencialmente si estas desean expandirse a nivel internacional o necesitan grandes cantidades de fondos especializados que no siempre están disponibles en su país (Devigne et al., 2019).

En ciertas industrias que necesitan grandes cantidades de financiación, como la biotecnología, y que operan en países con mercados de VC en desarrollo, las inversiones internacionales pueden ser esenciales para que las empresas se conviertan en actores globales. En la región de Flandes de Bélgica, por ejemplo, las inversiones de VC provenientes del Reino Unido, Estados Unidos, Francia y los Países Bajos han sido vitales para el desarrollo de compañías de biotecnología (Devigne et al., 2019).

2.3. Factores que influyen en la internacionalización de VC

Una vez comprobado que los estudios empíricos existentes evidencian una correlación positiva entre la inversión de VC y el desarrollo económico y social de los países, se confirma la necesidad e importancia de atraer flujos de capital de inversores de VC. En este sentido, es relevante analizar los factores que impulsan o limitan la internacionalización de los fondos. El objetivo de este apartado es reunir estos factores con el fin de comprender posteriormente la situación actual en España y, a partir de ello, identificar áreas de mejora que promuevan la atracción de flujos de capital y fomenten un entorno propicio para la inversión extranjera.

Entre los diversos factores que influyen en la decisión de una empresa de VC de invertir en países extranjeros podemos distinguir entre aquellos determinantes a nivel de país y aquellos a nivel de empresa de VC. En lo referente a los determinantes a nivel de la empresa, sus características estructurales y estratégicas, su enfoque de inversión, tipo y reputación afectan su probabilidad de invertir en el extranjero. Otros factores como el capital humano y social también influyen en su estrategia de internacionalización (Devigne et al., 2019).

Por otro lado, en cuanto a determinantes a nivel país, se puede destacar como uno de los factores más importantes el grado de madurez y de confianza del ecosistema emprendedor. Un ecosistema emprendedor maduro implica la existencia de una infraestructura sólida que respalda y promueve el desarrollo de nuevas empresas. Esto incluye la presencia de incubadoras, aceleradoras, universidades y centros de investigación, elementos que proporcionan un entorno propicio para que *startups* crezcan y prosperen (Devigne et al., 2019).

Además, el crecimiento económico esperado de un país también se relaciona positivamente con el número de transacciones financiadas por ambos inversores nacionales e internacionales. Si un inversor es originario de ese país, esto desincentiva la exportación de VC, es decir, los VC tienden a invertir más en su país cuando encuentran oportunidades de inversión prometedoras allí. Además, las diferencias de crecimiento económico esperado también influyen positivamente en el flujo de capital de riesgo desde países con un menor crecimiento hacia aquellos con uno mayor (Devigne et al., 2019).

Asimismo, el desarrollo institucional de un país también es un factor determinante. Aquellos países con instituciones más desarrolladas son más propensos a recibir inversión de VC ya que contribuye a la reducción de asimetrías de información y al aumento de transparencia entre los propietarios de VC y las empresas en su cartera. Los VC buscan invertir en países que tengan instituciones tecnológicas, legales, financieras y políticas fuertes, al brindar oportunidades innovadoras, protección de los derechos de los inversores, facilitación de la salida y estabilidad regulatoria (Devigne et al., 2019).

El estudio de Vyhivska y Khomenko (2022) utiliza las políticas estadounidenses como punto de referencia. Las políticas fiscales implementadas por el gobierno de Estados Unidos, caracterizadas por una inflación relativamente baja y una moneda estable, junto con impuestos especiales y una tasa de impuestos sobre las ganancias más baja, han contribuido a impulsar el sector del VC y su eficiencia en el país. En esencia, son necesarias políticas que brinden confianza a los inversores y que ofrezcan beneficios fiscales para aumentar la rentabilidad de sus inversiones.

Otra característica es el tamaño del mercado de valores. Aquellos que son activos proporcionan mecanismos de salida exitosas para las empresas de cartera, lo que resulta en más acuerdos nacionales y la mayor atracción de inversores extranjeros. También se ha descubierto que las empresas de VC que operan en países con mercados de valores activos invierten más en el extranjero ya que estas pueden presionar a sus empresas de cartera extranjeras para que se trasladen al país de origen del VC, lo que facilita las salidas a bolsa (Devigne et al., 2019).

Asimismo, la literatura existente acerca de la internacionalización de VC ha revelado que una de las estrategias que adoptan los VC que operan a nivel internacional consiste en elegir empresas con menores asimetrías de información “ex ante” como parte de su cartera para solventar las dificultades relacionadas con la información. Es más probable que inviertan en empresas que cuenten con una mayor transparencia informativa, lo que puede ocurrir en una fase más avanzada, una ronda posterior o en acuerdos de mayor envergadura (Devigne et al., 2019)

Por último, factores como la presencia de capital humano cualificado en el país objetivo, la menor distancia geográfica, el idioma común, los lazos coloniales y la confianza entre

países y las redes industriales sólidas también aumentan los flujos VC entre ellos. La integración económica entre países, como la que se produce en la Unión Europea es un factor substancial para atraer flujos de VC internacional (Devigne et al., 2019).

3. ANÁLISIS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL

Una vez se ha establecido un marco teórico que brinda una comprensión más profunda del concepto de VC, sus beneficios de inversión y los factores que impulsan la internacionalización, este capítulo se dedica a realizar un análisis exhaustivo del mercado de *venture capital* en España para poder alcanzar el principal objetivo de esta investigación.

En el siguiente apartado se inicia con un repaso de la evolución histórica del sector, destacando los hitos y eventos que han moldeado su desarrollo a lo largo del tiempo, destacando el papel que han jugado los fondos internacionales. Posteriormente, se realiza un análisis de la situación actual del mercado, considerando factores como el volumen y número de inversiones, las áreas de enfoque y las tendencias emergentes.

3.1. Evolución del sector

La historia del *venture capital*, en España, se remonta a finales de los años 70 y principios de los 80, cuando surgen las primeras iniciativas empresariales innovadoras y de alto potencial de crecimiento. En ese periodo se establecieron también las Sociedades Públicas de Desarrollo Industrial regionales (SODIS), marcando un impulso inicial de carácter público que sentó las bases para el desarrollo del sector. No obstante, no es hasta los 2000 que se registra un volumen significativo de actividad (Carbonell, 2021).

Webcapitalriesgo, una empresa con objetivo de favorecer la transparencia de la actividad del sector hace una distinción de 5 etapas en la historia del *venture capital* en España (2017), que se describen a continuación:

1. ***Inicio de la actividad, primera mitad de la década de los 90:*** En este periodo inicial la actividad fue relativamente modesta, con volúmenes de inversión bajos (aproximadamente de €25 millones), en su mayoría provenientes de financiación pública y con poca presencia de fondos internacionales. Schroeder fue el primer VC internacional en realizar una inversión en 1992 en una empresa logística (Webcapitalriesgo, 2017).
2. ***La burbuja de Internet, entre 1998 y 2000.*** A partir de 1997, los inversores privados empezaron a ganar protagonismo y se empezó a vislumbrar el potencial

de internet. Durante el trienio, se observó la entrada de nuevos inversores y una gran cantidad de capital, alcanzando su punto máximo en el año 2000 con una inversión de €288 millones. Se realizaron numerosas inversiones en empresas tecnológicas como “eDreams”, “Jazztel” y “PharmaMar”, entre otras. En el 2000, hubo un total de 57 entidades invirtiendo, de las cuales 37 eran privadas, 17 públicas y 3 eran fondos internacionales (Webcapitalriesgo, 2017).

3. **“Etapa de transición”, entre 2001 y 2005:** Tras el colapso de la burbuja y el desplome del NASDAQ, en 2001, se produjo una vuelta a operaciones más seguras en empresas consolidadas de sectores tradicionales. A pesar de esto, todavía se mantuvo cierta actividad inversora en este periodo, con un promedio, €183 millones invertidos y 119 operaciones por año. Un ejemplo a destacar de esta etapa de inversiones en sectores más convencionales es el de “Vueling Airlines”. En 2004, dos años después a su nacimiento, Apax Partners, VC internacional, e Inversiones Hemisferio se unen al capital de la aerolínea logrando impulsar su crecimiento y desarrollo en el mercado hasta tal punto de que dos años más tarde, la aerolínea se lanzó a cotizar en bolsa con una capitalización bursátil cercana a los €500 millones, convirtiéndose en un caso paradigmático de cómo una empresa innovadora logra abrirse paso en un mercado consolidado (Webcapitalriesgo, 2017).

4. **Crecimiento, primeras grandes salidas y grandes fondos internacionales de VC (2006-2010):** Durante este periodo la inversión continuó aumentando, registrando “un promedio de €243 millones” invertidos “y 328 operaciones al año”, lo que representa un incremento del 33% y 66%, respectivamente frente al periodo anterior. El sector de la informática fue destacado, acumulando alrededor del “30% del volumen y número de operaciones” y el número de inversores nacionales privados activos aumentó en un 34%, llegando a un total de 95 inversores. En 2006, los primeros grandes fondos internacionales, como Sequoia e Index Ventures, realizaron inversiones significativas en empresas españolas, seguidos por otros fondos de renombre como Tiger Global, Kennet, Atlas Ventures, entre otros. En total se contabilizaron 18 fondos internacionales invirtiendo en el país, en contraste con los dos que lo hicieron en el periodo anterior. Esta llegada de inversores internacionales aportó un impulso

considerable al ecosistema emprendedor español y generó expectativas positivas en el sector. En el periodo se produjeron importantes ventas como la de BuyVip a Amazon y de Tuenti a Telefónica, por unos €70 millones, generando gran repercusión mediática y expectativas en el sector. También surgieron empresas como Privalia e Idealista.com, que experimentaron un considerable crecimiento en sus respectivos sectores (Webcapitalriesgo, 2017).

5. **“El inversor internacional toma posiciones (2011-2016)”**: El informe de Webcapitalriesgo (2017) denomina esta etapa como aquella de mayor crecimiento y transformación del sector. Mientras los fondos nacionales y los *business angels* desempeñaron un papel crucial al respaldar el potencial de startups en sus etapas iniciales, hubo una ruptura de barreras por parte de inversores internacionales, quienes realizaron diversas transacciones de compra-venta, abarcando rondas de financiación de mayor envergadura. Durante este periodo, 103 VC internacionales de 17 países invirtieron en *startups* españolas, en comparación con los 18 fondos de 4 países que lo hicieron en el periodo anterior. Estados Unidos fue el país con mayor representación con 54 inversores, seguido por el Reino Unido (13) y Francia (8). Este periodo también fue testigo de un aumento considerable en la inversión, con un promedio de 352 millones de euros, lo que supone un incremento del 45% respecto al año anterior en volumen y un 23% en el número de operaciones, alcanzando un total de 405 (Webcapitalriesgo, 2017).

En resumen, el *venture capital* en España ha experimentado una evolución significativa a lo largo de las últimas décadas, con altibajos y cambios de tendencia en función de la coyuntura económica y del mercado, y con la participación cada vez más destacada de inversores internacionales. Tras una etapa inicial modesta, en la que predominaban la financiación pública, la burbuja de internet marcó un punto de inflexión. A partir de entonces, se observó un aumento en la inversión y la participación de inversores privados. A partir de 2006, se registró un crecimiento continuo, con la entrada de grandes fondos internacionales para consolidarse en este último periodo comprendido entre 2011 y 2016.

3.2. Situación actual

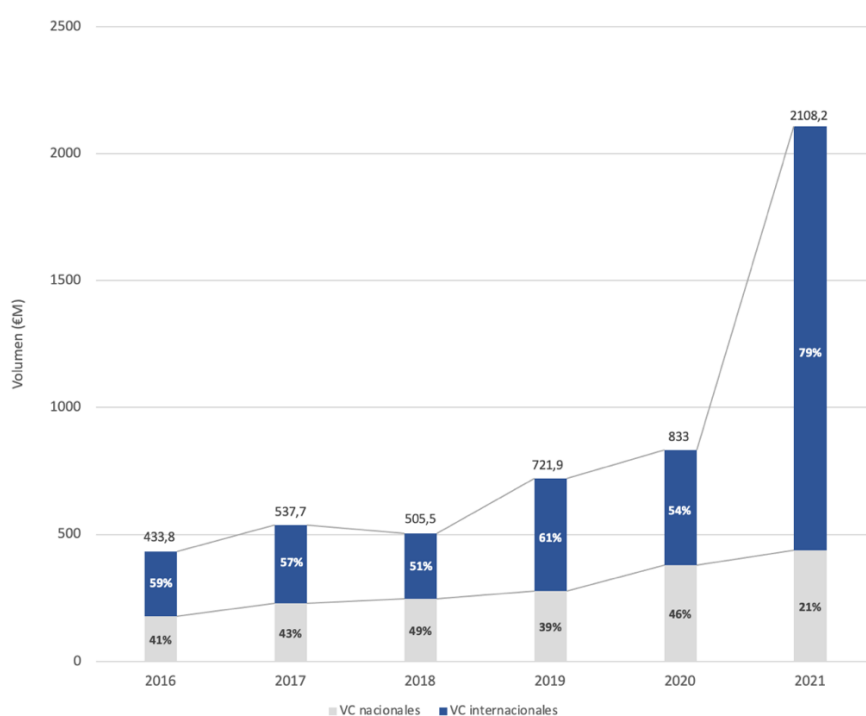
Como ya se ha introducido, en este apartado, se lleva a cabo un análisis detallado de la situación actual del sector de *venture capital* en España. A partir del informe más reciente publicado por SpainCap, se explora la evolución de la inversión, el número de operaciones, la participación de inversores internacionales y los sectores y las regiones destacadas.

El informe de actividad correspondiente al año 2022, aún no está accesible, por lo que, para llevar a cabo esta investigación, se utilizará el informe correspondiente al año 2021 para analizar la situación actual del sector, además de los informes previos para realizar un análisis de la evolución en este último periodo, comprendido entre 2016 y 2021.

3.2.1. Datos generales de inversión e internacionalización

A continuación, se presentan dos figuras que muestran el volumen de inversión y el número de operaciones por VC nacionales (públicos y privados) e internacionales, en España. En concreto, la figura 1 muestra el volumen de inversión, mientras que la figura 2 se centra en el número de operaciones. Se pretende medir el nivel de internacionalización a partir de una comparativa.

Figura 1: Volumen de inversión de Venture Capital, en España



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI (2022)

En general, se aprecia una tendencia al alza en el volumen de inversión a lo largo de los años analizados. Desde 2016 hasta 2021, la cantidad invertida ha experimentado un crecimiento sostenido, a excepción de 2018, pasando de los 433,8 millones de euros invertidos a 2.108,2 millones de euros. Esto sugiere una mayor madurez y confianza en el mercado de VC en España, así como el atractivo de *startups* españolas para inversores nacionales e internacionales.

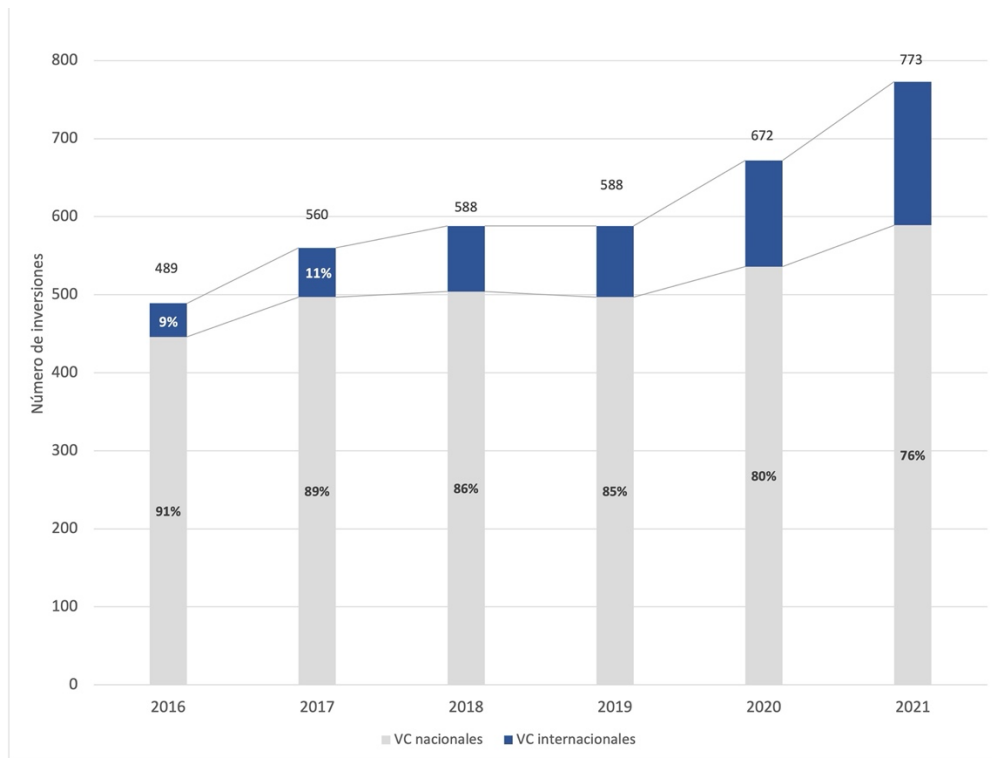
En concreto, en promedio, la inversión de VC ha experimentado un crecimiento anual compuesto del 92,2% desde 2016 hasta 2020. Se ha exceptuado el año 2021 de este dato ya que entre 2020 y 2021 hubo un aumento significativo en la inversión. En concreto, en 2021 se alcanzaron los 2.108,2 millones de euros invertido, “multiplicando por 2,5 veces el récord” del año anterior. Esto se debe a varias “megarondas” de inversión en *startups* en fases más avanzadas (ASCRI, 2022).

Otro dato alentador es que, en 2021, se observó un crecimiento en las rondas de financiación que superan los €10 millones. En comparación con el año anterior, se registraron 25 *startups* que recibieron rondas de este tipo, en contraste con las 18 del año anterior, que también supuso un récord. Además, también destacaron las rondas de más de €100 millones, con un total de €400 millones distribuidos en 4 *startups* (ASCRI, 2022). Este crecimiento refleja la confianza de los inversores en el potencial de crecimiento y la rentabilidad del ecosistema emprendedor español.

Por otro lado, se destaca una notable internacionalización del ecosistema emprendedor. Durante el año 2021, la inversión proveniente de VC internacionales alcanzó los 1.575 millones de euros, lo que representa un aumento del 248% en comparación con el año anterior. De hecho, el récord histórico de financiación en España, alcanzado en 2021, se debe en gran medida a la destacada contribución de los fondos de VC internacionales, que representaron el 80% del total invertido. Además, se observa una diferencia significativa en la ronda media de financiamiento, con €0,9 millones provenientes de VC nacionales, y una media de €25 millones por parte de los fondos internacionales. (ASCRI, 2022).

SpainCap reafirma que estas cifras “confirman el atractivo de España como receptor de inversiones” (2022). Sin embargo, habiendo introducido y analizado el crecimiento del volumen de inversión se procede a analizar la siguiente figura que permite obtener una perspectiva más amplia y comparativa.

Figura 2: Número de inversiones de Venture Capital, en España



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ASCRI (2022)

Analizando los datos, se puede observar una tendencia general de aumento en el número de operaciones desde 2016, de la misma manera que ocurre con el volumen de inversiones. Sin embargo, este crecimiento, de 58% promedio anual, es más sostenido que aquel relativo al volumen de inversión.

En 2021, se registraron 773 inversiones de VC, superando el récord contabilizado el año anterior de 672. Estas inversiones financiaron 488 *startups*, también superando el máximo histórico. De estas 488, más de la mitad (57,6%) recibieron financiación “por primera vez” (ASCRI, 2022).

En cuanto a la internacionalización del sector, a diferencia de los datos registrados acerca del volumen de inversión donde los VC internacionales tienen una mayor contribución, en términos de operaciones se observa que los VC nacionales tienen una alta y mayor participación durante todos los años analizados. Por ejemplo, en 2017, el 89% de las operaciones fueron realizadas por VC nacionales, ya sean públicos o privados, mientras que el 11% correspondió a VC internacionales. Esta tendencia se mantiene constante a lo largo del periodo analizado.

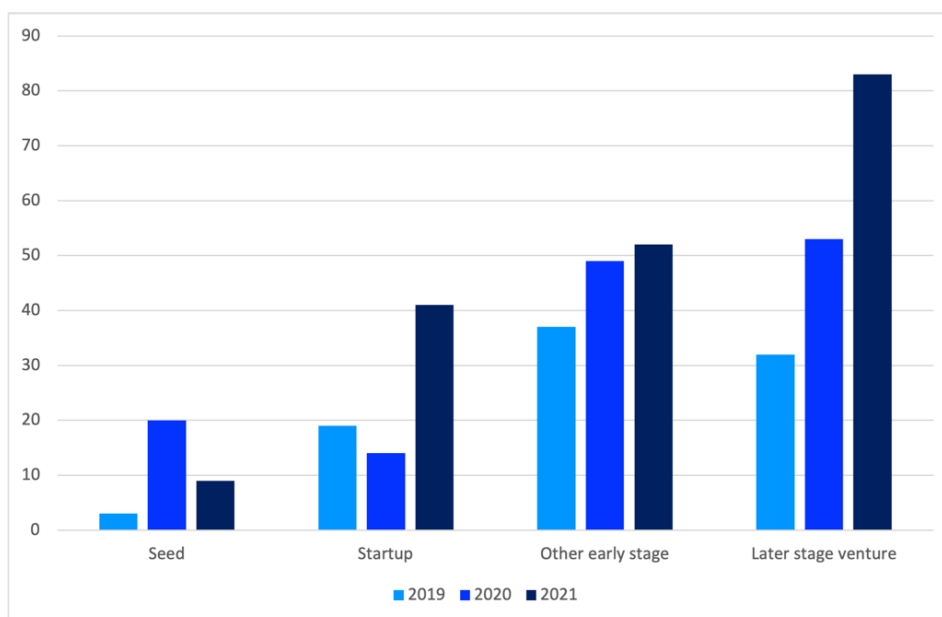
Esto sugiere que, si bien los VC nacionales están involucrados en un mayor número de operaciones, los VC internacionales tienden a realizar inversiones de mayor envergadura. Mientras que los VC nacionales tienen una mayor presencia en el número de operaciones, los VC internacionales desempeñan un papel importante en el volumen de inversión en España. Esta combinación de actores refleja una dinámica de colaboración y diversificación, lo cual puede ser beneficioso para el crecimiento y desarrollo de las empresas emergentes.

Si bien la contribución de los inversores internacionales es menor, se observa que su participación aumenta de manera gradual y constante, a diferencia de las fluctuaciones que se recogen en la primera figura. En 2021, el 24% de las operaciones de VC en empresas españolas fueron realizadas por inversores internacionales, lo cual representa un aumento significativo en comparación con el 9% registrado en 2016. En concreto, en 2021 los inversores internacionales realizaron un total de 184 operaciones, en contraste con las 43 registradas en 2016, lo que representa un incremento de aproximadamente 4,3 veces (ASCRI, 2022). De hecho, de 2018 a 2019, el número de operaciones totales se mantuvo estable en 588, sin embargo, las inversiones internacionales aumentaron un 8% de 84, en 2018, a 91, en 2019. Esto muestra un creciente interés por parte de los inversores internacionales en el ecosistema emprendedor español.

Asimismo, se incrementó tanto el número de inversiones por fondos internacionales (184) como el número de gestoras que realizaron al menos una inversión en una *startup* española, pasando de 98 entidades, en 2020, a 122 (ASCRI, 2022). Estos datos refuerzan la tendencia de internacionalización del sector y la creciente presencia de inversores internacionales sugiere que el ecosistema emprendedor español está ganando reconocimiento a nivel global.

Tras analizar el número de operaciones realizadas por los fondos de VC internacionales, es interesante examinar en qué fase de desarrollo de la empresa se enfocan estas inversiones. Para ello, la figura 3 muestra la distribución de estas inversiones:

Figura 3: Fases de la empresa española en las que realizan inversiones los VC internacionales



Fuente: elaboración propia a partir de datos de ASCRI (2022)

La mayoría de estas inversiones (83) se dirigieron a empresas en etapas avanzadas de desarrollo (*late stage*), “prácticamente doblando el registro de 2020 (53)” (ASCRI, 2022). Sin embargo, también se observa un aumento en la financiación de proyectos en etapas más tempranas, como *startups* en fase B u otras etapas tempranas, en fase inicial y proyectos de capital semilla. Una vez más, estos datos reflejan la confianza en el ecosistema emprendedor español y la disposición de los inversores a respaldar proyectos en etapas más tempranas.

En resumen, los datos reflejan un panorama positivo para el sector, con un crecimiento constante en el número de operaciones y un notable aumento en el volumen de inversión. Además, la comparativa entre el volumen de inversión y el número de operaciones revela una dinámica interesante en el sector de VC en España. Aunque el número de operaciones muestra un crecimiento constante, el salto significativo en volumen de inversión en 2021

indica que se están realizando inversiones de mayor envergadura. Esta tendencia sugiere que, en los últimos años, se han llevado a cabo operaciones más grandes y estratégicas, lo que puede ser indicativo de un ecosistema emprendedor más consolidado, una mayor confianza en el mercado español y la apuesta por empresas con un alto potencial de crecimiento.

Por otro lado, la internacionalización del sector es evidente en ambos aspectos al observarse una participación cada vez mayor de inversores internacionales. Por lo que se puede concluir que la internacionalización del sector y la confianza de los inversores tanto nacionales como internacionales son factores clave en la evolución y el desarrollo del ecosistema emprendedor español.

3.2.2. Sectores y geografías destacadas para la inversión

En cuanto a la distribución sectorial de las inversiones en 2021, se observa que los sectores “TIC” (Tecnologías de la Información y la Comunicación) y “Digital y Consumo” atrajeron más del 80% de la inversión, siguiendo el patrón de los últimos años. En concreto, se destinaron un total de 1.707 millones de euros a empresas en estos dos sectores, distribuidos entre 300 empresas, que recibieron rondas de inversión de gran envergadura, como las realizadas en “Jobandtalent”, “Devo” y “Wallapop”, entre otras. De esos €1.707 millones, los VC internacionales aportaron el 55% de su inversión al sector de “Digital y Consumo” y aproximadamente un tercio a *startups* en el segmento de las “TIC” (ASCRI, 2022).

Por otro lado, el sector “Industria” también aumentó un 64%, alcanzando los €278,7 millones y superando los récords anteriores, mientras que 61 *startups* del sector “Ciencias de la Vida” alcanzaron una inversión total de €122,3 millones, lo que representa una disminución del 10% en comparación con 2020, pero sigue siendo el segundo registro más alto en la historia (ASCRI, 2022).

En términos de distribución geográfica, Madrid y Cataluña se posicionan como los principales centros de atracción de inversión, concentrando el 87,7% de toda la inversión de VC en España, consolidando su papel como centros de innovación y emprendimiento. Madrid, en particular, atrajo €1.244,8 millones repartidos entre 110 *startups*, mientras

que en Cataluña 160 *startups* recibieron €592,4 millones. Si bien Madrid y Cataluña siguen siendo los principales motores de inversión en el país, otras regiones, como la Comunidad Valenciana y el País Vasco, están ganando relevancia en el ecosistema emprendedor con crecimientos significativos en términos de inversión respecto al año anterior (ASCRI, 2022). Este panorama refuerza el atractivo de España como destino de inversión.

4. COMPARATIVA CON PRINCIPALES ECONOMÍAS EUROPEAS

Como ya se ha mencionado, a partir del análisis de la situación actual, se puede concluir que España se está posicionando como una geografía prioritaria y atractiva para los fondos de VC internacionales. Sin embargo, resulta necesario hacer una comparación con el resto de las economías europeas para obtener una perspectiva más precisa del panorama actual.

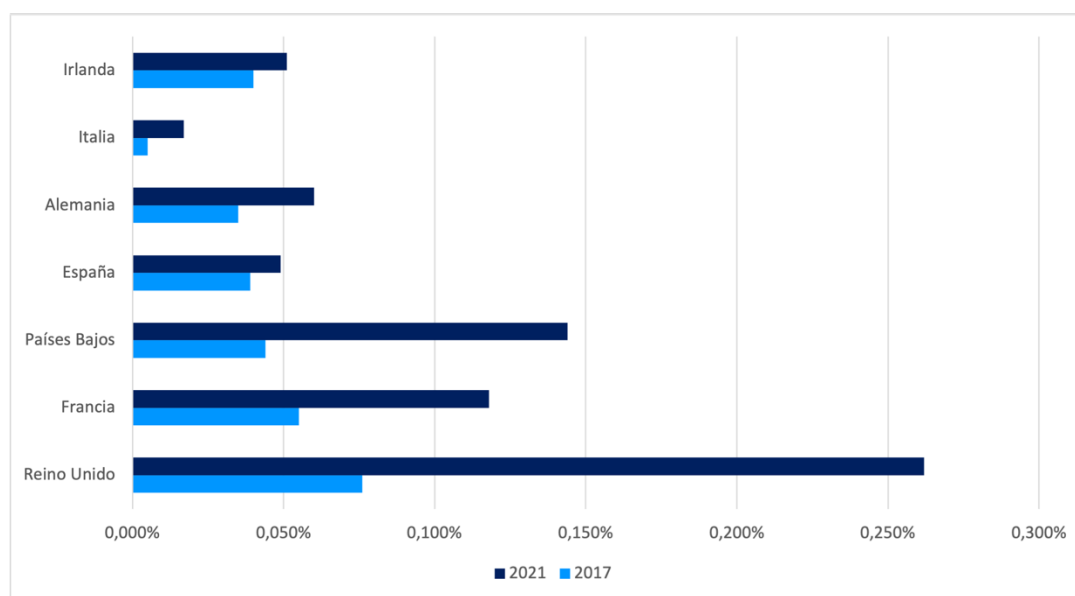
Es por ello por lo que se procede a realizar una comparativa en esta sección que se divide en dos apartados. En el primero, se pretende posicionar a España en comparación con distintas economías europeas comparables. En el segundo apartado, se compara la situación de España con la del Reino Unido en concreto y se analizarán variables como barreras regulatorias, programas estatales y el estado del ecosistema emprendedor.

4.1. Principales diferencias con las economías europeas

Se ha encontrado que, en contraste con los países del sur de Europa, España se encuentra bien posicionada en términos de volumen de inversión de *venture capital*. De hecho, España ha sido líder en este aspecto durante la última década (Pitchbook, 2021). Además, cabe destacar que Barcelona se posiciona como el destino más popular para las inversiones de VC en esta región, ya que, según datos de PitchBook (2021), hasta el tercer trimestre de 2021, de las 20 mayores operaciones en el sur de Europa, 9 corresponden a empresas con sede en Barcelona. Sin embargo, en comparación con otros países europeos, como Reino Unido, Alemania o Francia, España aún tiene un amplio camino por recorrer, como se evidencia en las siguientes figuras.

En primer lugar, se expone una figura que mide “el desarrollo de la actividad del VC en la economía” en diferentes países utilizando como indicador “la inversión de VC como porcentaje del Producto Interior Bruto (PIB)” (Ferre Castillo, 2019).

Figura 4: Comparativa del crecimiento de inversiones de VC como % del PIB

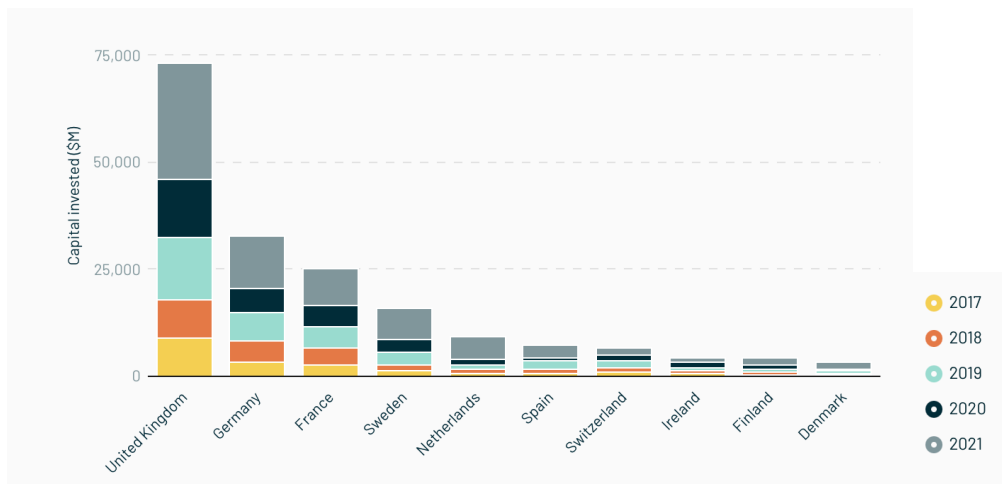


Fuente: elaboración propia a partir de datos de Invest Europe (2022) y Ferre Castillo (2019)

En primer lugar, cabe destacar que en 2017 las inversiones representaban un 0,043% del PIB español, mientras que en 2021 esta cifra aumentó ligeramente a un 0,049%. A pesar de este incremento, España se mantiene distante de la media europea, que alcanzó un 0,10% en 2021, y se encuentra considerablemente por debajo de otros Estados europeos como el Reino Unido (0,262%), los Países Bajos (0,144%) o Francia (0,118%).

Además, es interesante señalar que, aunque en 2017 tanto Alemania como Irlanda presentaban valores inferiores a España, en 2021 ambos países han superado a España en términos de inversión de VC como porcentaje del PIB. Asimismo, mientras en promedio Europa ha mostrado una tendencia positiva desde 2017, no todos los países han seguido el mismo camino. En particular, España ha experimentado un crecimiento lento desde 2017, en contraste con países como el Reino Unido, que ha experimentado un crecimiento notable, a pesar de la incertidumbre causada por el Brexit.

Figura 5: Capital invertido acumulado (\$M) por país, de 2017 a 2021



Fuente: Atómico, 2022

En esta figura se observa que España se posiciona en el top 10 de países con mayor capital invertido acumulado en el periodo comprendido entre 2017 y 2021, en particular, ocupando el sexto lugar, lo que a priori lo deja en buen lugar en el panorama europeo. Sin embargo, a pesar de que España ha experimentado un crecimiento destacado especialmente en 2021, como se ha visto en el capítulo anterior, en términos de capital invertido todavía existe una brecha significativa con países como el Reino Unido, Alemania y Francia como se puede observar en esta figura.

Figura 6: 20 principales *hubs* europeos por número de transacciones (clasificación basada en 2021)

Hub	2017	2018	2019	2020	2021
London	1037	934	979	879	977
Paris	411	361	355	299	351
Berlin	314	289	273	217	275
Amsterdam	140	135	132	110	159
Stockholm	210	147	164	129	136
Madrid	101	101	103	115	127
Barcelona	167	147	128	115	123
Munich	90	120	100	108	103
Milan	82	104	79	59	81
Zurich	67	95	88	82	80
Dublin	96	82	79	67	65
Copenhagen	93	82	84	50	64
Helsinki	122	113	83	59	53
Tallinn	42	71	32	49	52
Vienna	49	39	39	43	48
Hamburg	50	46	45	32	39
Moscow	118	105	43	35	37
Oxford	30	31	25	26	31
Oslo	30	57	51	22	29
Bristol	31	33	33	16	24

Fuente: Atómico, 2022

Según estos datos, Madrid se posiciona en sexto lugar, mostrando un crecimiento lineal en el número de transacciones anuales, seguido por Barcelona, que muestra cierta variabilidad, pero manteniendo sus cifras siempre entre el top 10 de los países europeos. Se aprecia también como Londres, sigue siendo el principal *hub* europeo tanto en términos de cantidad total de transacciones como por volumen, con una cifra 2,5 veces mayor que el segundo *hub* más grande (Atomico, 2022).

Estos datos indican que, si bien Madrid y Barcelona están en una posición favorable, aún existe una brecha significativa en términos de número de transacciones, aunque no tan dispar como aquella que se encuentra en relación con el volumen total de aquellas inversiones.

En conclusión, se puede decir que España no se encuentra mal en términos de posición en comparación con otros países europeos, sin embargo, la diferencia entre aquellos que lideran es muy grande por lo que los esfuerzos deben centrarse en recortar esa distancia mientras mantiene esa posición.

Esta distancia con otros países europeos se debe a factores como la aversión al riesgo de inversores y emprendedores, la preferencia por industrias tradicionales en lugar del emprendimiento y los desafíos para desarrollar nuevas empresas innovadora. Aunque los ecosistemas de VC en el sur de Europa no son tan reconocidos, la presencia de destacadas escuelas de negocios y conferencias atrae a talentos de alto nivel a la región. Además, las inversiones significativas realizadas por grandes empresas tecnológicas estadounidenses están impulsando la innovación en el sur de Europa y beneficiando al ecosistema de capital riesgo (PitchBook, 2021).

La región ofrece atractivas oportunidades para emprendedores e inversores debido a su clima favorable, ubicación estratégica y ventajas competitivas en términos de cultura y proximidad a otras regiones como América Latina, África y Oriente Medio (PitchBook, 2021).

Aunque el crecimiento del VC en el sur de Europa ha sido más lento en comparación con otras regiones, se están realizando esfuerzos para impulsar el ecosistema, como programas de inversión nacionales y cambios en la percepción hacia el VC y el

emprendimiento. Se espera que factores como las tasas impositivas favorables y la atracción de inversores no tradicionales impulsen el flujo de VC en el futuro (PitchBook, 2021).

4.2. Reino Unido

Como se ha visto en el apartado anterior, una vez más, el sector tecnológico del Reino Unido registró su nivel más alto de inversión en 2021, alcanzando más de £29,4 mil millones, una cifra que representa un aumento de 2,3 veces en comparación a la cantidad invertida en 2020. El Reino Unido ha consolidado su posición como líder destacado en el ámbito de la innovación tecnológica a nivel mundial, al recibir alrededor de un tercio del total de los £89.500 millones invertidos en el ecosistema tecnológico europeo en 2021. Esta cifra supera más del doble la inversión en Alemania (£14.700M) y casi triplica la inversión en Francia (£9.700M), los segundos principales *hubs* en Europa (Hall, 2023).

Además, entre 2010 y finales de 2020, el número de empresas unicornio, que son aquellas valoradas en más de mil millones de dólares, ha experimentado un notable crecimiento, pasando de 8 a 81. También aumentó el número de empresas con potencial para convertirse en unicornios de 10 a 126. Francia ha pasado de no tener ninguna a contar con 17, mientras que en Alemania el número aumentó de 1 a 31 (Prosser, 2021). En España se contabilizaron en 2021 12 unicornios (Redacción emprendedores, 2021) lo que implica que el sector está menos desarrollado y es más joven. Por todo lo mencionado es por lo que se ha decidido utilizar el Reino Unido como país para comparar.

En cuanto a la capacidad de atraer inversores de VC internacionales, se ha descubierto que, de la cantidad invertida en 2021, más del 72% de esta inversión proviene de fuera del país, siendo Estados Unidos el principal contribuyente con el 37% del capital invertido. Esto además representa un aumento del 5,5% en comparación con el año 2020 (Hall, 2023).

Al comparar la internacionalización entre España y el Reino Unido, se observa una presencia significativa de capital extranjero en ambos países en ambos, siendo en 2021 el porcentaje de inversión internacional ligeramente superior en España, alcanzando el 79%. Es decir, en términos relativos, la internacionalización es similar en ambos países. Sin

embargo, en términos absolutos, existe una diferencia significativa en el volumen de flujos de capital que cada país logra atraer.

Otra diferencia notable se encuentra en la diversificación de inversores internacionales. Aunque Estados Unidos es el principal contribuyente en ambos casos, su participación en el Reino Unido representa el 37% del capital invertido, mientras que, en España, más de la mitad de la inversión internacional proviene de aquí. Esto sugiere una mayor dependencia de España en términos de flujos de capital y una posible necesidad de diversificar las fuentes de inversión internacionales para limitar la dependencia a un único mercado y fortalecer la internacionalización de su ecosistema tecnológico.

4.2.1. Consolidación del VC en el Reino Unido

En la década de los 80, cuando la industria apenas se estaba empezando a desarrollar en España, en el Reino Unido ya estaba experimentando un crecimiento extraordinario. Entre 1983 y 1988 se invirtieron aproximadamente £3 mil millones, con el 89% de esta cantidad destinada a financiar empresas nacionales y el 11% restante invertido en el extranjero, principalmente en empresas estadounidenses. En 1988, los inversores de VC realizaron inversiones de mil millones, lo que representaba un aumento del 27% en comparación con el año anterior, y más del doble de la inversión total realizada en 1986 (Bank of England, s.f.).

Durante esta década, el número de empresas financiadas en el Reino Unido se mantuvo estable, con alrededor un total de 600 y 650 empresas financiadas cada año (Bank of England, s.f.). En la actualidad, más de 30 años después, España con un máximo histórico de 488 empresas financiadas, aún está lejos de esa cifra.

Otra diferencia, es que en el Reino Unido la fase de consolidación de la industria de capital riesgo se experimenta la década de los 90 (Bank of England, s.f.). cuando recordemos que en España no había ni actividad y no es hasta el periodo comprendido entre 2011 y 2016 cuando esto ocurre.

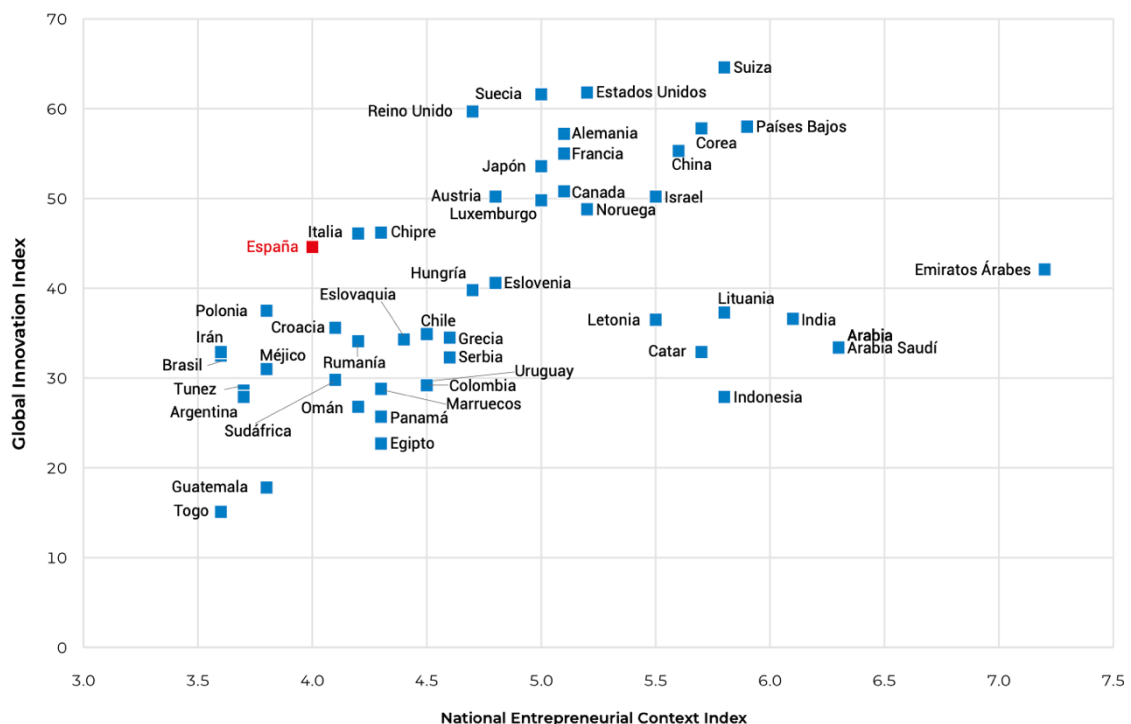
Es importante recordar que el Reino Unido es reconocido como país líder en promover el liberalismo económico, lo que le ha permitido destacar y posicionarse en el centro de la

escena internacional varias veces, pero especialmente la denominada “edad de oro global” de 1870 a 1913 (Frieden, 2006, p.54). En contraste, España no ha alcanzado una posición comparable en términos de dominio económico o político a nivel global, lo cual puede explicar el atraso en su desarrollo.

Es posible que esta diferencia en el desarrollo de la industria y del ecosistema emprendedor puede ser lo explica principalmente las diferencias en volumen que se encuentran en la actualidad. No obstante, es importante tener en cuenta otros factores que también pueden influir en el desarrollo de la industria y en la atracción de inversión. Por ello, se procede a analizar otros factores como el ecosistema emprendedor y los incentivos y barreras gubernamentales.

4.2.2. Ecosistema emprendedor

Figura 7: Posicionamiento de los países en relación al NECI y al Índice Global de Innovación (GII)



Fuente: GEM, 2023

Esta figura posiciona a los países en relación con dos índices, el NECI, que mide “la calidad del entorno para emprender” (GEM, 2023) y el GII que se calcula como un promedio de otros “dos subíndices”: uno que mide los factores que contribuyen a la

innovación, “como las instituciones y el capital humano” y otro que evalúa “los resultados de la innovación, como la investigación científica y los productos y servicios creativos” (GEM, 2023)

En base a la figura, se puede observar que España se encuentra en el cuadrante de países con condiciones menos favorables para emprender, aunque con un nivel moderado de innovación (GEM, 2023). En contraste, aunque el Reino Unido también enfrenta condiciones no tan favorables para emprender, se sitúa por delante de España en términos de entorno emprendedor y muestra un nivel más alto, con una diferencia aproximada de 15 puntos, en el Índice Global de Innovación.

Los siguientes datos publicados en el informe anual del GEM (2023) explican este posicionamiento.

A pesar de que España ha logrado consolidar su ecosistema emprendedor entre los 20 mejores a nivel mundial, superando la media europea, en el país existe un alto porcentaje de miedo al fracaso como barrera para emprender. (Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2022). En concreto, con un 58% de la población con miedo al fracaso, España lidera el ranking del GEM, después del Reino Unido con un 60%.

Sin embargo, Reino Unido se sitúa por delante de España en varios aspectos. Por un lado, tiene una mayor proporción de población que ve el emprendimiento como una opción profesional favorable, con un 72% en comparación con el 47% de España. Además, el Reino Unido supera a España en la percepción de “facilidad para iniciar un negocio”, con un 66% frente al 32%. Por otro lado, España también se encuentra por debajo del Reino Unido en términos de la “percepción de oportunidades para emprender”, la confianza en “contar con los conocimientos y habilidades” necesarios para hacerlo y la existencia de “una red de contactos con otros emprendedores” (GEM, 2023).

Es importante tener en cuenta que las actitudes y percepciones influyen en el comportamiento de las personas durante el proceso emprendedor y no son fáciles de moldear en el corto plazo (GEM, 2023). Estas diferencias en las actitudes y percepciones pueden ser un factor significativo en la brecha entre el Reino Unido y España en términos de emprendimiento y creación de negocios, que a su vez influyen en el desarrollo del

sector VC y en última instancia a la capacidad del país de atraer flujos de capital internacionales.

Para mejorar la situación del emprendimiento en España, los expertos consultados por GEM (2023) identifican dos factores clave: “la digitalización y el contexto político, social e institucional”. En cuanto a este último factor, se destaca “la necesidad de agilizar los procesos administrativos para la constitución y concesión de licencias de actividad, así como el apoyo efectivo de las instituciones y una mayor aceptación social de la función emprendedora como opción profesional deseable”.

Los expertos también recomiendan medidas específicas para mejorar el entorno emprendedor en España. Entre estas recomendaciones se encuentran “una mejor definición de los programas gubernamentales” que disminuyan los costes asociados con el emprendimiento, así como una mayor promoción de la educación emprendedora desde etapas tempranas. Asimismo, se sugiere “no olvidar medidas de mayor alcance, como el estímulo de cambios institucionales y culturales que promuevan el emprendimiento, menores barreras de acceso al mercado y mecanismos que permitan una mayor transferencia de I+D de las universidades a las empresas de nueva creación” (GEM, 2023).

4.2.3. Regulación y programas gubernamentales

En primer lugar, la literatura existente demuestra que ambos países han implementado, a lo largo del tiempo, iniciativas estatales comparables para fomentar la inversión interna y el desarrollo del sector de *venture capital*. En concreto, un estudio realizado por Sáenz-Díez et al., (2016) destaca la importancia de estas iniciativas estatales y programas, como el Fond-ICO Global, que han contribuido significativamente al impulso del capital riesgo en los últimos años. Además, en este se compara el Fond-ICO Global con un programa británico, el “Enterprise Capital Funds” (ECF), y se destaca el programa español por su mayor tamaño y ambición, comprometiendo una mayor cantidad de fondos en un periodo de tiempo más corto.

En los años más recientes, ambos países han seguido implementando iniciativas públicas. A continuación, se realiza una comparativa de las iniciativas más destacadas de los últimos años, llevadas a cabo por ambos países, destacando distintas áreas de actuación.

En primer lugar, para promover la inversión local que contribuye al desarrollo de la industria de VC y al entorno emprendedor, el gobierno británico ha reiterado durante todo el año 2021 su énfasis en la inversión de VC local, ya que sólo el 28% de la inversión en nuevas empresas proviene de fuentes nacionales. Esto por un lado evidencia que un alto grado de internacionalización tampoco es deseable para los países. Asimismo, demuestra la ambición del país por seguir desarrollando su industria.

Para alcanzar esto, el gobierno británico mantiene sus generosos beneficios fiscales de los planes de VC, como el Plan de Inversión Empresarial (EIS) y el Plan de Inversión de Empresas Semilla (SEIS). Estos planes facilitan la inversión privada en empresas en etapas iniciales enfocadas en el crecimiento, al tiempo que ofrecen a los inversores una serie de ventajas fiscales. El canciller Sunak ha clasificado estos programas como “líderes a nivel mundial”. De cara a 2022, muchos en la industria predicen que estos esquemas tendrán otro año sólido, dado su enfoque adecuado para las nuevas empresas tecnológicas, así como las ambiciones del gobierno de compartir los beneficios del próspero sector tecnológico a nivel nacional (Hall, 2023).

El plan, del Reino Unido incluye también una amplia gama de iniciativas enfocadas en las startups, con objetivo fortalecer y desarrollar el próspero panorama de las empresas tecnológicas que se encuentran en una etapa inicial. Esto abarca desde asignaciones presupuestarias del Fondo Semilla de Innovación de libras 10 millones para proporcionar capital de crecimiento a empresas de “alto potencial” en etapas tempranas, hasta el “Esquema Made Smarter” que destinará una inversión de 8 millones en toda la región noreste para impulsar la adopción de tecnologías digitales avanzadas (Hall, 2023).

Además, el Reino Unido con el “Plan de Crecimiento a Largo Plazo, anunciado en julio, ha decidido aumentar la inversión en I+D a 20.000 millones de libras esterlinas al año para 2024/25, con una subida adicional a 22.000 millones para 2026/27. Esto coloca a las universidades británicas, instituciones de investigación y empresas en la vanguardia de en sus objetivos, con la visión general de asegurar el futuro del Reino Unido como una

superpotencia mundial en ciencia y tecnología. Este respaldo gubernamental al crecimiento y desarrollo futuro del sector ha sido una señal adicional positiva para los inversores de VC. (Hall, 2023).

Entre las iniciativas destacadas en España, PitchBook (2021) resalta la utilización de recursos de financiación pública para impulsar la creación y el desarrollo del ecosistema de VC en España. Un ejemplo notable es Neotec Capital Riesgo, con sede en España, que es un fondo de fondos de 183 millones de euros lanzado por el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) en colaboración con el Centro para el Desarrollo de la Tecnología Industrial, una organización pública dedicada al desarrollo tecnológico en el país. Esta iniciativa muestra el compromiso del gobierno español, en colaboración con la Unión Europea, en apoyar y fomentar el crecimiento de las empresas emergentes.

Además, en diciembre de 2022 se aprobó una nueva Ley de Startups, que a pesar de la tardía en ser aprobada desde que se anunció, marca un hito significativo en el impulso de un ecosistema emprendedor innovador en Europa. Según lo publicado por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital al ser la primera ley en Europa enfocada en apoyar específicamente al entorno emprendedor “posiciona a España a la vanguardia de Europa en el desarrollo de un ecosistema emprendedor con vocación innovadora, así como en la creación y relocalización de empresas emergentes y en la atracción de talento y capital internacional” (2022). La Ley de Startups se enmarca en un conjunto de medidas adoptadas este año con el objetivo de mejorar el entorno empresarial (Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2022).

En contraste con el Reino Unido, las iniciativas destinadas a fomentar la I+D en España son escasas. Como se ha mencionado anteriormente, España debe mejorar su posición en el Índice Global de Innovación para mejorar su atractivo, sin embargo, el gobierno no ha identificado esto como prioridad. Según el informe publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el gobierno español invirtió €2.754 millones en I+D en 2020, lo cual representa un aumento del 4% en comparación con 2019 (López, 2021) una cifra considerablemente menor que aquella destinada por el gobierno británico.

Por otro lado, en lo que a tributación respecta, como ya se ha dicho un factor clave a considerar para los emprendedores que enfrentan impuestos corporativos y los inversores

que enfrentan impuestos sobre las ganancias de capital. España tiene un sistema tributario en gran medida convencional, comparable a los de grandes naciones a nivel mundial, con escasos beneficios fiscales en comparación con el Reino Unido (PitchBook, 2021).

Un informe publicado en PitchBook (2021) destaca que a pesar del creciente interés en el VC, desde la crisis financiera global, España todavía se encuentra rezagada en comparación con el Reino Unido, Francia, Suecia y Alemania, y tradicionalmente ha centrado sus esfuerzos en la reconstrucción de industrias tradicionales, el aumento de las tasas de empleo y la adopción de estrategias financieras más seguras en lugar de arriesgadas inversiones de VC. Puede llevar algunos años más para que los efectos completos de estos programas y cambios de percepción aceleren la inversión de VC en España.

En resumen, tanto el Reino Unido como España han implementado numerosas y ambiciosas iniciativas público-privadas para fomentar un ecosistema emprendedor, la inversión y el desarrollo del sector de VC. Por lo que, al comparar en términos de colaboración público-privada no se encuentran diferencias significativas en cuanto a volumen.

En el caso del Reino Unido, se destaca su énfasis en la inversión local y la existencia de generosos beneficios fiscales, que facilitan la inversión privada en empresas en etapas iniciales. Además, el gobierno británico ha anunciado un aumento significativo en la inversión en I+D para asegurar su posición como líder en ciencia y tecnología. Por otro lado, en España se han llevado a cabo iniciativas en colaboración con la UE, y se ha utilizado financiación pública para impulsar el ecosistema de VC. También se han tomado medidas recientes, como la aprobación de la Ley de Startups, que posiciona a España en la vanguardia de fomentar el desarrollo de un ecosistema emprendedor innovador. Sin embargo, el país aún se encuentra rezagado en términos de inversión en I+D, impulso de la educación y beneficios fiscales para emprendedores e inversores.

5. CONCLUSIONES

El presente estudio se ha centrado en dimensionar la internacionalización del *venture capital* en España. Se buscaba comprobar si el sector está internacionalizado, y en caso de estarlo, cuantificar en qué medida lo está. Tras el análisis realizado, se puede confirmar de manera concluyente que el sector está medianamente internacionalizado. Además, el número de inversores internacionales ha experimentado un crecimiento constante en los últimos años, evidenciando el atractivo de España como destino de inversión.

En términos de volumen de inversión, se ha constatado que los flujos internacionales representan un porcentaje significativo de la inversión total en empresas emergentes españolas. En comparación con el Reino Unido, líder del VC y principal *hub* tecnológico en Europa, la internacionalización en España muestra una proporción similar en términos relativos, aunque existe una brecha considerable en términos absolutos.

Es por ello por lo que, a pesar del potencial existente, es importante destacar que el volumen de inversión sigue siendo relativamente bajo en comparación con otros países europeos comparables como Francia y Alemania. Además, se observa que, en cuanto al número de inversiones, la participación de inversores nacionales es mucho mayor que aquella de inversores extranjeros, aunque esta está creciendo de manera sostenida.

No obstante, España se posiciona favorablemente en comparación con las economías comparables del sur de Europa, y Madrid y Barcelona aparecen entre los mejores *hubs* por número de inversiones en el plano europeo. El interés del inversor internacional también se aprecia que los fondos internacionales están invirtiendo en diferentes fases de la vida de las empresas.

Se ha identificado que tanto el sistema emprendedor como el del VC son relativamente nuevos en España, lo que puede ser causante de esa brecha con el Reino Unido. Además, los niveles de emprendimiento son bajos en España por lo que se debe concentrar los esfuerzos en mejorar esta situación. De hecho, en comparación con otros países europeos se observa una falta de iniciativas por parte del gobierno español facilitar y apoyar el ecosistema emprendedor dado que existe una alta burocracia y una necesidad de facilidad para impulsar el proyecto. En lugar de centrarse únicamente en medidas para generar

empleo como se lleva haciendo, se debe fomentar este sistema que se retroalimenta, fomentado el sistema de emprendimiento y la inversión para lograr un impulso sostenible. También es recomendable reforzar la contribución al I+D e introducir en el ámbito educativo un enfoque positivo y proactivo hacia el emprendimiento.

También es destacable que se ha comprobado que el principal inversor internacional en España es Estados Unidos. Esto cuestiona la barrera de la necesidad de proximidad geográfica, que además se viene reduciendo en los últimos años gracias a avances tecnológicos de comunicación. Sin embargo, se puede resaltar la necesidad de diversificar los inversores internacionales, para reducir la dependencia de un solo mercado. Sería beneficioso ampliar su base de inversores internacionales y fortalecer su atractivo en otros países europeos.

Por todo ello, con una economía cada vez más abierta y una creciente comunidad de startups tecnológicas, España presenta una gran oportunidad para la inversión de VC. Se puede decir que España no se encuentra mal en términos de posición en comparación con otros países europeos, sin embargo, la diferencia entre aquellos que lideran es muy grande por lo que los esfuerzos deben centrarse en recortar esa distancia. Por lo que es necesario un enfoque integral que combine la mejora del sistema de emprendimiento, la colaboración público-privada y la atracción de inversiones internacionales. Estas acciones contribuirán a fortalecer el ecosistema innovador español, generando un impacto positivo en la economía y en la sociedad, creando empleo de calidad y fomentando la innovación y el desarrollo del país.

6. BIBLIOGRAFÍA

Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. (2018). *Impacto Económico y Social del Capital Privado en las Operaciones de Middle Market en España*.

<https://www.ico.es/documents/20124/39469/Informe%2Bde%2BImpacto%2B2018.pdf/3c8096a9-9f2c-d6b6-7137-5b30f17bb2bd?t=1619110717339>

Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. (2021). *Informe de Actividad Venture Capital & Private Equity en España*. <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2021/04/Informe-ASCRI-2021.pdf>

Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. (2022). *Informe de Actividad Venture Capital & Private Equity en España*. <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2022/05/Informe-ASCRI-2022.pdf>

Atomico. (2022). *State of European Tech 21*. [https://soet-pdf.s3.eu-west-](https://soet-pdf.s3.eu-west-2.amazonaws.com/State_of_European_Tech_2021.pdf)

[2.amazonaws.com/State_of_European_Tech_2021.pdf](https://soet-pdf.s3.eu-west-2.amazonaws.com/State_of_European_Tech_2021.pdf)

Ávila, A. (2022). *25 años de ecosistema emprendedor en España: del nacimiento de los primeros 'venture capital' a la década dorada y sus unicornios*. Business Insider.

<https://www.businessinsider.es/25-anos-ecosistema-emprendedor-primeros-vc-decada-dorada-1094857>

Bank of England. (s.f.). *Venture capital in the United Kingdom*.

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1990/venture-capital-in-the-united-kingdom>

Bertoni, F., Colombo, M., Quas, A., y Tenca, F. (2019). The changing patterns of venture capital investments in Europe. *Journal of Industrial and Business Economics*, 46, 229-250.

<https://doi.org/10.1007/s40812-019-00113-1>

Carbonell, J. (30 de mayo de 2021). *Venture capital in Spain: What is venture capital and its evolution in the country?* Tas Consultoria. [https://www.tas-](https://www.tas-consultoria.com/blog-en/venture-capital-spain-venture-capital-evolution-country/)

[consultoria.com/blog-en/venture-capital-spain-venture-capital-evolution-country/](https://www.tas-consultoria.com/blog-en/venture-capital-spain-venture-capital-evolution-country/)

- CB Insights. (2020). *What is Venture Capital?* https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_What-is-Venture-Capital.pdf
- Devigne, D., Manigart, S., Vanacker, T., y Mulier, K. (2019). VENTURE CAPITAL INTERNATIONALIZATION: SYNTHESIS AND FUTURE RESEARCH DIRECTIONS. *Journal of Economic Surveys*, 32(5), 1414-1445. doi: 10.1111/joes.12276
- Global Entrepreneurship Monitor. (2023). *2022/2023 Global Report: Adapting to a “New Normal”* <https://gemconsortium.org/report/20222023-global-entrepreneurship-monitor-global-report-adapting-to-a-new-normal-2>
- Ferre Castillo, M. (2019). *Análisis del panorama del venture capital en España: Un estudio empírico*. [Trabajo de Fin de Grado, Universidad Pontificia de Comillas]
- Frieden, J.A. (2006). *Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century*. Norton.
- Hall, H. (2023). *2021 was a record year for UK investment – what now?* Growth Capital Ventures. <https://www.growthcapitalventures.co.uk/insights/blog/what-2021s-record-year-for-uk-tech-investment-means-for-experienced-investors>
- Hodgson, L. (2022). *Mapping Southern Europe’s VC ecosystem*. PitchBook. <https://pitchbook.com/news/articles/southern-europe-venture-capital-ecosystem>
- Invest Europe. (2022). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2021*. <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>
- Invest Europe. (2023). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2022*. <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>
- Izquierdo, U. (2021). *Más inversión, menos burocracia, digitalización total y un ecosistema que se retroalimenta: los ejemplos europeos de los que debe aprender España*. Business Insider. <https://www.businessinsider.es/otras-leyes-startups-europeas-espana-comparacion-europa-913889>

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (2022). *El Congreso aprueba de forma definitiva la Ley de Startups, la primera de Europa para el apoyo específico al ecosistema emprendedor*. La Moncloa.
<https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/asuntos-economicos/Paginas/2022/011222-congreso-aprobacion-ley-startups.aspx#:~:text=La%20Ley%20tiene%20como%20objetivo%20esencial%20fomentar%20la,el%20coste%20m%C3%ADnimo%20de%20aranceles%20notariales%20y%20registrales.>

López, J. (2020, 18 de junio). Venture capitals, una forma de apoyar la economía y la innovación. *Forbes*. <https://www.forbes.com.mx/venture-capitals-una-forma-de-apoyar-la-economia-y-la-innovacion/>

López, D. (2021, 24 de noviembre). La inversión pública en I+D crece un 4% en 2020, pero sigue siendo inferior a la de 2010. *Cinco Días*.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/11/24/economia/1637773406_141521.html

Martí Pellón, J. (2018). *Valoración del impacto económico y social de las inversiones de venture capital realizadas entre 2005 y 2013*. Fundación ICO.
<https://spaincap.org/wp-content/uploads/2018/09/Informe-Impacto-Venture-Capital.pdf>

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (s.f.). *Inversiones exteriores*.
<https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Paginas/Index.aspx#:~:text=Tanto%20la%20inversión%20extranjera%20recibida%20en%20España%2C%20como,la%20mejora%20de%20la%20productividad%20y%20el%20empleo.>

Metzger, G., Adey, M., Bruno, C., Del Bufalo, G., Gazaniol, A., Lo, V., Navarro, B., Van der Schans, D. y Thornary, B. (2016). Building Momentum in Venture Capital across Europe. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Building-Momentum-in-Venture-Capital-across-Europe.pdf>

- Moreno, M., A. (2021). *El Consejo de Ministros aprueba el anteproyecto de la Ley de Startups: reduce impuestos, eleva las exenciones tributarias a las 'stock options' y crea un régimen tributario especial para nómadas digitales*. Business Insider. <https://www.businessinsider.es/consejo-ministros-aprueba-anteproyecto-ley-startups-894715>
- Pitchbook. (2021). *VC in Southern Europe*. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_Analyst_Note_VC_in_Southern_Europe.pdf
- Prosser, D. (2021, 21 de mayo). Meet the U.K.'s Next 15 Unicorns. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/davidprosser/2021/05/21/meet-the-uks-next-15-unicorns/?sh=49d4e8a223af>
- Redacción emprendedores (2021). *Con 12 unicornios, España es líder del Sur de Europa en innovación tecnológica*. Emprendedores. <https://www.emprendedores.es/gestion/12-unicornios-espana/>
- Sáenz-Díez, R., de los Ríos, S., y Rodríguez, I. (2016). *El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España*. Anuario Capital Riesgo. <http://hdl.handle.net/11531/11660>
- SpainCap. (s.f.). *Venture Capital*. <https://spaincap.org/que-es-el-capital-riesgo/venture-capital/>
- SpainCap. (2022). *Capital privado y creación de empleo*. <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2022/10/SpainCap-Capital-privado-y-creacion-de-empleo.pdf>
- Vyhivska, I., y Khomenko, H. (2022). Analysis of global trends in the european venture capital market. *Public Policy and Accounting*, 1(5), 32–38. [https://doi.org/10.26642/ppa-2022-1\(4\)-32-38](https://doi.org/10.26642/ppa-2022-1(4)-32-38)
- WebCapitalRiesgo. (2017). *Madurez del Venture Capital en España. Casos de Éxito en la Transformación de Startup a Empresa Consolidada*. <https://www.webcapitalriesgo.com/download/madurez-del-venture-capital-en->

[espana-2017-casos-de-exito-en-la-transformacion-de-startup-a-empresa-consolidada/](#)

Woodward, S. (2019). The American Role in European Venture Capital.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3320838