



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

INVERSIÓN EN EL SECTOR FINTECH: CAPITAL RIESGO, PRIVATE EQUITY, M&A Y DEUDA.

Autor: Ángel Mingo Peinado
Tutor: David Pérez Renovales

RESUMEN

Este trabajo analiza la importancia y evolución de las inversiones realizadas a nivel global por el Capital Riesgo, *Private Equity*, M&A, *Private Debt* y *Venture Debt* en el sector *fintech*. Se centra en los últimos cuatro años pues se han sucedido una serie de acontecimientos históricos, como la crisis causada a partir del Covid-19 o la Guerra de Ucrania, que han generado gran impacto en los mercados y, consecuentemente, han afectado a la inversión en el sector.

Para poder lograr una exposición correcta y cohesionada, se ofrece una visión general del sector de las finanzas tecnológicas. A este respecto, se introduce el propio concepto de *fintech* junto con sus elementos esenciales y los objetivos y retos que tiene por delante. Se lleva a cabo una breve contextualización histórica y se pone de manifiesto la valiosa contribución de estas empresas a objetivos determinados por organismos internacionales relacionados con la sostenibilidad y con la democratización de los servicios financieros.

La conclusión a la que se llega es que las inversiones realizadas por medio del Capital Riesgo son las que más impacto tienen en el crecimiento de estas compañías por la propia naturaleza de éstas. En relación con el *Private Equity*, apreciamos que, si bien actualmente no son muy relevantes, se espera que a medida que vaya aumentando el número de compañías consolidadas lo hagan éstas también. Asimismo, observamos gran actividad en las operaciones de M&A, y se augura que se mantengan estos niveles, o crezcan, siempre que lo permita el entorno macroeconómico. Finalmente, se expone que las inversiones en deuda, ya sea *Venture Debt* o *Private Debt*, no son las más comunes en cuanto a *fintech* se refiere puesto que al no contar con flujos de caja positivos no se logra despertar confianza en el inversor, el cual exige garantías de solvencia.

Palabras clave: *Fintech*, Capital Riesgo, M&A, Deuda, Capital Privado, Finanzas, Disrupción, Tecnología, “*Startups*”.

ABSTRACT

This study analyzes the importance and evolution of investments made by Venture Capital, Private Equity, M&A and Private and Venture Debt in the fintech sector. It focuses on the last four years since a number of historical events have taken place, such as the crisis caused by the Covid-19 or the Ukraine War, which have had a great impact on the markets and, consequently, have affected investment in the sector.

In order to achieve a correct and cohesive exposition, an overview of the fintech sector is provided. In this regard, the fintech concept itself is introduced along with its essential elements and the objectives and challenges ahead. A brief historical contextualization is carried out and the invaluable contribution of these companies to goals determined by international organizations related to sustainability and the democratization of financial services is highlighted.

The conclusion reached is that investments made by Venture Capital have the most significant impact on *fintech* industry due to the nature of these companies. As far as Private Equity investments are concerned, although they are not currently very relevant, it is expected that as the number of consolidated companies increases, they will do the same. Likewise, we see an intense activity in M&A transactions, and we expect these levels to remain stable or even to grow, provided that the macroeconomic environment allows it. Finally, we note that investments in debt, whether Venture Debt or Private Debt, are not the most common in terms of fintech, since the lack of positive cash flows does not arouse the trust of investors, who require guarantees of solvency.

Key words: Fintech, Venture Capital, Private Equity, M&A, Debt, Finance, Disruption, Technology, Startups.

Índice de contenidos

1. Introducción	7
1.1. Justificación.....	7
1.2. Objetivos	8
1.1. Metodología	9
2. Industria fintech	10
2.1. Conceptualización	10
2.1.1. Definición y delimitación.....	10
2.1.2. El elemento disruptivo como nota esencial.....	12
2.1.3. Objetivos y retos.....	14
2.2. Origen y etapas de desarrollo	17
2.2.1. Origen.....	17
2.2.2. Etapas de desarrollo	19
2.3. Clases de <i>fintech</i>	22
3. Inversiones en el sector fintech	24
3.1. Evolución	24
3.1.1. Situación general	24
3.1.2. Especial atención a los últimos cuatro años	25
3.2. Capital Riesgo como impulsor de crecimiento	28
3.2.1. Conceptualización.....	28
3.2.2. Fases.....	30
3.2.3. Venture Capital y <i>fintech</i>	32
3.3. Inversiones por <i>Private Equity</i>	40
3.3.1. Conceptualización.....	40
3.3.2. Funcionamiento	42
3.3.3. <i>Private Equity</i> y <i>fintech</i>	45
3.4. Operaciones de M&A en el sector <i>fintech</i>	49
3.4.1. Análisis de la actualidad.....	49
3.4.2. Tendencias de futuro.....	53

3.5. Inversiones en deuda: <i>Private Debt</i> y <i>Venture Debt</i>	54
4. <i>Conclusiones</i>	56
5. <i>Bibliografía</i>	58

Índice de ilustraciones

<i>Ilustración 1: Inversiones en la industria fintech durante 2019-2022</i>	<i>25</i>
<i>Ilustración 2: Inversión en la industria fintech por trimestres durante 2019-2022</i>	<i>26</i>
<i>Ilustración 3: Inversiones en fintech por el Capital Riesgo durante 2019-2022</i>	<i>32</i>
<i>Ilustración 4: Inversiones en fintech por Capital Riesgo por trimestres durante 2019-2022</i>	<i>33</i>
<i>Ilustración 5: Inversiones por parte del Capital Riesgo en los distintos sectores en 2022</i>	<i>37</i>
<i>Ilustración 6: Inversiones en fintech por el Capital Riesgo a nivel global por ronda de financiación</i>	<i>38</i>
<i>Ilustración 7: Porcentaje de inversión en función del país.....</i>	<i>39</i>
<i>Ilustración 8: Estructura de un Private Equity</i>	<i>42</i>
<i>Ilustración 9: Línea del tiempo de un Private Equity</i>	<i>43</i>
<i>Ilustración 10: Cuantía invertida por Private Equity en la industria fintech.....</i>	<i>45</i>
<i>Ilustración 11: Cuantía invertida en fintech por Private Equity en EE.UU.....</i>	<i>47</i>
<i>Ilustración 12: Cuantía invertida en fintech por Private Equity en Asia y zona del Pacífico</i>	<i>48</i>
<i>Ilustración 13: Cuantía invertida en fintech por Private Equity en EMEA.....</i>	<i>48</i>
<i>Ilustración 14: Actividad global en el sector fintech por operaciones de M&A</i>	<i>49</i>
<i>Ilustración 15: Actividad global por trimestres en el sector fintech por operaciones de M&A</i>	<i>49</i>

1. Introducción

1.1. Justificación

Las *fintech* son empresas del sector financiero que basan su modelo de prestación de servicios y oferta de productos en la tecnología. Ello se puede inferir de su propia denominación, pues resulta de conjugar dos términos anglosajones: “*Finance*” y “*Technology*”. Estas compañías están jugando un papel muy relevante en el sector financiero y revolucionando las posibilidades de las que pueden disfrutar tanto negocios como los consumidores particulares con respecto a los servicios y productos ofrecidos en el mercado. Esto se debe a que gracias a su irrupción en el mercado se están agilizando, facilitando y mejorando los procesos de captación de capital, así como la administración de carteras de inversión, la gestión bancaria y de seguros y el desarrollo de otros activos de corte digital como las criptomonedas o NFTs (Zavaleta, 2017). En resumen, están consiguiendo satisfacer las demandas cada vez más exigentes de los consumidores en relación con los procesos financieros como los pagos móviles y la inversión digital, entre muchos otros.

La inversión en las empresas *fintech*, que, desde el punto de vista de éstas, es su vía de financiación, ya sean recursos propios o deuda, es un aspecto fundamental para su crecimiento. Por ello, porque es muy relevante para su desarrollo, consideramos importante conocer cómo se materializa la inversión en estas compañías. Para lograr el establecimiento y el desarrollo de cualquier empresa, y sobre todo de aquellas que requieren una inversión tecnológica importante, en volumen superior a los recursos que la compañía puede generar en sus primeros años, es necesario contar con flujos de capital constantes, pues sin ellos no sería posible adaptarse a las necesidades del sector y consumidores. Asimismo, en la situación de inestabilidad e incertidumbre económica en la que nos encontramos, es necesario contar con suficientes recursos que garanticen la solvencia ante potenciales circunstancias adversas.

La inversión en las compañías *fintech* es una cuestión relevante y de actualidad que resulta interesante y atractiva en un momento de expansión de la industria. Si bien existen numerosas formas de inversión, en el presente trabajo se ofrecerá una visión más profunda sobre las inversiones que involucren instrumentos de Capital Riesgo, *Private Equity*, “*Mergers & Acquisitions*” (en adelante, “M&A”), *Private Debt* y *Venture Debt*. Se trata de un tema merecedor de estudio puesto que puede resultar de gran utilidad para todo aquel que quiera

entender cuáles son las tendencias de inversión en la industria, siempre en relación con la etapa concreta que atraviese la empresa, proporcionándose valiosa información sobre qué factores inciden sobre las mismas por las anteriores vías y, consecuentemente, sobre la evolución del sector.

En conclusión, la razón por la que me he sentido llamado a limitar el alcance de este trabajo sobre la inversión que involucra operaciones de Capital Riesgo, Capital Privado, M&A y *Private Debt* y *Venture Debt* es la continua expansión de éstos y la importancia que tienen en el crecimiento y consolidación de las compañías mediante la participación, o no, en su capital, en su administración y por medio del asesoramiento. Por otro lado, considero que es interesante tratar uno de los sectores más importantes actualmente, el sector *fintech*, encargado de cambiar, mejorar, optimizar y facilitar el mercado de los servicios financieros. El análisis del sector *fintech* como una de las industrias más relevantes del momento y las formas de inversión indicadas “*supra*”, es, a mi juicio, merecedor de este estudio, por ser un tema de absoluta actualidad, en continua expansión y con gran impacto en los servicios financieros que repercuten directamente sobre los individuos.

1.2. Objetivos

Los objetivos del presente estudio se pueden dividir en dos clases: objetivo principal y objetivos instrumentales.

Por lo que respecta al objetivo principal; en torno al cual gira el estudio, se busca ofrecer una visión precisa sobre cuáles son las tendencias de inversión en el capital o la deuda del sector *fintech* durante los últimos cuatro años, periodo en el cual la fluctuación de las inversiones ha sido permanente debido a las circunstancias que se expondrán y analizarán a lo largo del estudio.

Se pretende aportar una visión clara sobre cómo las empresas financieras tecnológicas obtienen el capital necesario para poder prestar sus servicios y mantener su constante crecimiento por medio de inversiones provenientes del Capital Riesgo, *Private Equity* y en general a través de transacciones en el mercado, así como los motivos por los que elementos como el *Venture Debt* y el *Private Debt* no son la forma de inversión más común. Asimismo, se hará ver la

importancia que estas inversiones tienen en el crecimiento, desarrollo, implantación y consolidación del sector *fintech*.

En cuanto a los objetivos instrumentales, es decir, aquellos accesorios al objeto principal pero que son necesarios para dotar de sentido a la exposición y mejorar la comprensión del estudio, se pretende aportar una visión general y caracterizar al sector de las finanzas tecnológicas. Para ello, se partirá de su definición, situación histórica actual, predicciones de futuro y las clases de servicios que prestan. Asimismo, observaremos cómo desde que nació el sector se ha favorecido el acceso a estos servicios a grupos de consumidores que tradicionalmente no han gozado de facilidades para hacerlo.

En conclusión, el objetivo primordial del trabajo es ofrecer una visión objetiva sobre el impacto que el Capital Riesgo, *Private Equity*, M&A, *Private Debt* y *Venture Debt* tienen en el sector *fintech*, siendo éste complementado por otros objetivos accesorios que girarán en torno a la introducción y descripción del sector.

1.1. Metodología

Para realizar este trabajo vamos a introducir y desarrollar el concepto de *fintech*, así como el de Capital Riesgo, *Private Equity*, M&A, *Private Debt* y *Venture Debt*. Analizaremos los aspectos más relevantes de los mismos y mostraremos el impacto e importancia de estas inversiones en el desarrollo del sector *fintech*, importancia que será mayor o menor en función de circunstancias como la consolidación de la compañía en el tráfico comercial y el destino de los recursos obtenidos.

Por un lado, se llevará a cabo un análisis cualitativo con el que pretendemos plasmar la situación actual del sector de las finanzas tecnológicas y las inversiones que a él se destinan por medio de la revisión bibliográfica, es decir, a partir del estudio de textos, noticias, artículos, notas, informes, trabajos académicos y manuales, entre otros. Asimismo, se empleará el análisis cuantitativo, pues estableceremos relaciones con el mundo real a partir de la recolección de los datos obtenidos de bases de datos, tablas y gráficas, para trasladar al lector de forma clara, precisa y comprensible la información ofrecida.

2. Industria *fintech*

2.1. Conceptualización

2.1.1. Definición y delimitación

Con el término *fintech* nos referimos a todos aquellos procesos en los que se requiera la aplicación de tecnología e innovación para diseñar productos a partir de los cuales ofrecer y prestar servicios financieros (CNMV, s.f.). Como se puede apreciar sin mayor dificultad, el término surge de la unión de dos palabras: “*Finance*” y “*Technology*”. Dicho término engloba a todas aquellas compañías que tienen por objeto la prestación de servicios y productos financieros innovadores que requieran de la última tecnología para su éxito (López, 2018).

Estas empresas están teniendo mucha importancia durante los últimos tiempos. Si bien hace unos quince años el sector de las finanzas no veía en ellas más que un competidor en un futuro aún muy lejano, estas empresas están creciendo tan deprisa que en la actualidad representan una amenaza cada vez más relevante para los servicios tradicionales. Las etapas de turbulencia económica, como la crisis de 2008 que desestabilizó por completo el sector financiero e hizo caer a gigantes como el conocidísimo banco Lehman Brothers, y que provocó un gran aumento de la regulación financiera a la vez que una notable restricción del crédito, facilitó que los inversores incrementasen su interés por el importante papel que las *fintech* pueden desempeñar en la economía al constituir una alternativa a los modelos financieros tradicionales que ofrece agilidad, seguridad, sencillez y unos costes operativos menores. Este último aspecto, es decir, el que sean más eficientes en costes, es posible porque, al contar con una gran automatización fruto de la tecnología en que se apoyan, los gastos operativos son menores, lo que a su vez permite que el consumidor último se beneficie de ello al pagar comisiones más reducidas por los servicios o productos (Fintech News, 2022).

El crecimiento de las *fintech* está siendo exponencial, y más aún a partir de los últimos acontecimientos mundiales como la crisis provocada por el Covid-19 (Toovey, 2022), pues además de la cada vez mayor confianza que suscitan en el público, cuentan con un desarrollo paralelo de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (las “TIC”) que les está permitiendo ofrecer una gama de servicios cada vez más variada y de mejor calidad. El fenómeno desencadenado por estas empresas podría definirse como una aplicación disruptiva

de las nuevas TIC al sistema financiero (Rodríguez e Hinojo, 2019). Como se ha dicho, el sector financiero se está aprovechando de las mejoras e innovaciones que están teniendo lugar en la tecnología, así como de los cambios socioculturales que promueven tendencias dirigidas a una mayor aceptación de las nuevas oportunidades y modelos de negocio, repercutiendo en última instancia en la competencia comercial.

En relación con lo anteriormente expuesto, debemos resaltar que el término disruptivo alude a la capacidad de generar un gran impacto en lo aceptado como común. Por ello decimos que las *fintech* son disruptivas, porque se han introducido en un mercado dominado históricamente por las grandes sociedades de los servicios financieros sin miedo y con el ánimo de presentar una fuerte candidatura como alternativa a éstos.

Es también especialmente relevante el concepto de disrupción a la hora de caracterizar el concepto de *fintech* desde un enfoque negativo, es decir, es útil para delimitar qué no se considera como tal. A este respecto, se requerirá que las innovaciones que se desarrollen no se basen en la introducción de las TIC en la forma tradicional, sino que tengan ese gen disruptivo que dote de contenido al término (Bank for International Settlements, 2018).

Además, conviene aclarar las diferencias entre lo que es *fintech*, *techfin* o *regtech* (Rodríguez e Hinojo, 2019). La procedencia de este inciso encuentra su “*ratio*” en que estos términos pueden confundirse e inducir a error por su semejanza léxica. En cuanto a las *fintech*, hemos propuesto varias definiciones a lo largo del apartado, sin embargo, podemos apreciar que todas tienen una nota en común: la tecnología. Asimismo, se infiere de todas ellas la necesidad de que aporten algo innovador o disruptivo, por lo que una definición quizás más completa que se fundamenta en las consideraciones que se han ido realizando a lo largo del estudio podría ser la que sigue: conjunto de estrategias empleadas por empresas que tienen por objeto aplicar las TIC de forma disruptiva e innovadora al sector de las finanzas para satisfacer las necesidades de los consumidores por medio de la oferta de nuevos productos o servicios o la mejora de los preexistentes. En cuanto a las *techfin*, es el término empleado a referirse a todas aquellas compañías consolidadas en el sector tecnológico (las conocidas como *bigtech*) que desarrolla las TIC y que ven una oportunidad de expandir sus servicios hacia el sector financiero (Harmon, 2023). Por último, tratamos el concepto de *regtech*. Por él nos referimos a aquellas circunstancias en las que las innovaciones tecnológicas se aplican dentro del ámbito financiero a cuestiones regulatorias. Es el uso de las TIC para la supervisión regulatoria y la garantía del

“*compliance*” en el camino a conseguir una disminución de los costes y una mejor visión de la regulación del sector financiero por empresas financieras o supervisores (Arner, Barberis y Buckley, 2017).

2.1.2. *El elemento disruptivo como nota esencial*

Como se ha venido indicando en las líneas anteriores, el elemento disruptivo es esencial a la hora de considerar a una empresa como *fintech*. Lo que pretendemos valorar en este apartado es cómo de disruptiva ha de ser la innovación o la prestación ofrecida.

Toda industria nace con el ánimo de dar respuesta a algún problema que esté atravesando la sociedad. En concreto, el sector finanzas busca satisfacer las necesidades de los consumidores por medio de la conjugación de los recursos que constituyen la tecnología financiera. En este proceso, la información que se pueda recabar de la industria, competidores y destinatarios de los servicios será clave. Sin embargo, no todo uso de la tecnología en los procesos financieros hará al prestador ser una *fintech*, precisamente por el carácter disruptivo que estamos analizando.

Será necesario que en este proceso de solucionar problemas de la sociedad y, más concretamente los relacionados con el sector finanzas, se sucedan cambios que rompan con lo anterior. Las *fintech* se caracterizan por poseer una serie de factores disruptivos. A título ejemplificativo y sin carácter exhaustivo podemos mencionar los siguientes (Celma, 2021):

- Reducción de costes. Estas empresas han de lograr por medio de la aplicación de las innovaciones tecnológicas la reducción de sus costes operativos, lo que conllevará una rebaja en el precio a pagar por sus servicios sin necesidad de disminuir el margen de beneficios al implicar la prestación un menor coste.
- Aplicación de beneficios. Se ha de apreciar el ánimo de destinar parte de los recursos obtenidos por medio de los ingresos generados a raíz de la prestación a la mejora de los sistemas empleados, es decir, estas compañías deben mantenerse constantes en su voluntad evolutiva, voluntad que no ha de quedarse en ideas, sino que ha de materializarse.
- Reposicionamiento de la industria. Por medio del desarrollo del fenómeno *fintech*, las compañías podrán obtener un mayor poder sobre la industria, convirtiéndose en las

dueñas de estas innovaciones y logrando una mayor especialización que redundará en el beneficio último del cliente al obtener unos servicios de mayor calidad.

- Crecimiento de las plataformas. Este principio no ha de entenderse en el sentido de que aumente el número de plataformas o compañías, sino en el de que dichas compañías mantengan su ritmo de crecimiento, tanto en términos de calidad de los servicios prestados o de los productos ofrecidos como del propio tamaño de la empresa.
- Monetización de datos. Otra forma de valorar la capacidad disruptiva sería centrando el foco en el uso de los datos recabados. Actualmente, las instituciones financieras están llevando a cabo estrategias que giran en torno al valor de la información, monetizando la misma. Se trata de una práctica que, si bien lleva años en el centro de compañías renombradas, no deja de ser disruptiva por aprovecharlos para generar beneficio a la vez que para personalizar los servicios ofertados.
- Aprovechamiento de mejoras tecnológicas. Las nuevas tecnologías, incluida la inteligencia artificial, están suponiendo grandes cambios y mejoras a nivel global y, más concretamente, en el sector de las finanzas. Se están aprovechando las posibilidades que ésta ofrece para generar un golpe de efecto en los servicios ofrecidos dejando atrás el modelo tradicional.
- Descentralización financiera. Una de las posibilidades y mejoras fomentadas por el fenómeno *fintech* es la garantía de acceso a grupos que, históricamente, han tenido difícil el uso de estos servicios financieros. Por ello, se observa el elemento disruptivo en esta voluntad de descentralizar los servicios y extender su presencia a todos los territorios y grupos.

Asimismo, otro posible rasgo de estas compañías sería el de crear un nuevo servicio o producto, es decir, no transformar uno existente sino dar pie a nuevos modelos de negocio que no se basen en mejoras o modificaciones de otros preexistentes. Un buen ejemplo de ello sería el de los “*roboadvisors*”, que surgieron en el año 2008 para ofrecer asesoramiento financiero por medio de algoritmos actuando como un gestor de carteras automatizado (Ramírez, 2022). Otro podría ser el surgimiento de plataformas de inversión colectiva en inmuebles, como *Cadre*, que permite la inversión en estos activos comerciales o familiares a inversores individuales o institucionales (Kauflin y Beale, 2022).

En resumen, el elemento disruptivo es requisito “*sine qua non*” para formar parte del sector *fintech*. Este elemento disruptivo puede materializarse de distintas formas que desafiarán el

“*statu quo*” del sector finanzas tradicional. En este camino de innovación y simplificación de procesos en aras de mejorar la experiencia del usuario, la disrupción está presente de principio a fin por medio de instrumentos como la inteligencia artificial, el “*blockchain*” y la mano de obra biónica, entre muchas otras tecnologías. De esta forma se mejora la efectividad de los procesos y se facilita el acceso a estas plataformas a sectores ignorados por el sector financiero actual, democratizando el acceso a estos servicios y fomentando la inclusión.

2.1.3. *Objetivos y retos*

Puesto que el sector *fintech* es un área en continuo crecimiento no podemos predecir el efecto final que tendrá sobre los mercados. Sin embargo, sí podemos establecer cuáles serán los principales objetivos y retos que se plantean en la industria.

En primer lugar, este fenómeno supone una doble innovación, es decir, no busca únicamente mejorar los resultados por medio de sus productos y servicios, sino que también busca mejorar o transformar el proceso como conjunto, utilizando la tecnología como palanca o eje de la transformación. En este constante afán por mantenerse a la vanguardia del sector finanzas, se aprovechan de la explotación del activo más importante: la información. Como hemos introducido en el apartado anterior, actualmente y cumpliendo siempre con los imperativos legales, es posible monetizarla. Sin embargo, y, además, es extremadamente útil el análisis de la información y los datos puesto que permite conocer las tendencias de los consumidores y reducir asimetrías informativas con respecto a otros competidores de la industria (Rodríguez e Hinojo, 2019).

Junto con la doble innovación en la que centran su desarrollo, buscan satisfacer al cliente. Por ello, otro de sus retos es tener al cliente en el centro de sus preocupaciones (Nicoletti, 2017). Las *fintech* buscan personalizar los servicios ofrecidos de tal forma que se adapten a las necesidades concretas que los usuarios puedan necesitar. Este aspecto resulta clave en el mercado hoy en día, pues se exige por parte del consumidor un alto grado de especialización con respecto a las necesidades concretas.

Debemos tratar, también, el aumento de las tensiones competitivas que están teniendo lugar en el sector financiero a raíz del auge de las *fintech*. Puesto que es necesario reestructurar el sector

para acoger los cambios y demandas que vienen obligadas no sólo por los usuarios sino por el propio avance de los medios, las *fintech* están llamando la atención de las grandes compañías, quienes muestran interés por invertir en éstas a cambio de la correspondiente participación en el capital social, como veremos más adelante al tratar las formas de inversión.

Así las cosas, y volviendo al tema que nos ocupa en este momento, estas empresas líderes en el ecosistema emprendedor (Dexeus, 2022), son clave en la digitalización y modernización de los procesos y servicios, por lo que han de saber lidiar con el papel que se les ha otorgado por méritos propios y sobrevivir a un ecosistema hostil en el que van a ver como muchos de sus competidores mayormente consolidados intentan frenar su desarrollo.

Otro importante objetivo es el de fomentar y garantizar el acceso a sus servicios a aquellas personas que no lo han tenido históricamente. Tradicionalmente, los consumidores pequeños como los hogares no han tenido acceso a toda la gama de servicios financieros ofrecidos por las grandes corporaciones de este sector por tratarse de servicios costosos que sólo estaban al alcance de las minorías más acaudaladas, como la gestión de carteras. Sin embargo, esto está cambiando a raíz de la llegada de las *fintech* pues se permite a estos usuarios con menor patrimonio acceder a servicios de inversión a partir de importes reducidos. Además, cabe decir que no sólo están extendiendo su presencia en los países desarrollados con respecto a estos colectivos, sino que también buscan tener presencia en territorios en vías de desarrollo. Durante los últimos años se han emprendido diversas iniciativas tendentes a lograr la inclusión financiera, que es un objetivo primordial de gobiernos y otros organismos internacionales (López-Zafra, 2019).

El Grupo Banco Mundial, por medio de la iniciativa de Acceso Universal a Servicios Financieros, busca garantizar el acceso por los más pobres. Además, este objetivo se encuadra dentro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (los “ODS”), concretamente en el número 17, subapartado 7. Éste busca promover el desarrollo de tecnologías de forma equitativa de tal forma que a aquellos países que se encuentren en vías de desarrollo se les transfiera el “*know-how*” en condiciones favorables o incluso de preferencia (ODS, 2015), por lo que otro de los objetivos que se plantea el sector *fintech* es garantizar su cumplimiento.

Por lo que respecta a los retos que ha de enfrentar o está enfrentado el sector, podemos dividirlos en cinco grupos: incertidumbre, conductas anticompetitivas, discriminación de precios, falta de transparencia e inestabilidad y seguridad.

- Incertidumbre. El hecho de que este sector sea nuevo no sólo comporta ventajas, sino que lleva aparejado ciertas inseguridades lógicas. Todo modelo de negocio nuevo y disruptivo causa tanta impresión como duda en el usuario. Esto se debe a que no ha habido tiempo para poder desarrollar los correspondientes estudios y modelos que validen sus aportaciones. Asimismo, no podremos confiar ciegamente en estas compañías hasta que contemos con un ordenamiento jurídico preparado y que dé respuesta a todas aquellas cuestiones que puedan surgir a partir de ellas. Para lograr esta seguridad jurídica deberá construirse un régimen sólido de regulación y supervisión encaminado a evitar posibles actividades fraudulentas que pudieran causar por contagio un potencial perjuicio al sector, en la medida en que puedan aprovecharse por algunos actores estas situaciones de vacío regulatorio para operar al margen de la legalidad o sin el adecuado sentido de responsabilidad, contribuyendo a actividades fraudulentas y criminales como el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo (Fernández y Gómez, 2021).
- Falta de transparencia. En aras de mejorar la confianza que debe existir entre el público, se deberá reducir la opacidad respecto a los mecanismos empleados por las compañías *fintech* a la hora de prestar los servicios. Con esto no decimos que sea necesario publicar el modelo en el que se basa el negocio y hacer que pase a formar parte del estado de la técnica, sino que se dé a entender a los usuarios de quién dependen las decisiones sobre sus intereses y cómo se articulan los procedimientos en los que han decidido depositar su confianza. Es necesario solucionar estos problemas de transparencia para evitar que los algoritmos o mecanismos de inteligencia artificial empleados aprendan a colaborar entre ellos de forma tácita, dando lugar a prácticas colusorias y, consecuentemente, a la restricción de la libre competencia (Ezrachi y Stucke, 2016).
- Conductas anticompetitivas. Siguiendo con lo anterior, se debe prestar atención a la posible tendencia anticompetitiva del sector *fintech*. Por esto nos referimos al probable escenario en el que no todas estas compañías sobrevivan con carácter autónomo, es decir, que sea una quien absorba a las demás o que lleven a cabo prácticas colusorias varias de ellas. No es descabellado pensar en esta posibilidad por los antecedentes que

observamos en el sector financiero (cártel del Euribor) o en de la tecnología (monopolio de las *bigtech*), que son los dos sectores involucrados. No es necesario para que se den situaciones de restricción de la competencia que sean las propias *fintech* quienes que lleven a cabo estas conductas, pues, por ejemplo, podría darse el caso de que la sociedad absorbente en el caso de la compra de una *fintech*, fuera otra compañía externa al sector, una compañía con suficiente poder económico como para hacerse con el control, una *bigtech*, por ejemplo (Garrigues, 2021).

- Discriminación de precios. De igual forma, se deberán tomar las medidas necesarias para evitar este fenómeno, que no es otra cosa que la oferta del mismo producto o servicio a distintos precios en función del consumidor. A este respecto, se debe hacer lo posible para que no se generen ganadores y perdedores entre los consumidores, calculando siempre el efecto sobre el bienestar agregado (Bourreau y de Streel, 2018).
- Inestabilidad y seguridad. Para finalizar, el sector deberá tener extremo cuidado con la inestabilidad y los problemas de seguridad. En cuanto a la primera, que el sector bancario-financiero es inestable no es ningún secreto. Si a ello le sumamos una mayor competencia obtendremos una mayor inestabilidad, si cabe. Por ello se suscita el eterno debate sobre cuál es el punto idóneo en el que conjugar la competencia con estabilidad (Vives, 2016). En cuanto a la segunda, es obvio que el proceso de digitalización del sector finanzas es potencial fuente de fallos de seguridad a los que aquellos que tengan los recursos e intereses suficientes prestarán atención. Será necesario, por tanto, que todos los agentes que participen en este sector colaboren junto con los organismos competentes en el desarrollo y aplicación de procesos cuyo ánimo sea el de mejorar y reducir las brechas de seguridad. En otras palabras, será necesaria una normativa financiera que vele por la estabilidad y seguridad (González-Páramo, 2017).

2.2. Origen y etapas de desarrollo

2.2.1. Origen

Cuando se habla de esta industria se tiende a pensar que ha surgido recientemente. Hay quienes la relacionan con el tan conocido fenómeno del “*blockchain*”, que surgió en el siglo XXI, por ello es posible pensar que las *fintech* lo hicieron también (López-Tello, 2018). Sin embargo, aunque su máximo desarrollo se está alcanzando durante los últimos diez o quince años, las

fintech aparecieron por primera vez con los últimos coletazos del Siglo XIX, coincidiendo con el inicio de la globalización financiera e invenciones como el telégrafo o el ferrocarril (Eulises, 2020).

A partir de diversos escándalos financieros de nivel mundial, como la quiebra del famoso banco Lehman Brothers, propiciada por el volátil y vulnerable ecosistema financiero del 2008, la sociedad demandaba una mejora en los servicios financieros que garantizara una mayor seguridad (Portafolio, 2020). Es así como surgen estas empresas, en parte por la necesidad y el descontento de la sociedad con respecto a los modelos de negocio tradicionales, pero también por las limitaciones que tuvieron que enfrentar estos ante una creciente y más exigente regulación. Ahora se requería un servicio más sofisticado en el que se conjugaran elementos tradicionales con las invenciones tecnológicas más vanguardistas como la inteligencia artificial.

Sin embargo, aunque fuera a partir de la crisis del 2008 cuando el sector *fintech* comienza a cobrar más y más importancia, debemos recalcar que ya en torno a los años 50 aparecen invenciones como la primera tarjeta de crédito, por McNamara y Schneider (Pérez, 2020). A esta invención le han seguido muchas otras, como los cajeros automáticos o la creación de internet en la década de los 80, invención que ha supuesto innumerables cambios en la industria, tanto general como financiera.

Es ahora, cuando, si echamos la vista atrás, nos damos cuenta de la importancia que han tenido todas estas innovaciones en el sector de las finanzas. Para nosotros sería ciertamente difícil pensar en un mundo en el que no contáramos con facilidades como aplicaciones informáticas, bancos online o simples tarjetas de crédito. Y es que esta forma de pago sigue ganando adeptos, consiguiéndose en el año 2016 uno de sus más importantes hitos, lograr que la cuantía total de los pagos con tarjeta supere a la cuantía sacada en efectivo de los cajeros (De Barrón, 2017). Esto nos hace ver la importancia y crecimiento que han tenido estas innovaciones al haber superado a los medios clásicos.

Una vez se ha expuesto de forma breve el origen e importancia de las *fintech*, procederemos a introducir con más detalle los hitos temporales que han marcado su desarrollo y que permiten dividir este camino en cinco etapas: *Fintech 1.0*, *Fintech 2.0*, *Fintech 3.0*, *Fintech 3.5* y *Fintech 4.0*.

2.2.2. *Etapas de desarrollo*

i. *Fintech 1.0*

Esta etapa transcurre entre los años 1886 y 1967. Fue importante puesto que es el inicio de los servicios que conocemos hoy en día. Sin las innovaciones que se sucedieron en este periodo no podríamos estar donde nos encontramos en la actualidad. Debemos destacar creaciones como los cables trasatlánticos o la Red de Cables de la Reserva Federal (*Fedwire*). Es en este periodo cuando se empieza a hablar por primera vez de la globalización, que comienza con los medios que permitían el intercambio de información entre los distintos países de forma rápida, como el telégrafo o el ferrocarril (Zigurat, 2022).

Ya en esta época se vio la potencial aplicación de estos avances tecnológicos al sector de las finanzas. Se generó la infraestructura general sobre la que descansaría el comienzo de la globalización y tuvieron lugar los avances de la Posguerra Mundial (Arner, Barberis y Buckley, 2017).

ii. *Fintech 2.0*

En cuanto a esta segunda etapa, va desde 1967 hasta el año 2007 (40 años), y podemos decir que se caracteriza por ser aquella en la que comienza la digitalización. Tiene lugar el gran paso hacia la industria digital gracias a avances en campos como el de los medios de pago o el de los mercados de valores y a la aparición del internet.

Comenzando por los medios de pago, se puso de manifiesto la necesidad de desarrollar un sistema de pago transfronterizo, a raíz de la cual surgió la Sociedad de Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales o SWIFT, (por sus siglas en inglés, “*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*”), en el año 1973 (Setiawan y Maulisa, 2019). Asimismo, a partir de la caída del Banco Herstatt, surgió la necesidad de articular un sistema regulatorio sobre el nuevo sector de las finanzas en el que contaban con gran presencia las innovaciones tecnológicas.

Por lo que respecta a los mercados, en el año 1970 surge el NASDAQ, la primera bolsa de valores digital del mundo, lo que supuso un precedente muy importante al establecer el modelo que siguen esta clase de mercados en la actualidad (Eulises, 2020).

En cuanto a los avances introducidos por internet, debemos destacar el surgimiento de los primeros protocolos bancarios por medio del “*World Wide Web*” de *Wells Fargo* en el 1995 para ofrecer la primera experiencia bancaria a través de internet (Setiawan y Maulisa, 2019). Esto supuso un golpe de efecto en la industria pues es cuando de verdad se apreció la enorme ventaja que suponía hacer de estos avances la base del desarrollo del sector, pasando muchos agentes del sector finanzas a realizar cuantiosas inversiones para garantizar el impulso y desarrollo conjunto de ambos sectores.

iii. Fintech 3.0 y 3.5

Durante este periodo es cuando empiezan a surgir las conocidas “*startups*”. Y es que durante los años comprendidos entre 2008 y 2018 la fuerza que estas compañías han ido adquiriendo es muy importante. Han contribuido a que el sistema financiero se haya reformado y dinamizado, provocando en muchos casos su modernización y han acabado con la común idea de que los servicios financieros son sólo prestados por los bancos.

Si bien es cierto que las primeras “*startups*” datan de finales del Siglo XX, cuando algunas compañías financieras y *bigtech* se empezaron a interesar por la prestación de los servicios financieros en conexión con la tecnología disruptiva no es hasta años más tarde cuando se consolida esta nueva forma de empresa.

Durante el año 1999 surge la primera cartera digital, como fruto de la aplicación de estas innovaciones disruptivas. A raíz de ello, muchas compañías se decidieron también a replicar el modelo y lanzar sus propias carteras digitales (Plotkin, 1999).

En cuanto a las etapas en que se divide el desarrollo de estas empresas cabe decir que se han visto influenciadas por el factor geográfico. Ello se debe a que, dependiendo del lugar en el que nos encontremos, se han promulgado unas u otras políticas más o menos restrictivas con respecto a estos nuevos modelos de negocio. Asimismo, las condiciones económicas de los distintos países no son las mismas, por lo que en aquellos en los que se fomente la inversión se

habrán desarrollado de forma más rápida que en los que la inversión no se vea favorecida o esté rodeada de problemas burocráticos o impositivos. Por último, el crecimiento del sector *fintech* también se ha visto influenciado por la confianza que han depositado los consumidores de los distintos países en estos nuevos modelos de negocio con respecto a los modelos tradicionales representados por los bancos (McCarthy, 2015).

Tratando las *Fintech 3.5*, es preciso aclarar que no es que se sean un modelo distinto a las *Fintech 3.0*, la diferencia reside en los países a los que llegan. Como hemos explicado, el desarrollo *fintech* depende en gran medida del factor geográfico y político. Por *Fintech 3.5* nos referimos a la expansión de las finanzas digitales a países subdesarrollados. A título ejemplificativo, países como India nunca han contado con una estructura bancaria al nivel de países occidentales como Reino Unido, España o Alemania. Sin embargo, ahora tienen en su mano un arma de gran poder que les va a permitir el desarrollo de una red de servicios financieros que nada tenga que envidiar a la de los países más desarrollados (Zigurat, 2022).

iv. Fintech 4.0

Para concluir, trataremos el impacto que han tenido las más recientes tecnologías e innovaciones como el “*blockchain*” en el ámbito de los servicios financieros, o lo que se conoce como *Fintech 4.0* y que va desde el año 2018 hasta la actualidad.

Avances como el “*machine learning*” están cambiando la forma de interactuar con los bancos y otras entidades, quienes cada vez son más capaces de ofrecer un asesoramiento hecho a medida para cada consumidor. Asimismo, elementos como la inteligencia artificial, están abriendo un nuevo horizonte de posibilidades en el que la predicción del comportamiento de los consumidores está ganando mucha relevancia (Zigurat, 2022).

A pesar de que esta etapa no ha hecho más que comenzar, promete llevar al sector a un nuevo nivel en el que se expresarán al máximo todas las tecnologías de las que disponemos actualmente y las que vendrán en los próximos años. Y es que es imposible saber el efecto final que van a tener las *fintech*, sin embargo, su historia y perspectivas de futuro nos hacen ser optimistas acerca del futuro de los servicios financieros.

2.3. Clases de *fintech*

Dentro de las compañías *fintech* podemos diferenciar seis grandes grupos: bancarias, pagos, “*personal financial management*” (o “PFM”), riqueza, préstamos y finanzas integradas.

- Bancarias. Como sabemos, el sector bancario ha cambiado enormemente durante los últimos años. Con la llegada de la tecnología y de estas empresas los servicios han pasado a estar fuertemente sistematizados. Cuestiones cotidianas como la apertura de cuentas, en la actualidad, pueden llevarse a cabo con mayor facilidad por medio de los servicios ofrecidos por estas compañías. Además, son muchas las ventajas que se han derivado de su papel, como la mejora en la seguridad de los servicios por medio de mecanismos encaminados a garantizar la correcta identidad de los usuarios. En resumen, los *neobancos* han irrumpido con fuerza en el sector financiero haciendo que se ofrezcan servicios más eficientes y equitativos logrando llegar a un mayor número de personas (Trificana, 2022). Algunos ejemplos de compañías de este grupo podrían ser *Revolut*, *Niquel* o *N26*.
- Pagos. Otro de los tipos de *fintech* que encontramos son las dedicadas a los pagos. Éstas se han desarrollado para poder suplir todos aquellos huecos en el sistema de pagos tradicional. A título ejemplificativo, uno de los propósitos que se busca es poder garantizar el acceso a estos servicios de pago móvil a aquellos que se encuentren en zonas remotas en las que no se encuentren sucursales bancarias fácilmente. En general, se trata de aquellas *fintech* que proveen con modelos de pago por internet (Bazarbash et al. 2023). Como ejemplos, nos referimos a *Western Union*, *Routable* o *Prizeout*.
- “*Personal financial management*” o PFM. Se trata de aquellas compañías encaminadas a lograr una mayor sistematización de procesos como los generadores de informes financieros en los que está presente la inteligencia artificial para poder favorecer comportamientos de ahorro o gasto eficiente (Trificana, 2022). Algunas de las compañías más conocidas dentro del sector son *Mint* o *Mobills*.
- Riqueza. Las *fintech* de “*wealth management*” son todas aquellas cuyo propósito es el de actuar como vehículos para ayudar a los inversores a generar riqueza. En este caso, buscan ofrecer servicios de inversión en los que estén presentes tecnologías como plataformas de trading, “*roboadvisors*” o la gestión móvil de los recursos (Sawhney,

2023). Dos ejemplos de compañías pertenecientes a este grupo son *Advicerobo* o *Bambu*.

- Préstamos. Las compañías *fintech* que se dedican a esta clase de actividades buscan hacer uso de la tecnología para tomar decisiones sobre estos préstamos más rápidas e informadas. Para ello se pueden emplear fuentes de información alternativas que midan y ponderen los distintos riesgos que envuelve la operación. Gracias a ellas se permite que un mayor número de personas tenga acceso a estos préstamos, puesto que al tener acceso a más datos se puede conocer la situación del deudor de forma más precisa y reducir el riesgo que lleva asociada la operación, lo que en última instancia favorece a promover este tipo de transacciones (Antosz, 2022). En este caso destacamos *SoLo* o *Approve Owl*.
- Finanzas integradas. Si bien las finanzas integradas no son nada nuevo, el futuro del que gozan es ciertamente prometedor. Las *fintech* pertenecientes a esta categoría buscan integrar productos financieros en interfaces digitales con las que los usuarios actúen diariamente. Existen muchas formas de articular este modelo de negocio, por ejemplo: aplicaciones de fidelidad de clientes, carteras digitales, softwares de contabilidad... Para todos aquellos consumidores y negocios que empleen dichas interfaces, el adquirir los servicios financieros será algo natural, una extensión al producto en el que se hayan integrado y que no tenga carácter financiero, como las compras por internet (Dresner et al. 2022). Algunas de las compañías más conocidas que se pueden encuadrar en este grupo son *Swan* o *Railsr*.

3. Inversiones en el sector *fintech*

3.1. Evolución

3.1.1. Situación general

La inversión en el sector *fintech* depende mucho del lugar concreto en el que nos centremos. Por ejemplo, hay lugares como Rusia o Arabia Saudí en los que la inversión en *fintech* representa apenas el 0,01% del PIB, mientras que en otros como Reino Unido el importe de la inversión en compañías de este tipo equivale al 2% del PIB (Corneli, Doerr, Franco y Frost, 2021).

Los factores que influyen en las inversiones son muy variados. Entre ellos, podemos mencionar la influencia positiva que otorga contar con un ordenamiento jurídico completo que dote al inversor de seguridad jurídica (La Porta, Lopez de Silanes y Shleifer, 2008). Esto, es decir, el contar con un régimen regulador exhaustivo, es muy relevante en relación con sectores en desarrollo, como el sector *fintech* (Barba, Franco, Calzolari, Mansilla-Fernández, 2019).

En términos generales, las inversiones en empresas *fintech* se han incrementado considerablemente a partir de la segunda década de este siglo, tanto en términos monetarios como en lo relativo a número de operaciones o “*deals*”. Se trata de un sector muy variado en el que se pueden encontrar desde compañías que están empezando a desarrollar una idea hasta gigantes del sector con mayor grado de consolidación y que buscan expandir su modelo.

Durante el año 2010, las transacciones en la industria *fintech*, incluyendo operaciones de Capital Riesgo, *Private Equity* y M&A, no superaron las 600, y el valor asociado a las mismas sumó 11.000 millones de dólares. Si lo comparamos con las cifras recogidas nueve años más tarde, vemos como se han incrementado en un 1.881,81% en términos monetarios, y un 733,3% si nos referimos al número de operaciones, alcanzando los 218.000 millones de dólares y los 5.000 “*deals*”. Durante los años 2010-2020, el incremento anual medio de los fondos destinados a *fintech* ha sido de un 45%, un 37% mayor que el incremento correspondiente a los fondos destinados a empresas no pertenecientes al sector (Corneli, Doerr, Franco y Frost, 2021).

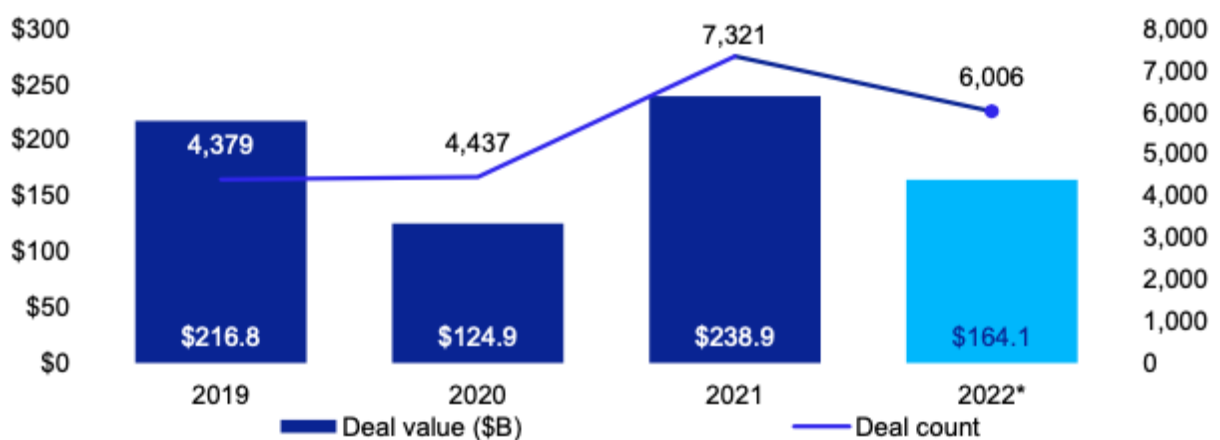
Cabe destacar que el crecimiento ha sido generalizado, es decir, no se ha centrado en una sola región, sino que en todos aquellos lugares en los que el sector *fintech* está presente se ha visto impulsado en mayor o menor medida. Las principales plazas a este respecto fueron Estados Unidos, Europa, Reino Unido y China, representando el primero el 50% del total del volumen movilizado y los otros tres, conjuntamente, un 35% (Corneli, Doerr, Franco y Frost, 2021).

Es importante analizar también cómo han cambiado las tendencias en lo que se refiere a los distintos segmentos que encontramos dentro del mundo *fintech*, que son: seguros, hipotecario e inmobiliario, datos, criptomonedas y “*blockchain*”, inteligencia artificial y “*machine learning*” y “*e-commerce*”. Las inversiones en empresas destinadas al desarrollo de la inteligencia artificial, criptomonedas y “*blockchain*” y datos, últimamente, han experimentado una importante subida. En cuanto a las *fintech* de seguros y mercado inmobiliario, la inversión se ha mantenido constante durante los últimos años. Finalmente, las compañías destinadas al comercio en línea han visto como han perdido parte del interés de los inversores, recibiendo ahora menos inversión de la que acostumbraban (Cornelli, Doerr, Franco y Frost, 2021).

3.1.2. Especial atención a los últimos cuatro años

A partir de los siguientes gráficos se ofrecerá una visión global del impacto que las distintas operaciones de inversión están causando en el desarrollo de la industria *fintech* durante los últimos cuatro años.

Ilustración 1: Inversiones en la industria *fintech* durante 2019-2022

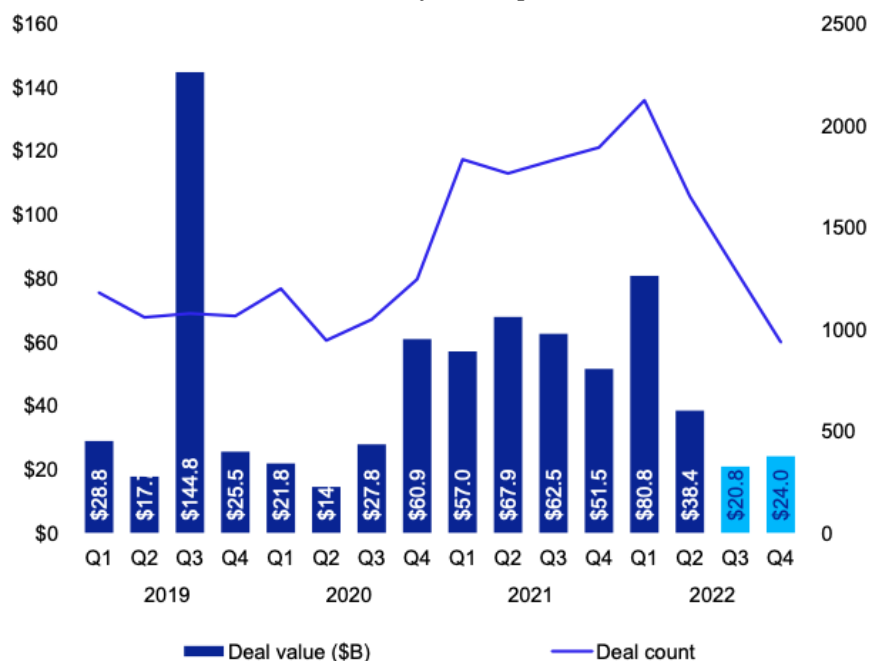


Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KMPG)

Como se puede apreciar en el anterior gráfico, durante los últimos cuatro años la inversión en el sector de las finanzas tecnológicas ha fluctuado. En el año 2019 se alcanzó la cifra de 216.800 millones de dólares invertidos en estas compañías. Con el cambio de década, la inversión se frenó, aunque no de manera drástica. Fueron un total de 124.900 millones de dólares los que se destinaron al sector. Con la llegada del año 2021, la inversión en el sector volvió a experimentar una época de auge absoluto. Se batieron todos los récords históricos, alcanzándose la friolera cifra de 239.900 millones de dólares en concepto de inversión en empresas *fintech*, lo que supuso un gran impulso para el mismo. Finalmente, durante el año 2022, han sido 164.100 millones de dólares los destinados al fomento de la industria. Se puede apreciar un notable descenso en comparación con el año anterior, aunque, aun así, fue un gran año en cuanto a inyección de capital en estas compañías se refiere (KMPG, 2023).

Además, es interesante fijarnos en el número de operaciones que tuvieron por objeto a compañías del sector. A este respecto, destacamos cómo en el año 2021 se alcanzó el récord histórico de transacciones en el sector *fintech* con un total de 7.321 (KPMG, 2023). Al analizar estos datos se nos puede plantear la duda de por qué hay esas grandes fluctuaciones de un año para otro. Podemos obtener respuestas a partir del análisis del siguiente gráfico.

Ilustración 2: Inversión en la industria fintech por trimestres durante 2019-2022



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Lo primero que nos llama la atención al fijarnos en el anterior gráfico es la enorme actividad que tuvo lugar en el sector durante el tercer trimestre del año 2019. Y es que fueron 144.800 millones de dólares los que se movilaron entre operaciones de Capital Riesgo, Private Equity y Fusiones y Adquisiciones (KPMG, 2023).

Como es lógico, esto tiene una explicación. En primer lugar, cabe decir que se debe a la actividad del M&A en este campo, pues tuvieron lugar complejísimas transacciones por cuantías inimaginables, como la compra de *Worldpay* en julio de este año por parte de *Fidelity Information Services* (FIS), operación que alcanzo los 42.500 millones de dólares. Sin embargo, esto explica únicamente parte del éxito, pues encontramos más motivos que aportan luz sobre tan brillante trimestre, como la robustez que caracterizó al sector y que, consecuentemente, atrajo a muchos interesados a invertir sus fondos en estas compañías (KPMG, 2020).

En el año 2020, observamos un descenso general del flujo monetario en el sector. La razón por la que se dio esta situación es conocida por todos: el Covid-19. La pandemia tuvo un efecto devastador, no sólo a nivel de nuestro sector en concreto, sino para la economía en general. Se centraron los esfuerzos en superar el problema médico. Sin embargo, se aprecia como, a pesar de un comienzo dubitativo por el efecto del virus, la segunda parte del año comienza a mostrar una buena tendencia, coincidiendo con la recuperación de la situación pre-pandemia.

Parece lógico que, a medida que se iba solventando la situación sanitaria, la economía diera pasos en su misma dirección. Además, se puede decir que no todo lo que trajo consigo este año fue malo para las *fintech*, pues parte del sector (*fintech* dedicadas a pagos, especialmente) se vio potenciado al ser indispensable para poder salir adelante (KPMG, 2020).

Continuando con el año 2021, apreciamos la consolidación del crecimiento que experimentó el sector durante los últimos meses del año anterior. Se trata del año en el que se reanudó la actividad económica. Tras las dificultades que se atravesaron el año anterior, con el confinamiento y el elevado grado de incertidumbre, la economía se fue reactivando. Además, a partir de la crisis sanitaria se pone de manifiesto la utilidad de la tecnología para los distintos procesos. Esa es precisamente una de las razones por las que la inversión en la industria *fintech* logra unas cifras de récord, el haberse probado vital la necesidad de acelerar la transformación hacia una sociedad en la que la tecnología estuviera más presente, incluyendo, por supuesto, a los servicios financieros.

Asimismo, a raíz de la COP26, o lo que es lo mismo, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el cambio climático de 2021, se impulsó el sector *fintech*, en concreto a aquellas compañías focalizadas en el desarrollo de las políticas ESG (“*Environmental, Social and Governance*”), que pasaron de ser un segmento que no atraía mucha inversión a uno de los más atractivos para inyectar capital (KPMG, 2022).

También, ha sido muy importante la tendencia a invertir en lo que se conoce como “*core banking infrastructure*”. Por él, nos referimos a aquellos sistemas que se encargan de soportar las transacciones rutinarias (Malyshev, 2022). Esto se debe a que todos quieren ganar en operatividad y automatización de cara a obtener ventajas competitivas con respecto al resto de agentes del mercado o, a “*sensu contrario*”, a que nadie quiere ofrecer un servicio o producto desfasado y más costoso que haga al consumidor cambiar de prestador.

Para finalizar, el año 2022 no ha sido sencillo. Todo el mundo es consciente de los graves problemas que han marcado estos meses. La Guerra de Ucrania ha supuesto un impacto negativo en los movimientos de capital, pues a raíz de ésta se ha producido lo que se conoce como efecto dominó. Con la invasión se han incrementado las restricciones a la exportación de muchos productos, así como la opacidad y asimetría de los mercados. Esto, consecuentemente, ha producido problemas en las cadenas de suministro y está complicando mucho el comercio de importantes bienes como el gas, petróleo, aluminio o níquel. A raíz de la falta de oferta de estos productos, la demanda es infinitamente superior a las cantidades a las que se puede acceder, lo que ha provocado que la inflación suba desmesuradamente (OECD, 2022).

La guerra entre Ucrania y Rusia ha debilitado la economía al haber alterado el comercio y generado una crisis de precios que ha dado lugar a una inflación sin medida y a un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales (Banco Mundial, 2022). Por ello, las inversiones están experimentando tendencias a la baja en todos los sectores, incluido el *fintech*.

3.2. Capital Riesgo como impulsor de crecimiento

3.2.1. Conceptualización

El Capital Riesgo, podría definirse como una forma y medio de financiación a través de la que inversores proveen a “*startups*” y pequeñas compañías que ellos consideran que tienen un enorme potencial de crecimiento en el largo plazo con fondos para que éstas puedan ejecutar

sus planes de desarrollo y expansión (Hayes, 2022). De esta forma todas las partes involucradas en el proceso obtienen lo que buscan. Por un lado, los fundadores de la compañía pasan a disponer de fondos suficientes para materializar sus ideas y por otro, los inversores, cuentan con la posibilidad de obtener unos retornos más que atractivos en caso de que la compañía en cuestión logre el éxito esperado.

Se trata de una inversión que va destinada a empresas no consolidadas que pueden no tener ni si quiera flujos de caja o incluso tener flujos de caja negativos. Esto se debe a que la “*ratio*” de la inversión no es la situación actual de la compañía sino el potencial crecimiento que pueda experimentar en el largo plazo (Portal PYME, s.f.).

Cabe apuntar, además, que la sociedad inversora puede ofrecer un valor añadido, ya que es la más interesada en que la sociedad receptora de los fondos tenga éxito. Por ello, es frecuente que el inversor participe de las decisiones estratégicas, como las de contratación, y de las institucionales, poniendo su esfera de contactos a disposición de la receptora (Portal PYME, s.f.)

Decimos que actúa como impulsor de crecimiento ya que tener una buena idea no es suficiente como para contar con créditos bancarios que permitan su ejecución. Es por ello por lo que, de no ser por la inversión que se realiza por esta vía, muchas de las grandes compañías que existen hoy en día no habrían llegado a donde están pues no habrían obtenido forma de sufragar los gastos que supone el desarrollo de la idea.

El Capital Riesgo surge en el año 1946, a raíz de la iniciativa del Profesor de *Harvard Business School* Georges Doriot, quien fundó la *American Research and Development Corporation* (la “ARDC”). Esta compañía fue la primera que adoptó como “*modus operandi*” el invertir en otras sin buscar un beneficio inmediato, es decir, primó la posibilidad de obtener un beneficio mayor ante la seguridad de la inversión. De esta forma no sería necesario que tuvieran éxito todas las inversiones, puesto que una buena operación sería suficiente para cubrir las potenciales pérdidas del resto. La ARDC sentó precedente en la industria gracias a una de sus inversiones del año 1957, cuando se hizo con el 77% del capital de *Digital Equipment Company* por 70.000 dólares, cuantía insignificante con respecto a la valoración de 355 millones de dólares que obtendría 14 años más tarde (Venture Forward, 2022).

Como su propio nombre indica, se trata de una práctica que conlleva un riesgo. Es posible que la inversión no se vea recompensada porque la ejecución de los planes de los que reúnen los fondos no vaya según se hubiera previsto, es decir, que no se obtenga un beneficio suficiente como para que las acciones sean atractivas al público o llamen la atención de grandes compañías que vean en ellas una forma de inversión segura (Ray, 2017). Sin embargo, los espectaculares retornos que prometen es razón suficiente para que los inversores se atrevan a soportar el riesgo.

3.2.2. Fases

Antes de comenzar con el propio análisis del *Venture Capital* en relación con nuestro sector, el sector *fintech*, debemos aclarar que son cinco las etapas clave para el desarrollo y financiación de las “*startups*”, y, en consecuencia, para la materialización de la inversión en las mismas -y en las que el Capital Riesgo juega un papel fundamental- antes de poder proceder a la venta de la compañía ya sea en los mercados de valores (por medio de ofertas públicas iniciales) o a otras compañías.

- i. Ronda pre-semilla. En esta ronda, como se puede inferir por su denominación, la idea se encuentra en su etapa inicial. Supone el comienzo de la compañía, cuando no se ha empezado a desarrollar el producto o servicio. En ella, se busca convencer al inversor de que lo que se viene a ofrecer va a tener una buena recepción en el mercado y, consecuentemente, va a poder generar flujos de caja positivos en el futuro (Winnie, 2022). Tiene por objeto sufragar todos aquellos gastos en los que se ha de incurrir de forma necesaria antes de proceder con la ejecución de la idea, como por ejemplo los gastos de registro de marca y patentes o de desarrollo de concepto (Fowler, 2021). Históricamente y actualmente, ha habido muchos proyectos que no han podido salir adelante precisamente por no contar con el capital necesario para materializarlos. Éste es el problema que la ronda pre-semilla viene a solventar, la imposibilidad de acceder a créditos o préstamos de bancos por la falta de garantía de solvencia de los potenciales deudores, puesto que ofrece la vía de la inversión privada.
- ii. Ronda semilla. Una vez se ha conseguido con éxito reunir el capital suficiente para comenzar a ejecutar la idea y se ha probado en fase teórica la viabilidad del proyecto,

llega el momento de conseguir juntar los recursos para llevar a cabo las correspondientes investigaciones de mercado, los planes de negocio, formar el equipo y desarrollar el producto o servicio (Fowler, 2021). Se busca validar el modelo de negocio ante clientes como garantía ante los inversores.

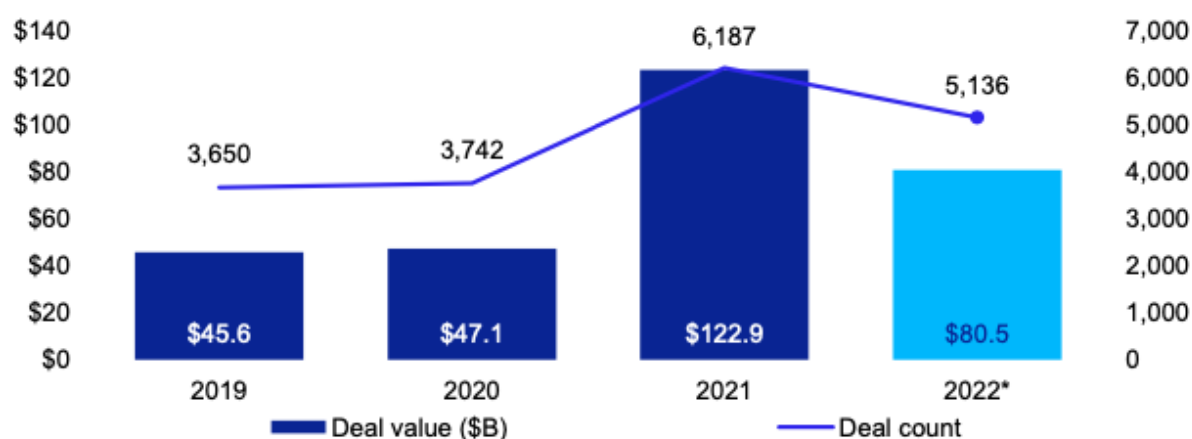
- iii. Serie A. Una vez ya han transcurrido las dos primeras etapas en la vida de una “*startup*”, se cuenta con un modelo de negocio y se ha probado que el producto o servicio puede funcionar. Es ahora cuando se ha de perfeccionar el producto y establecer el público al que será dirigido finalmente. Se necesitarán fuertes campañas de marketing y estudios adicionales que sigan validando el proyecto y anticipen la existencia de flujos de caja positivos. Ya se tiene una idea firme y un plan, pero será necesario demostrar cómo se va a monetizar el producto o servicio en el largo plazo para obtener la rentabilidad requerida, es decir, que la estrategia que se va a seguir es la adecuada (Fowler, 2021).
- iv. Serie B. El objetivo de esta serie de financiación es impulsar el crecimiento y preparar rondas de financiación futuras, en su caso. La compañía ya cuenta con cierto reconocimiento, ha probado su producto y tiene una estrategia definida. Ya se ha demostrado que la idea es rentable y lo que se busca es aumentar la valoración de la empresa por medio de la expansión hacia nuevos territorios en los que ofrecer su producto o servicio. El capital necesario para acometer la expansión es mayor que el que se podría obtener por medio de una serie A (BBVA, 2022).
- v. Serie C. La compañía está plenamente consolidada y entra en fase de maduración (BBVA, 2022). El objetivo principal de estas series es preparar la adquisición de la compañía, su admisión a cotización o una gran expansión por medio de su introducción en nuevos mercados o la adquisición de otras compañías. Una de las formas más comunes de proceder en esta ronda es por medio de la emisión de obligaciones convertibles, es decir, obligaciones que al tiempo de su vencimiento se convertirán en títulos representativos del capital social, consagrando a su titular como accionista de la sociedad (EQVISTA, 2022).

Cabe decir que existen rondas posteriores D, E, F... Sin embargo, con ilustrar estas primeras cinco etapas es suficiente para comprender la operativa de la inversión por medio del Capital Riesgo a la luz de las gráficas que se mostrarán en el apartado siguiente.

3.2.3. Venture Capital y fintech

Puesto que las *fintech* son por definición ideas disruptivas y arriesgadas que pretenden solucionar problemas por medio de sus productos o servicios, parece obvio que el Capital Riesgo va a ser una de las formas más comunes para obtener financiación. Esto se debe a que estas compañías, generalmente, no cuentan con patrocinadores que garanticen sus créditos ante los bancos, por ello han de recurrir a vías alternativas en las que se esté dispuesto a soportar un alto nivel de riesgo a cambio que prometedores retornos.

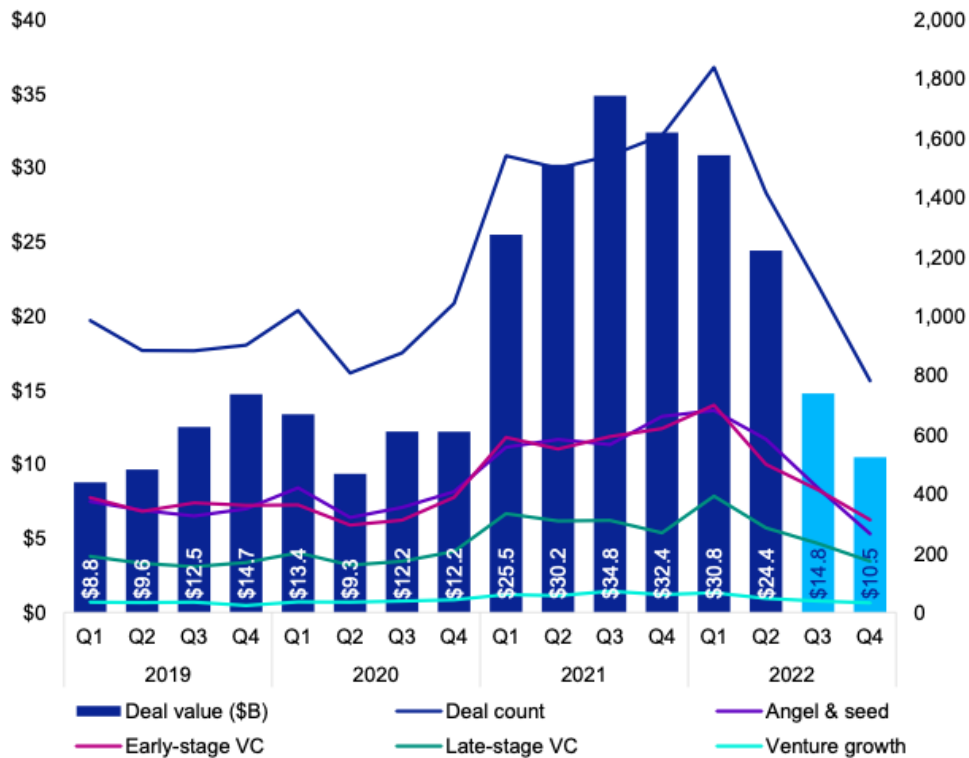
Ilustración 3: Inversiones en fintech por el Capital Riesgo durante 2019-2022



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KMPG)

Como se puede apreciar en el gráfico anterior, la inversión en *fintech*, en general, tiene una tendencia al alza. Si tenemos en cuenta la variación entre el año 2019 y el año 2022, observamos un crecimiento de la inversión de 76,5%. Sin embargo, para poder comprender la evolución en su conjunto, será necesario que no consideremos únicamente la variación porcentual correspondiente al primero y último de los años representados en la gráfica, sino también las cifras que arrojaron los años 2020 y 2021. Esto se debe a que, si bien una variación del 76,5% en cuatro años es ciertamente elevada, qué pensar de un incremento del 161% en tan sólo un año (KPMG, 2023). Encontramos dos razones principales que podrían aportar luz sobre esta cuestión. Para exponerlas, será preciso obtener los resultados trimestrales relativos a la inversión durante estos cuatro años.

Ilustración 4: Inversiones en fintech por Capital Riesgo por trimestres durante 2019-2022



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Una vez tenemos los datos correspondientes a los últimos cuatro años desglosados por trimestres, procede analizar las fluctuaciones en atención al momento concreto.

En cuanto al año 2019, se mantienen, aproximadamente, los niveles de inversión realizados por el Capital Riesgo durante el año previo, siendo la variación de un -5,4% (KPMG, 2020). A pesar de que no creciera la inversión por el Capital Riesgo, no se puede decir que se tratara de un mal año. El sector venía experimentando un gran crecimiento y una mínima variación negativa del 5% no sería suficiente como para considerar que el sector ha entrado en una tendencia de decrecimiento. La razón podría ser achacable al propio ciclo de inversión, pues el tamaño de las rondas venía aumentando y llega un momento en el que los inversores deciden retirar su capital en fases más tempranas (KPMG, 2020). En cualquier caso, si tomamos como referencia el inicio de este año, se puede ver que el sector sigue creciendo, recaudándose cada trimestre más que en el anterior.

Por lo que respecta al año 2020, sí pueden apreciarse unos niveles de inversión más moderados, que se mantienen estables con carácter general durante todo el año. Sin embargo, es curioso que el sector no siguiera con su crecimiento. No cabe duda de que esto se debe al impacto del Covid-19 que, a pesar de haber puesto de manifiesto la importancia del sector *fintech* y las posibilidades que éste puede ofrecer, causó que la situación de incertidumbre general y económica impactara negativamente en las inversiones realizadas por medio del *Venture Capital* (Brown y Rocha, 2020).

Las desinversiones por parte de los fondos de la industria del *Venture Capital*, así como sus inversiones, se ralentizaron a la espera de conocer las futuras tendencias del mercado. La industria recurrió a mecanismos como la extensión de los periodos en los que materializar la inversión o la prolongación de la duración del propio fondo (Rodríguez, Alier y Torné, 2020). Esta reticencia mostrada por los inversores en Capital Riesgo se debe a que no están dispuestos a soportar situaciones en las que la incertidumbre es causada por varias fuentes de forma simultánea (Conti, Dass, Di Lorenzo y Graham, 2019), en este caso la generada por el Covid-19, las dudas sobre las tendencias del mercado y el panorama económico general que quedaría después de la pandemia.

Por lo que respecta a la segunda mitad del año, se observa como a medida que nos íbamos recuperando de la crisis sanitaria, la inversión iba recuperando sus niveles previos, puesto que el final de la etapa más dura en lo relativo al virus coincide, como no podría ser de otra forma, con el inicio de la recuperación de la salud económica.

Siguiendo con el año 2021, podemos decir que se trata de un año de récord. La pandemia causada por el Covid-19, si bien tuvo efectos negativos en un primer momento, puso de manifiesto el amplio abanico de posibilidades que la industria *fintech* ofrece, por lo que cautivó a los inversores, quienes, una vez la situación económica recuperó su estado normal, no dudaron en invertir grandes cantidades en estas compañías por medio de instrumentos de Capital Riesgo.

La razón por la que la inversión en el sector se disparó fue la creciente popularidad de distintas ramas de las *fintech*, en especial las de “*blockchain*”, criptoactivos y las de ESG. Si tuviéramos que emplear una palabra para definir el año, ésta sería expansión (KPMG, 2021). La inversión realizada por el *Venture Capital* alcanzó su récord absoluto con 115.000 millones de dólares

invertidos en los distintos subsectores *fintech*, superando holgadamente la cuantía obtenida en 2018 de 53.200 millones de dólares (KMPG, 2020).

Se debe destacar el hecho de que ocurrieran siete rondas de financiación por cuantías superiores a los 1.000 millones de dólares, todas ellas en EE.UU. A título ejemplificativo mencionamos la ronda de 2.000 millones de la americana *Generate* o la ronda de 1.000 millones de la compañía con sede en Bahamas *FTX*, conocida quizá por su reciente escándalo que le ha llevado a declarar la bancarrota (Hoskins, 2023).

Otra de las causas de este espectacular año para el sector *fintech*, en cuanto a desarrollo e inversión se refiere, es la celebración de la COP26. Con el objetivo de mantener el incremento global de temperatura por debajo de los 1,5° C, se diseñó una estrategia partiendo del impacto que tienen todos los sectores en el cambio climático. En esta cumbre se concluyó que hay un claro punto en común entre el sector financiero, tecnológico y el de sostenibilidad: las *fintech* o “*green*” *fintech*. Estas empresas se están aprovechando de la ágil tecnología a la que tienen acceso que, aparte de ser mucho más eficiente, es más beneficiosa para el medio ambiente (Lincoln and Moore, 2021).

Esto ha quedado demostrado por medio de diversos estudios. Por ejemplo, *Amazon Web Services* (AWS), ha probado por medio de las 451 investigaciones que ha desarrollado con respecto a sus servicios web, que su infraestructura es hasta 3,6 veces más eficiente que la media estadounidense y hasta 5 veces más en comparación con las compañías europeas. Esto se debe a que la huella de carbono que deja este servicio es un 80% menor que la de la media. Además, en el año 2025, la huella de carbono quedará prácticamente neutralizada (en un 96%) (Bizo, 2019).

Es por ello por lo que se ha decidido aumentar la inversión en las *fintech* que pretendan contribuir al desarrollo, implementación y consecución de las políticas ESG.

Para concluir con el análisis de esta gráfica nos centraremos en el último año, 2022. Si bien durante los seis primeros meses la actividad mantuvo la robustez que profesó durante el año anterior, observamos que a partir del comienzo de la segunda mitad del año la inversión se reduce fuertemente. Esto encuentra su motivo principal en la Guerra de Ucrania y sus implicaciones económicas.

Con esta guerra la incertidumbre económica ha crecido. Al estar plenamente involucrada Rusia, una de las mayores potencias a nivel mundial en reservas de materias primas como el gas o petróleo, la economía se ha resentido gravemente. Como en toda guerra, hay bandos, lo que supone que las relaciones comerciales y de interés entre los partidarios de ambos sufren. En este caso, al ser Rusia un gran tenedor de preciados bienes como el gas, las economías que dependían de su suministro han tenido que explorar nuevas vías.

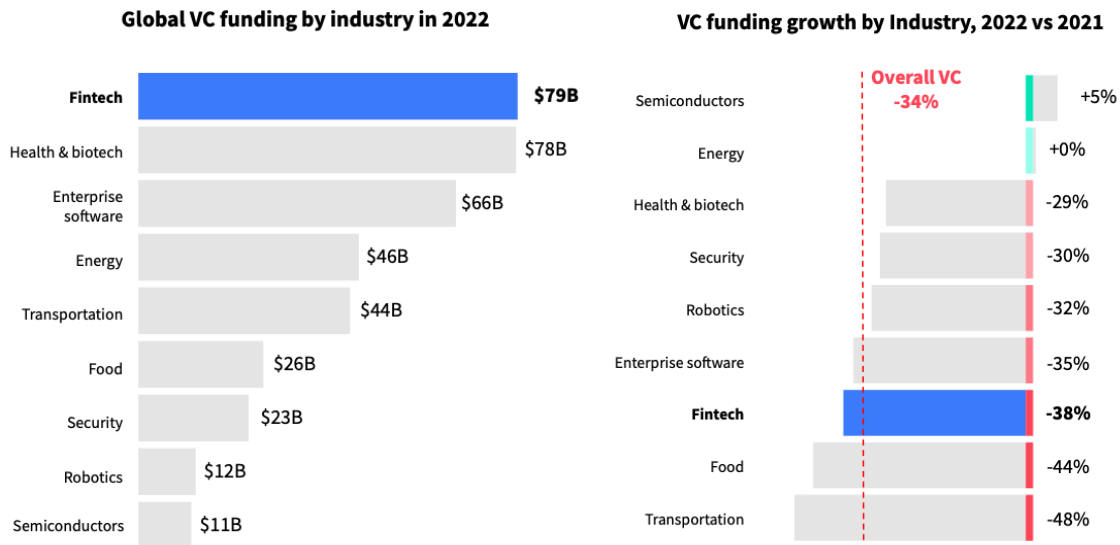
Sin embargo, el problema no se limita a eso. El impacto sobre la cadena de suministro ha sido terrible. Desde que Rusia invadió Ucrania los precios de la comida, energía y materias primas han subido en todo el mundo, desencadenando un aumento de la inflación (Alderman, 2022).

La inflación, entre otros muchos perjudicados, afecta a las inversiones de Capital Riesgo. Las subidas en los tipos de interés han hecho que las previsiones de los inversores se cumplieran, es decir, que el *Venture Capital* redujera su marcha inversora, especialmente en las rondas más elevadas (A, B, C y sucesivas). Los inversores están poniendo de manifiesto que las decisiones de inversión requieren mayor tiempo puesto que el análisis de la situación es más complejo, especialmente en lo que se refiere a las rondas de financiación más tardías. Esto se debe a que el escenario económico que enfrentamos es un escenario nuevo en el que no conocemos el posible resultado (Kniaz, 2022).

En conclusión, la Guerra de Ucrania ha desencadenado una serie de circunstancias que están teniendo un importante impacto, no sólo a nivel global sino también en la industria del Capital Riesgo en concreto.

También conviene conocer la posición del sector *fintech* dentro de la industria del Capital Riesgo, por lo que se analizarán las tendencias de inversión en el año 2022 para conocer si el sector de las finanzas tecnológicas se ha visto especialmente perjudicado o si, por el contrario, mantiene la atención de los inversores.

Ilustración 5: Inversiones por parte del Capital Riesgo en los distintos sectores en 2022



Fuente: Fintech 2022 Report (Dealroom)

Tal y como se aprecia en la tabla, el sector *fintech* es el que más inversión atrae en términos de Capital Riesgo con un total de 79.000 millones de dólares invertidos en el año 2022. Supera a importantes industrias como la de la salud y biotecnología (por 1.000 millones) u otras como la de la energía o transportes (por más de 30.000 millones) (Dealroom, 2022).

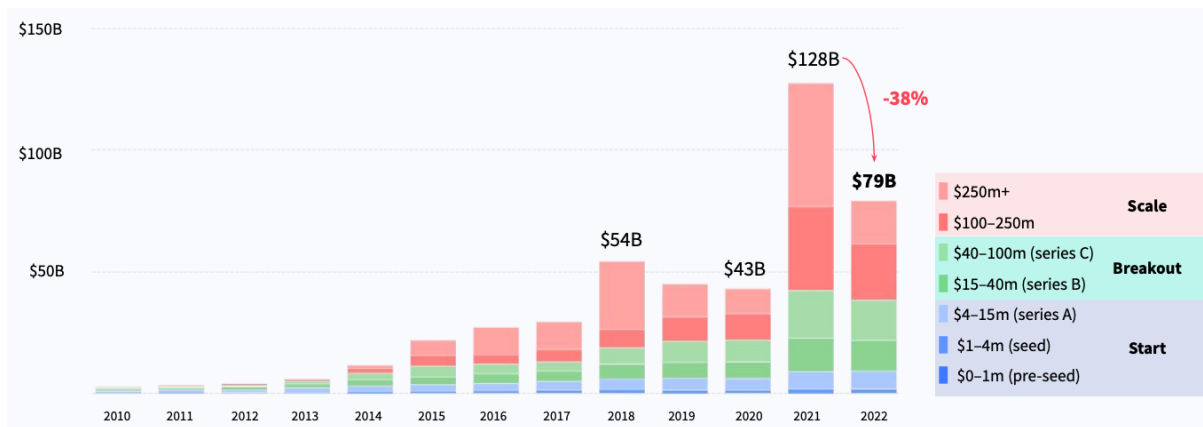
Cabe precisar que se trata de un éxito de carácter relativo si tomamos como referencia años anteriores, ya que, con respecto al año 2021, las inversiones en el sector han caído un 38%. Aunque puede parecer alarmante, debemos considerar estos datos en relación con la industria del *Venture Capital* en general, pues observamos que el problema no es que las *fintech* estén dejando de llamar la atención del inversor, sino que estas operaciones han reducido su volumen en un 34% con respecto al año anterior, y sólo el sector de los semiconductores ha logrado obtener en el año 2022 más inversión por esta vía que en el año anterior (Dealroom, 2022).

En cualquier caso y a la luz de los datos, no parece que debamos alarmarnos, pues la industria *fintech*, a pesar de haber obtenido un 38% menos de recursos, o lo que es lo mismo, 49.000 millones de dólares menos, sigue conservando su atractivo, como dejan de manifiesto los 79.000 millones de dólares destinados a impulsar su crecimiento (Dealroom, 2022).

Esto se debe a que la relación entre las *fintech* y el *Venture Capital* es la de una simbiosis perfecta. Las *fintech* necesitan de estas inversiones para desarrollar sus modelos y estrategias,

pues al contar con flujos de caja negativos, generalmente, y ser, consecuentemente, “*cash burners*” es muy difícil que obtengan financiación por medio de deuda. Asimismo, el Capital Riesgo ha encontrado en este sector la inversión adecuada a su modelo. Estos instrumentos buscan rentabilidades potenciales muy elevadas (“estratosféricas”) asociadas a ideas rompedoras que conllevan un elevado riesgo. Por ello, las *fintech* son el sector perfecto, es una industria relativamente nueva que está experimentando un desarrollo impactante, ofreciendo la posibilidad de obtener retornos muy generosos para aquellos que estén dispuestos a soportar el riesgo que tienen asociado.

Ilustración 6: Inversiones en fintech por el Capital Riesgo a nivel global por ronda de financiación



Fuente: Fintech 2022 Report (Dealroom)

Resulta interesante, también, analizar en qué fases se producen estas inversiones. Con carácter general, se aprecia como la inversión ha ido creciendo paulatinamente año tras año en cada tipo de serie. Sin embargo, llaman especialmente la atención dos cuestiones: el enorme incremento de las rondas más tardías durante el año 2021 y la reducción de la inversión en ellas durante el año 2022.

Por lo que respecta a la primera, podemos concluir que se debe a que los inversores optaron por una estrategia que giraba en torno a invertir mayores cuantías en un menor número de empresas en lugar de invertir cuantías más reducidas en un mayor número de compañías. Esto significa que prefirieron acudir a rondas más elevadas en las que las necesidades de capital son mayores que en rondas tempranas (Ann, 2022). A esto le debemos sumar el hecho de que el número de compañías que emprendieron rondas de financiación C fue muy elevado, puesto

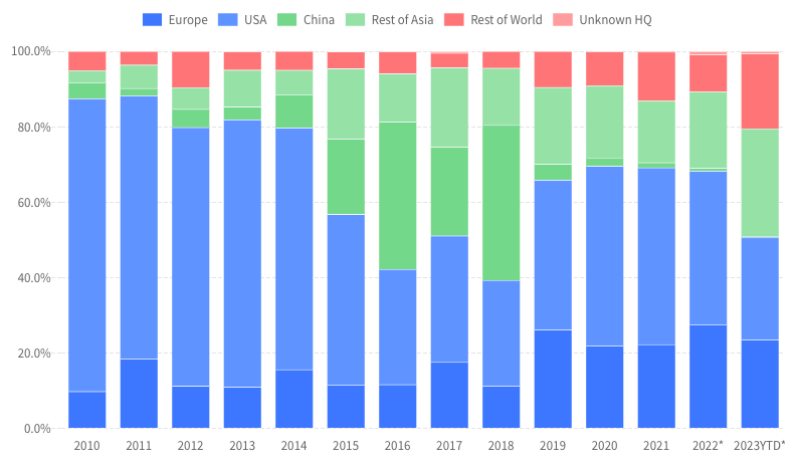
que la industria cuenta ya con algunas compañías gran tamaño, que buscan saciar su hambre de expansión hacia nuevos mercados, lo que requiere de grandes capitales que sólo pueden recaudarse por medio de estas series (Teare, 2022).

En cuanto al siguiente año, 2022, los motivos que llevaron a reducir las inversiones en estas rondas son los que hemos explicado a la hora de comentar el gráfico de inversión por trimestres, es decir, el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia y sus consecuencias.

Además, no debemos pasar por alto el hecho de que los mercados públicos están relacionados con el mercado privado, por lo que en caso de contracción de los mercados (como sucedió en este año 2022), los múltiplos de compañías similares (que se entiende que puedan ser compañías cotizadas) a los que recurrir para realizar las valoraciones en las que se sustenta la inversión podrán dar lugar a resultados de rondas inferiores en cuantía (Kniaz, 2022).

Para concluir, resulta interesante analizar aquellas zonas geográficas en las que está teniendo lugar la mayor parte de la inversión. Tradicionalmente, se observa un predominio estadounidense, sin embargo, éste se ha ido reduciendo poco a poco hasta alcanzar los niveles de Europa o Asia. A medida que el sector ha ido probando su potencial desarrollo y contribución a la hora de solucionar los problemas planteados por los consumidores, las inversiones se han ido popularizando. Además, más y más personas con buenos proyectos se han decidido a ponerlos en marcha. Esto está ayudando a que estén surgiendo empresas del sector alrededor de todo el mundo.

Ilustración 7: Porcentaje de inversión en función del país



Fuente: Fintech 2022 Report (Deal room)

A pesar de la tendencia expansionista comentada, sí que son determinadas zonas las que concentran la mayor parte de la inversión, éstas son: EE. UU., Europa, Reino Unido y Asia. Sin embargo, las diferencias entre ellas se están reduciendo, esperándose de cara a futuros años que se reparta a partes iguales o similares entre estas zonas. En el largo plazo, debemos añadir a las anteriores otras partes del globo, lugares que no están en los esquemas actuales pero que van a ganar importancia en los próximos años gracias a la labor democratizadora que se está llevando a cabo en el sector de las finanzas tecnológicas.

3.3. Inversiones por *Private Equity*

3.3.1. *Conceptualización*

Por *Private Equity* nos referimos a aquellas inversiones en compañías a cambio de un porcentaje sobre el capital social o, lo que es lo mismo, la propiedad de las mismas. El objetivo de estas formas de inversión es lograr la gestión de las compañías en las que invierten para que, por medio de su dirección durante un determinado periodo de tiempo se cree valor de tal forma que en el momento de la venta se consigan los retornos esperados. Las inversiones realizadas por medio de este instrumento se centran tanto en compañías públicas como privadas y requieren de una gran cuantía de dinero que se deberá comprometer por largos periodos de tiempo (Chen, Scott y Rathburn, 2022).

Es muy frecuente que se realicen por medio de vehículos creados con el propósito de reunir un determinado capital que posteriormente invertir en las compañías. De esta forma, amparadas por una dilatada experiencia, las compañías destinadas a realizar esta serie de inversiones ofrecen a una serie de personas físicas o jurídicas que veremos más adelante la posibilidad de invertir su dinero en el vehículo concreto que, a su vez, lo destinará a realizar una serie de inversiones para obtener el retorno.

Por medio de estas operaciones se adquiere la propiedad, total o parcial, de las compañías para poder estructurarlas de tal forma que se exploten sus recursos de una forma novedosa que abra un nuevo horizonte de posibilidades y que genere una rentabilidad determinada, que es la que

propició la inversión. Además, sirve como apoyo para operaciones de “*leveraged buyout*”¹ o “*distressed investment*”².

Las inversiones realizadas por medio de fondos de *Private Equity* dependerán en gran medida de la fase concreta que esté atravesando la compañía “*target*”. Encontraremos firmas especializadas en compañías que no han alcanzado la maduración plena todavía, en compañías estables con flujos de caja positivos, y en compañías que necesiten de una reestructuración. En este último caso, el objetivo sería adquirir la sociedad a un precio bajo de tal forma que se puedan acometer todas las modificaciones necesarias para después lanzar una oferta pública inicial o IPO (por sus siglas en inglés, “*Initial Public Offering*”) cuando se haya logrado reestablecer el buen hacer de la compañía en cuestión (Baldrigde, 2022).

Cabe decir que, durante los inicios de esta práctica, se apreciaba una importante falta de regulación. Sin embargo, esto ha ido cambiando con el paso del tiempo hasta el día de hoy. Actualmente estas instituciones están exhaustivamente reguladas, quedando todas sus operaciones sometidas a un alto nivel de supervisión por parte de las autoridades de competencia. Asimismo, deben cumplir con una serie de requisitos de publicidad e información para con sus clientes de tal forma que les permitan conocer con cierta periodicidad cuál es el estado de las inversiones y promover la igualdad de trato entre todos aquellos que decidan confiar sus recursos a estas firmas (Chen, Scott y Rathburn, 2022).

Para concluir con esta breve caracterización sobre las inversiones realizadas por medio de estos instrumentos, debemos analizar quiénes son los que aportan los fondos empleados por los vehículos para realizar las inversiones.

A este respecto, podemos distinguir entre los inversores acreditados e institucionales y los clientes cualificados. En cuanto a los primeros, serán todas aquellas personas físicas o jurídicas que tengan permitido negociar con valores no registrados ante las correspondientes autoridades financieras (Hayes, Scott y Clarine, 2023). Para ello deberán cumplir una serie de requisitos, como por ejemplo tener una renta superior a los 200.000 dólares anuales o trabajar en la

¹ El concepto de “*leveraged buyout*” se refiere a la compra de una compañía por parte de su órgano de administración empleando capital externo a ellos.

² El concepto de “*distressed investments*” alude a la inversión en compañías que están atravesando un periodo difícil que probablemente desemboque en la declaración en bancarrota. Por ello, se ofrece un generoso descuento a la hora de la adquisición.

industria financiera. En cuanto a los inversores institucionales, serán todas aquellas compañías que invierten los recursos de los que disponen por cuenta de quienes se los confían. Serán ejemplos de inversores institucionales las compañías de seguros o fondos de pensiones (Chen, Silberstein y Kvilhaug, 2021). Por último, respecto a los clientes cualificados, serán aquellos que reúnan una serie de condiciones como la de tener un portafolio con valor superior a los 5 millones de dólares (Peters, Cheng, Kvilhaug, 2022). Es relevante analizar estos roles pues son ellos quienes aportan la liquidez y recursos suficientes para poder acometer las inversiones por parte de los *Private Equity*.

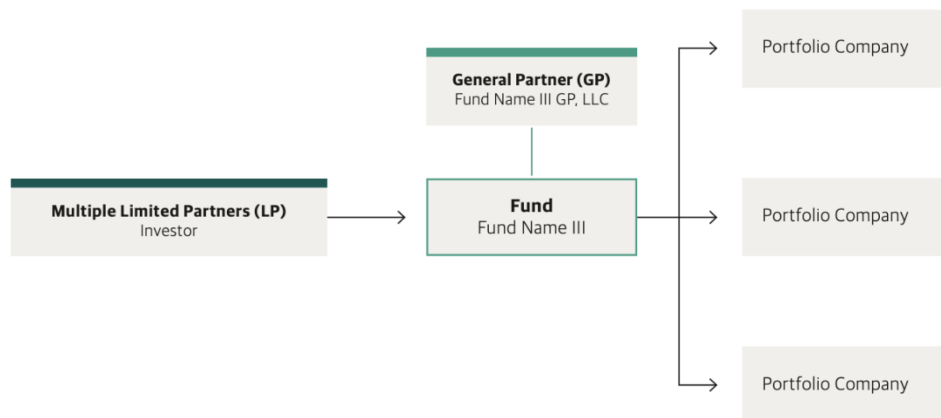
Una vez hemos analizado qué son este tipo de inversiones y se han expuesto sus principales características, procede analizar cómo funcionan.

3.3.2. Funcionamiento

El proceso seguido por esta modalidad es complejo y se divide en tres fases que durarán en su conjunto entre siete y diez años: obtención del capital, periodo de la inversión y periodo de cosecha.

Antes de empezar a comentar cada una de las fases, analizaremos la estructura de los fondos.

Ilustración 8: Estructura de un Private Equity



Fuente: The life cycle of Private Equity (Blackstone)

Como se puede apreciar en la imagen superior, los fondos de *Private Equity* se componen de varios inversores que aportan un determinado capital para la constitución del vehículo concreto

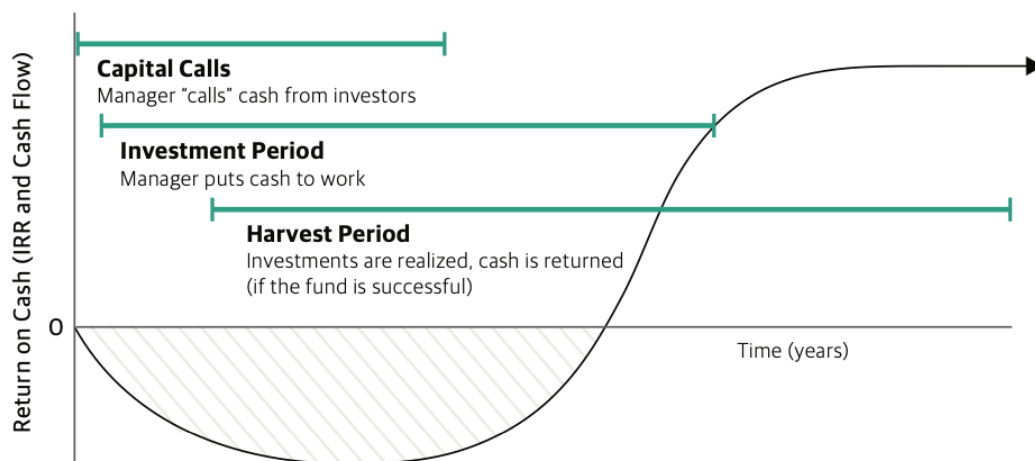
a través del cual se llevarán a cabo las distintas inversiones y que no tienen, generalmente, capacidad decisoria sobre ellas. Estos inversores serán las personas físicas o jurídicas que hemos introducido en el apartado anterior, es decir, los compradores cualificados y los inversores institucionales o acreditados y tendrán responsabilidad limitada, de ahí que se denominen “*Limited Partners*” (los “LP”).

Junto a ellos, apreciamos la figura del “*General Partner*” (los “GP”). Estas personas serán las encargadas de la gestión del fondo, es decir, serán quienes lleven a cabo las inversiones decididas en base a los análisis previos que se hubieran realizado para garantizar la rentabilidad. Es importante matizar que los GP no gozarán del beneficio de ver su responsabilidad limitada, debiendo asumir plena responsabilidad por sus actuaciones.

Una vez se cuenta con el capital necesario y con el equipo encargado de su gestión, se procede a invertir. La inversión se dará en una serie de compañías que cumplan con unas características concretas y que variarán en función de la estrategia que se hubiera definido.

Por lo que respecta a los hitos temporales propiamente dichos, es decir, el periodo de captación de capital, el de inversión y el de realización de la inversión, atenderemos al siguiente esquema.

Ilustración 9: Línea del tiempo de un Private Equity



Fuente: Fuente: The life cycle of Private Equity (Blackstone)

- i. Captación del capital o “*capital calls*”. La primera etapa para conseguir poner en funcionamiento un fondo de *Private Equity* es la destinada a captar el capital que después se invertirá. No existe un periodo de tiempo tasado en el cual ésta deba tener lugar, lo que sí resulta lógico es que sea la primera fase del proceso, pues sin capital no hay inversión. Para lograr las aportaciones de los inversores es necesario que se cuente con una buena estrategia que llame su atención. En la estrategia no se ha de incluir únicamente el tipo de compañía “*target*”, sino también las características de las aportaciones requeridas y los retornos esperados en el marco temporal definido (Dealroom, 2023).

- ii. Periodo de inversión. Una vez se ha conseguido el capital necesario por medio de las “*capital calls*” se ha de invertir. El GP y su equipo realizarán el correspondiente análisis del sector en el que quieran invertir, teniendo en cuenta todas aquellas compañías que cumplan con los requisitos y características que se ofrecieron a los inversores. La inversión dependerá de la propia situación en la que se encuentre la compañía (KPMG, 2021). Una vez se ha concluido en qué compañía invertir y se ha cerrado la operación, comienza el periodo de gestión. Durante este periodo, que durará en torno a cinco años, se deberá implementar la estrategia que hubiera desarrollado el fondo para maximizar el valor de la compañía en la que se invierte. Para ello es frecuente que designe a un nuevo equipo de administración con mayor experiencia que el previo y que suponga una garantía para asegurar la futura rentabilidad (BNP Paribas, s.f.).

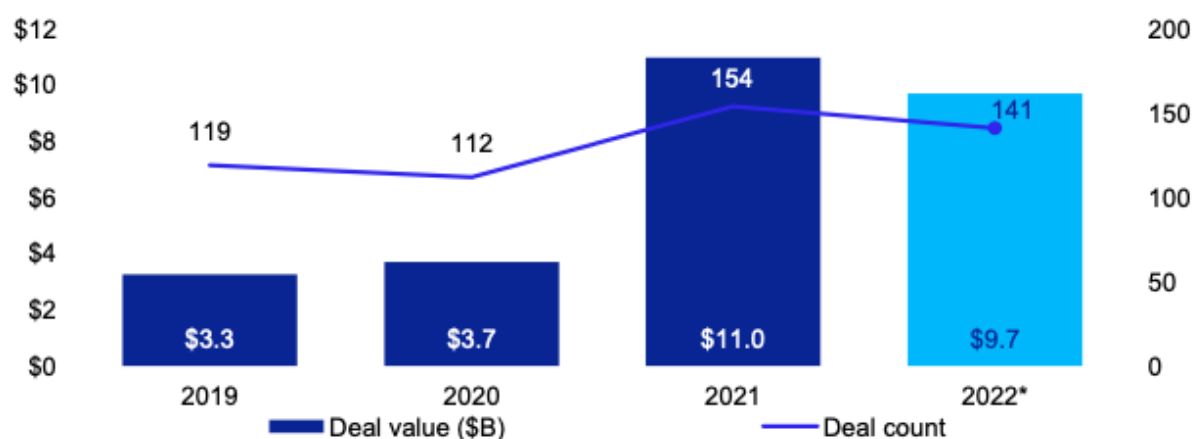
- iii. Periodo de realización de la inversión. Esto es lo que se conoce como periodo de desinversión. Una vez la compañía que recibió la inversión ha alcanzado la valoración requerida se procede a la venta del capital social que se poseyera. Hay dos casos en los que, aun habiéndose alcanzado la duración inicial del fondo, no interesa realizar la inversión y retornar a quienes aportaron el capital la cuantía correspondiente. El primero de ellos será el escenario en que las condiciones no sean idóneas para ello por motivos internos o por la propia coyuntura económica. El segundo alude a aquellas ocasiones en la que la compañía esté obteniendo tan buenos resultados que no sea necesario desinvertir para obtener el retorno, es decir, cuando convenga apropiarse de los beneficios generados por ella en lugar de retirar la inversión.

3.3.3. Private Equity y fintech

Centrándonos en las inversiones realizadas por medio del Capital Privado en el sector *fintech*, debemos comenzar diciendo que no son tan populares como las realizadas por el *Venture Capital*. Ello se debe a que el sector *fintech* es relativamente nuevo. Por ello la mayoría de las compañías del sector son “*startups*” que están creciendo y que todavía no se han consolidado en el mercado. Esta es la principal razón por lo que la inversión en *fintech* por medio del *Private Equity* no es tan alta como la realizada por instrumentos de Capital Riesgo.

Por su propia naturaleza, el *Private Equity* buscará invertir en compañías ya consolidadas, como se ha dicho, no en compañías con arriesgadas propuestas que no han sido sometidas a exámenes exhaustivos en el mercado. Aun así, observamos que la inversión total realizada en el sector alcanza una significativa cifra de 9.700 millones de dólares durante el año 2022 (KPMG, 2023). Para analizar el impacto de estas inversiones en la industria *fintech* partiremos de la siguiente gráfica.

Ilustración 10: Cuantía invertida por Private Equity en la industria Fintech



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Como se puede apreciar, al igual que sucedía con el *Venture Capital*, observamos una tendencia al alza de las inversiones realizadas por el Capital Privado en compañías *fintech*. Entre los años 2019 y 2022 se ha experimentado un crecimiento del 193%, pasándose de una inversión de 3.300 millones de dólares a una de 9.700. Sin embargo, el récord absoluto tuvo lugar en el año

2021, cuando se logró una inversión a nivel global de 11.000 millones de dólares (KPMG, 2023).

En el año 2019 son 3.300 millones de dólares los invertidos por el Capital Privado en el sector *fintech*, lo que supone una considerable caída con respecto a los 5.100 invertidos en el año anterior. Esto se debe a que en 2017 irrumpieron con fuerza las criptomonedas, lo que supuso un gran atractivo para los inversores, que no dudaron en destinar su capital al sector *fintech*, tendencia que mantuvieron a lo largo del año 2018 (KPMG, 2019). Sin embargo, durante el 2019, lo que fue novedad ya no lo era, por lo que la inversión se redujo.

Resulta igualmente interesante el incremento que tiene lugar entre los años 2020 y 2021, con una diferencia de 7.300 millones de dólares (KPMG, 2023). Cuando intentamos resolver la cuestión que lo provocó, todos los indicios apuntan, de nuevo, a la recuperación económica tras el Covid-19, como sucedió con las inversiones por el Capital Riesgo. Tras un año muy duro tanto en términos de salud como económicos, a medida que se iba solventando el problema médico, los otros sectores iban recuperando la normalidad.

El año 2020, como hemos dicho, estuvo marcado por la pandemia, y los efectos que tuvo sobre la economía e inversión fueron devastadores. Con la paralización de la actividad no esencial, se ralentizó la actividad de inversión y desinversión, puesto que los esfuerzos por parte de las gestoras se centraron en averiguar cómo atajar los problemas de negocio que sufrieron las compañías de sus carteras (Rodríguez y Sharf, 2020). Todas las operaciones que se habían planeado no pudieron salir adelante, lo que provocó un exceso de liquidez en la parte del inversor que el año siguiente daría lugar a cifras récord.

El 2021 arrojó estas impactantes cifras por el mencionado exceso de liquidez, entre otras cosas. Esto es fruto de la demanda embalsada, es decir, como el año anterior la crisis sanitaria hizo parar al resto de los sectores, muchas de las operaciones que se habían preparado finalmente no salieron adelante, por lo que en cuanto la situación lo ha permitido, todos aquellos inversores que vieron sus “*deals*” frustrados se han apresurado a poner en movimiento todo el capital del que disponían (Zarzalejos, 2021).

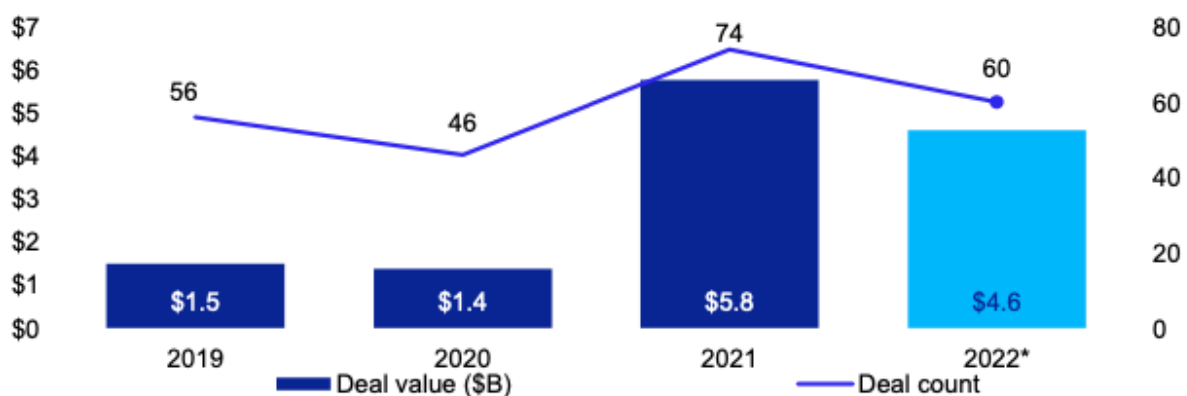
Por lo que respecta al año 2022, la inversión cae levemente. Esto se debe al impacto que circunstancias como una creciente inflación, intensificada aún más por las consecuencias de la

Guerra de Ucrania, han causado en las inversiones no sólo en el sector *fintech*, sino de manera generalizada. Esto parece lógico, pues la actividad de los fondos de *Private Equity* está estrechamente ligada al estado de la economía, por lo que si ésta sufre también lo hará aquella (Stepantchenko, 2022).

Si comparamos la caída con la que sufrieron las inversiones por parte del *Venture Capital*, los 1.300 millones que cae el *Private Equity* no son nada con los 42.400 que caen por la parte del Capital Riesgo. Ahora bien, para poder comparar de forma justa debemos calcular el decremento porcentual. Una vez se han calculado las variaciones porcentuales, se concluye que la caída sufrida por el *Venture Capital* es de un 34,5%, mientras que la caída de la inversión por *Private Equity* es del 11,8%, por lo que aún en términos relativos se aprecia gran diferencia entre ambas modalidades. Estas diferencias pueden resultar lógicas, puesto que el Capital Riesgo es una industria más relevante para el sector *fintech* que el *Private Equity*, por lo que estará expuesta a mayores fluctuaciones al aportar un mayor capital total (KPMG, 2023).

Para concluir con el impacto del *Private Equity* en el sector *fintech*, vamos a analizar la inversión destinada por él en EE.UU., EMEA (*Europe, Middle East y África*) y Asia y zona del Pacífico.

Ilustración 11: Cuantía invertida en *fintech* por *Private Equity* en EE.UU.

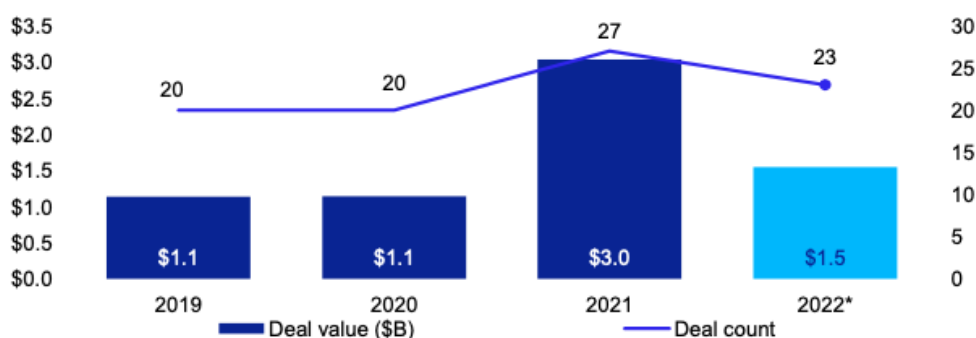


Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

A la luz del gráfico anterior, concluimos que EE.UU. es el principal inversor en *fintech* por medio del *Private Equity*, representando un 47,4% del total (KPMG, 2023). Sin embargo, a pesar de mantener una cifra sólida, estas inversiones han caído. Esto se debe a que los

inversores están centrando el foco en rondas de financiación más tempranas, propias del *Venture Capital*, por la falta de oportunidades que hay en el mercado de las IPO³ (Ruark, 2022).

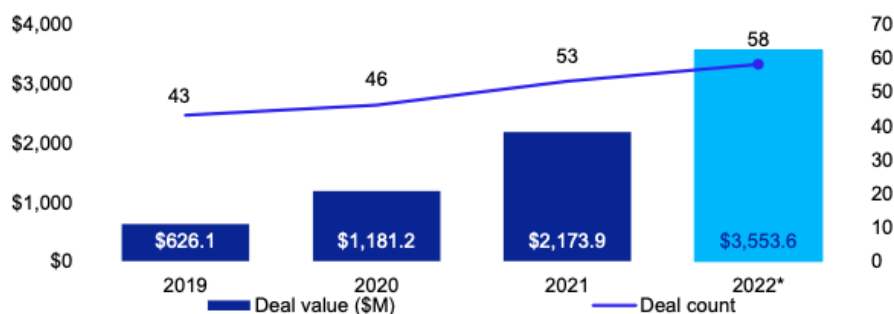
Ilustración 12: Cuantía invertida en fintech por Private Equity en Asia y zona del Pacífico



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Por lo que respecta a la región de Asia y el Pacífico, las tendencias son similares a las de EE.UU., es decir, unos niveles de inversión muy similares durante los años de 2019 y 2020, un pico en 2021 y un descenso de entorno al 50% en el año 2022 (KPMG, 2023). Esto se debe a que el desarrollo del sector *fintech* se está articulando por medio de alianzas con los bancos tradicionales, reduciéndose la inversión para su desarrollo autónomo. De esta forma, las *fintech*, se aprovechan de la estructura de la banca tradicional al mismo tiempo que ésta puede expandir sus servicios de forma más efectiva haciendo uso de las posibilidades que las *fintech* brindan (Huang, 2022).

Ilustración 13: Cuantía invertida en fintech por Private Equity en EMEA



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

³ Recordemos que uno de los objetivos de la inversión por medio del *Private Equity* es crear valor para, posteriormente, lanzar esta oferta inicial de venta.

Finalmente, respecto a la región de EMEA, observamos como la tendencia es distinta. En este caso la inversión crece año tras año, incluso en 2022, lo que resulta sorprendente si tenemos en cuenta lo analizado en las otras regiones. La explicación la encontramos en la proliferación en esta zona de ciertos subsectores dentro del sector *fintech*, en concreto el *regtech*, ya que es especialmente importante explorar las distintas soluciones y vías posibles ante el cambiante ecosistema legal al que se enfrenta la industria (Sally, 2022).

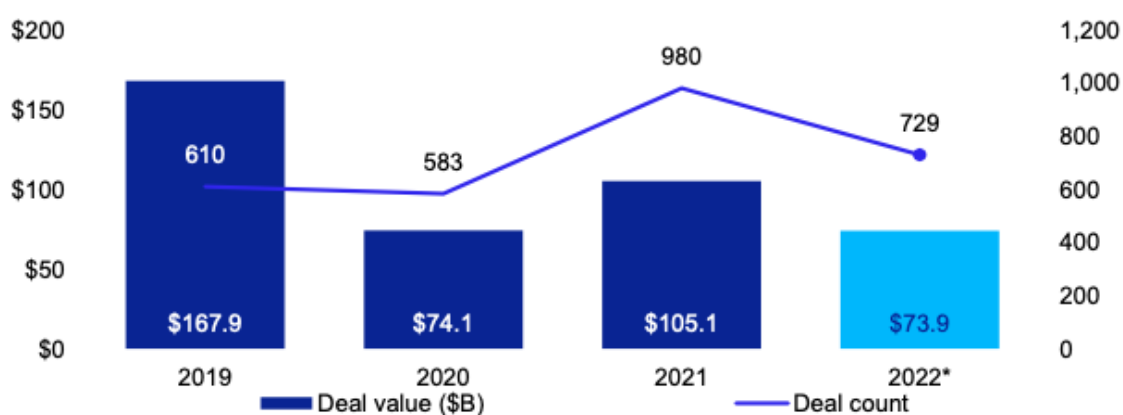
3.4. Operaciones de M&A en el sector *fintech*

3.4.1. Análisis de la actualidad

La partícula M&A proviene de los términos ingleses “*Mergers*” y “*Acquisitions*”, en español, fusiones y adquisiciones. Por estas operaciones nos referimos a todos aquellos casos en los que tiene lugar la compra o fusión de una o varias sociedades. A este respecto, no será necesario que una compañía absorba a otra, sino que también podrá darse el supuesto de fusión por creación de una nueva entidad, es decir, que dos o más compañías decidan fusionarse bajo una sociedad de nueva creación cuyos socios serán los que lo fueran de las sociedades participantes en la proporción que haya establecido la correspondiente ecuación de canje.

Para analizar la actividad de M&A en el sector *fintech*, deberemos prestar atención a la siguiente gráfica.

Ilustración 14: Actividad global en el sector fintech por operaciones de M&A

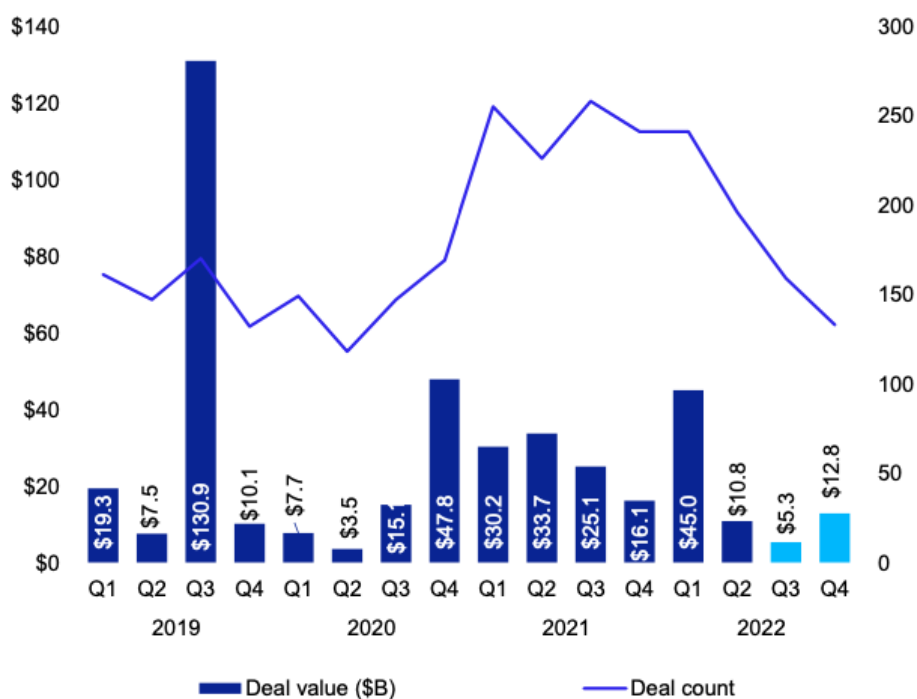


Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Como se aprecia en la gráfica anterior, ya desde hace varios años atrás las operaciones de M&A en el sector *fintech* son frecuentes. Desde el año 2019, este tipo de operaciones se han mantenido muy activas, con una media de 726 por año (KPMG, 2023).

Una vez se ha introducido brevemente la actividad de estas operaciones en el sector procede analizar estos cuatro años uno por uno, de tal forma que se expliquen qué transacciones son las que han tenido verdadero impacto en los resultados. Para ello, vamos a tener en cuenta el siguiente gráfico, en el que se ofrece una visión más clara al mostrar la evolución trimestral durante los últimos cuatro años.

Ilustración 15: Actividad global por trimestres en el sector fintech por operaciones de M&A



Fuente: Pulse of Fintech H2'22 (KPMG)

Es llamativo que, en el año 2019, se alcance un récord absoluto por valor total de las operaciones de M&A. Si tenemos en cuenta los totales anuales, podría parecer que se trató de un año muy fuerte y estable. Sin embargo, nada más lejos de la realidad. El hecho de que la cuantía total alcance los casi 170.000 millones de dólares movidos por operaciones de M&A (KPMG, 2023) se debe a que, durante los meses de julio, agosto y septiembre, tuvieron lugar

varios “*megadeals*”, es decir, operaciones con valor y coste extraordinarios (Hayes, Stapleton y Munichello, 2023).

A título ejemplificativo podemos mencionar la adquisición de *First Data* por parte de *Fiserv*, con un valor de alrededor de los 22.000 millones de dólares o la compra por parte de *Fidelity National Information Services (FIS)* de *WorldPay*, con un valor de unos 35.000 millones de dólares, aunque la valoración conjunta de ambas alcanza los 43.000 millones (Godwin, 2019). Se debe apuntar que esta última operación se acordó durante la primera mitad del año, aunque se cerró durante el tercer trimestre (Nonninger, 2019).

Prosiguiendo con el año 2020, se aprecia de nuevo el impacto que la crisis sanitaria provocada por el Covid-19 tiene en los mercados. Como no podía ser de otra forma, las operaciones de M&A cayeron, al igual que en los casos que ya hemos estudiado relativos al Capital Riesgo y al *Private Equity*. Puesto que la situación sanitaria era incierta, los mercados se resintieron. Con ello, todas las operaciones que se habían programado para este año quedaron pospuestas en estado de “*wait and see*” hasta que se pudiera tener idea de las consecuencias de esta crisis sanitaria sobre la economía (Cuatrecasas, 2022).

Durante los seis primeros meses del año, observamos que la actividad de las fusiones y adquisiciones alcanza un mínimo absoluto en relación con los últimos cuatro años. Esto coincide con la etapa en que la pandemia estaba expandiéndose sin control. Por ello, se tomaron medidas como el confinamiento que tuvieron graves repercusiones en el funcionamiento de la economía.

A partir del mes de junio, es decir, coincidiendo con el final del segundo trimestre del año y del primer estado de alarma, las operaciones volvieron a recuperar el ritmo, e incluso se aceleraron para poder contrarrestar los retrasos sufridos. Sin embargo, se aprecia que no se alcanzan los porcentajes habituales de inversión por medio de operaciones de M&A. Esto se debe, entre otras cosas, a cuestiones como las discordancias entre compradores y vendedores respecto de los precios, la inestabilidad de los mercados, las dudas sobre la evolución de las compañías objetivo en el ecosistema financiero postpandemia y el contexto sanitario general (Cuatrecasas, 2021).

Entre las operaciones que destacamos en este año 2020 se encuentran: la adquisición de *Galileo* por *SoFi* por 1.200 millones de dólares, la compra por parte de *Worldline* de *Ingenico*, por 8.300 millones de dólares y la fusión entre *SIA* y *Nexi* que ha resultado en una valoración conjunta de 17.800 millones de dólares (Hinchliffe, 2020).

En cuanto al año 2021, volvemos a retomar el concepto de demanda embalsada que ya hemos introducido al hablar sobre las inversiones del *Private Equity* (Zarzalejos, 2021). Debido al parón que sufrieron todas estas operaciones durante el año anterior causado por la pandemia, se optó por esperar a que el panorama económico se esclareciera. Una vez la incertidumbre fue desapareciendo y se pudo vislumbrar hacia dónde se dirigían las nuevas políticas, se retomó la actividad en el sector M&A. Por este motivo encontramos unos niveles de operaciones a lo largo de todo el año sólidos, no sólo en términos de capital, sino también en cuanto a número de operaciones.

Algunas de las operaciones más importantes que se cerraron en 2021 son la adquisición de *Paidy* por parte de *PayPal* por 2.700 millones de dólares o la compra de *Divvy* por *Bill.com* por 2.500 millones (Fintech global, 2021).

Para finalizar con el análisis de la situación actual, se tratará el año 2022. Si nos fijamos en este año son dos las cuestiones que nos llaman la atención, un excelente primer trimestre y un catastrófico tercer trimestre. En cuanto al primero, debemos aclarar que se alcanza la cifra de los 45.000 millones movidos por operaciones de M&A (KPMG, 2023) gracias a la compra de *Afterpay* por parte de *Block, Inc* (anteriormente *Square, Inc*) por valor de 28.000 millones de dólares, que si bien se sabía ya en 2021 se cerró a principios de 2022 (Lee, Moise, Smyth y Bradshaw, 2021).

Una vez se ha resuelto el motivo por el que durante el primer trimestre se obtuvieron estos magníficos resultados, centrémonos en el tercer trimestre. Siguiendo con lo que hemos explicado, es a partir del comienzo de la segunda mitad de 2022 cuando se empiezan a notar los efectos de la Guerra de Ucrania.

Del mismo modo que las inversiones por parte del *Private Equity* y del Capital Riesgo, se resintieron, también, las transacciones de M&A. Quienes tenían pensado llevar a cabo operaciones de M&A decidieron realizar un estudio más profundo sobre la transacción en

cuestión, dedicando más importancia y tiempo a los procesos de “*due diligence*”. Consecuentemente, han sido muchas las operaciones que finalmente no han convencido a la parte compradora o absorbente que ha optado por desistir y esperar a que las circunstancias se vuelvan más favorables (Hintermann, 2022).

Una de las operaciones más relevantes fue la compra por *Abrdn* de *Interactive Investors*, por valor de 1.800 millones de dólares.

3.4.2. Tendencias de futuro

Analizando posibles tendencias de futuro en lo relativo a las operaciones de M&A dentro del sector *fintech*, se pueden destacar tres áreas que abarcarán el mayor número de “*deals*”: “*banking as a service*” (o “BaaS”), “*buy-now-pay-later*” (o “BNPL”) y *neobancos* (Kocianski, 2023).

- **Banking as a service o BaaS.** La idea en estos casos consiste en diseñar un servicio que permita su distribución por un tercero, como pasa, por ejemplo, con la tarjeta de crédito Apple, pues a pesar de ser el gigante tecnológico la cara visible, es en verdad Goldman Sachs quien está detrás de ella. Podríamos asemejar los servicios financieros a una gran cadena de valor en la que cada vez más compañías del sector están expandiendo sus servicios. La idea de las compañías que actúan dentro de este subsector es lograr abarcar tantos servicios como puedan dentro de esta cadena de valor. Esto está haciendo que este área se masifique y, consecuentemente, que sólo sobrevivan aquellas compañías que estén más consolidadas, quedando las menos afortunadas condenadas a ser adquiridas por las que tengan otra suerte (Kocianski, 2023).
- **Buy-now-pay-later o BNPL.** Este subgrupo, actualmente, cuenta con muchos actores y ha alcanzado cierto grado de consolidación, lo que deja a los bancos tradicionales con dos opciones, bien entrar en el mercado por medio del desarrollo de sus propias plataformas, o bien entrar en el mercado por medio de la adquisición de alguna de las compañías que ya se encuentran en él. Por ello es por lo que podemos esperar un alto nivel de actividad de las operaciones de M&A en el sector de BNPL (Kocianski, 2023).
- **Neobancos.** En la actualidad hay muchos bancos digitales (o *neobancos*), como Revolut. Además, su número sigue creciendo, especialmente en Europa y EE. UU. Con

el ecosistema económico actual muchos de los nuevos bancos entrantes no tardarán en tener que retirarse del mercado, por lo que de cara al futuro próximo se esperan más salidas que entradas. Esto se debe a que los costes de gestionar un banco son muy elevados y la regulación muy amplia y exigente, por lo que salvo que desarrolles servicios de préstamo al público, generar beneficios no es una cuestión sencilla. Esto conllevará un aumento de las operaciones de M&A en relación con los *neobancos*, puesto que las compañías que cuenten con cierto nombre dentro de la industria intentarán absorber a aquellas que hayan logrado capear el temporal y hayan conseguido una buena cartera de clientes (Kocianski, 2023).

3.5. Inversiones en deuda: *Private Debt* y *Venture Debt*

Como se ha expuesto a lo largo de este estudio, obtener financiación por medio de deuda en el sector *fintech* no es lo más común. Ello se debe al carácter de “*cash burners*” que tienen estas compañías, es decir, el hecho de que sean modelos arriesgados que requieren mucha inversión en etapas tempranas y que no prometen generar flujos de caja positivos en el corto plazo supone un gran obstáculo a la hora de encontrar instituciones o personas que estén dispuestas a prestar un determinado capital. Estas complicaciones se acentúan sobre todo cuando se pretende obtener la deuda procedente de instituciones bancarias. A pesar de lo mencionado, existen figuras que sí están dispuestas a involucrarse en estos mecanismos de financiación.

Por deuda privada nos referimos a las deudas en las que incurran las compañías privadas que no proceda de instituciones bancarias, se articulen bien por medio de préstamos, o bien por su compra en los mercados secundarios (Knickerbocker, 2022).

En estos casos un grupo de inversores o los fondos de deuda son los encargados de dotar con el capital acordado. Como es lógico, las inversiones que se realizan por medio de estos instrumentos variarán en tamaño y forma. Asimismo, es necesario realizar distinción entre *Private* y *Venture Debt* y *Private Equity* y *Venture Capital*. Sin bien ambos grupos (deuda y capital) son esenciales en el proceso de crecimiento de las empresas, si se opta por obtener la financiación a través de deuda, la propiedad de la compañía seguirá estando en manos de los accionistas. Por el contrario, si la inversión se realiza por medio de elementos de *Private Equity* o *Venture Capital* estaremos ante una inversión en el capital que conllevará la consecuente

transmisión de la propiedad de las acciones o participaciones en que se divida el capital social de la compañía en cuestión.

En cuanto al funcionamiento de estas modalidades, como no se fundan en los flujos de caja que se vayan a generar en el futuro, a diferencia de los préstamos regulares bancarios o líneas de crédito, para facilitar la gestión de la estructura de capital, con carácter general se paga en primer lugar el interés de la inversión para posteriormente amortizar el capital según las condiciones que se hubieran pactado en base al estudio de la compañía y su expectativa de crecimiento y consolidación (Solomon, 2022).

La relación entre *Private* y *Venture Debt* es similar a la existente entre *Private Equity* y Capital Riesgo, es decir, comparten el rasgo de ser inversiones en la deuda de las compañías, pero difieren en la cuantía de la inversión y en la compañía objetivo, centrándose la primera en compañías más maduras y con mayores flujos de caja y la segunda en compañías en sus etapas iniciales que no se encuentran suficientemente consolidadas en el sector. En resumen, la principal diferencia es que el *Private Debt* se destina a compañías en las que se centraría el *Private Equity* mientras que el *Venture Debt* en empresas propias de inversión por Capital Riesgo (SVB, 2016).

Para poder entender la relevancia práctica de estos instrumentos será conveniente introducir unos ejemplos en los que empresas *fintech* se han financiado a través de ellos:

- En primer lugar, la compañía *Ramp*, cuyo objeto es ejercer de plataforma de automatización de procesos financieros para compañías, de una ronda de inversión de 750 millones de dólares, logró obtener 550 de ellos por medio de deuda a cargo de entidades como *Citibank* o *Goldman Sachs*, representando 300 y 250 millones respectivamente (Ramp, 2022).
- También es llamativo el caso de *Abound*, la *fintech* londinense especializada en préstamos personales que ha reunido a principios de este año 500 millones de libras por medio de deuda y “*equity*” (Villamor, 2023).
- Por último, encontramos el caso de *Sunbit*, la *fintech* dedicada facilitar los “*pay-over-time*”. Esta compañía obtuvo 250 millones por medio de elementos de deuda que empleó para mejorar la estructura de su modelo (Fintech Global, 2022).

4. Conclusiones

Resulta claro que el sector *fintech* está en permanente evolución, y ello sólo es posible gracias a las constantes inyecciones de capital por parte de los inversores. A lo largo del estudio se han analizado las inversiones por parte del Capital Riesgo, *Private Equity*, M&A y *Venture* y *Private Debt* en el sector *fintech*, con el objetivo principal de observar cuál es el impacto de cada uno de estos tipos de inversión en el crecimiento del sector. A raíz de ello se han obtenido una serie de conclusiones.

En primer lugar, el Capital Riesgo es el elemento más importante en cuanto a cuantía y número de operaciones se refiere, lográndose por esta vía en 2022 un total de 80.000 millones de dólares en inversión a través de más de 5.000 operaciones (KPMG, 2023). Además, cabe precisar que estos buenos resultados no son un hecho aislado, sino que si retrocedemos a años anteriores también veremos este dominio de la inversión por parte del Capital Riesgo en comparación con las otras formas. Si nos referimos al modelo del *Venture Capital* observamos que lo que pretende es lograr retornos muy elevados por medio de la inversión en empresas no consolidadas con alto riesgo asociado. Puesto que el sector *fintech* es un sector joven en el que no abundan las empresas consolidadas podemos decir que es muy atractivo para esta forma de inversión, siendo esta industria la que más fondos recibe por esta vía (Dealroom, 2023). De ahí que hayamos definido a la relación existente entre el Capital Riesgo y las *fintech* como la simbiosis perfecta, encontrando el uno en el otro lo que necesitan. Por todo lo anterior, concluimos que el *Venture Capital* es la forma de inversión que más impacto tiene en el desarrollo y crecimiento del sector *fintech*.

Prosiguiendo, en lo referente al *Private Equity*, los resultados que se derivan de este tipo de inversión no son tan llamativos como los del Capital Riesgo, habiéndose obtenido un total de inversión por esta vía de unos 9.000 millones de dólares en 2022 (KPMG, 2023). Si bien es cierto que a medida que pasan los años se observa una tendencia creciente en lo que a cuantía de las inversiones por *Private Equity* se refiere, todavía está muy lejos de alcanzar los niveles del Capital Riesgo. Los motivos de éxito de este último son, precisamente, los que hacen que el *Private Equity* no destaque, es decir, al tratarse de una industria joven en la que la mayoría de compañías están en sus primeros años no se encuentran muchas empresas consolidadas que hagan de la inversión una menos arriesgada adecuada al modelo del *Private Equity*. Es por ello que el impacto que las inversiones realizadas por medio de esta modalidad tienen es moderado.

Si tratamos las transacciones de M&A, concluimos que son ciertamente relevantes al ser un sector muy activo en esta clase de operaciones. En 2022, fueron un total de 729 las operaciones que se ejecutaron, con un valor asociado de 74.000 millones de dólares, aproximadamente (KPMG, 2023). Si nos fijamos en los años inmediatamente anteriores podemos ver que los resultados del valor de las operaciones son más elevados. En relación con lo anterior cabe decir que, de cara a los años venideros, siempre que el entorno macroeconómico lo permita, se puede predecir gran actividad de las operaciones M&A en el sector, recuperando sus niveles más altos. El impacto que todas estas operaciones tienen en el sector *fintech* es muy significativo, pues es clave para su desarrollo ya que al integrarse en las entidades absorbentes las estructuras de las absorbidas se permite que pongan en común todos sus recursos, lo que permitirá sinergias de las que se derivarán nuevos modelos de negocio o mejoras para los anteriores.

Finalmente, tratando las inversiones en deuda, ya sea por medio de *Venture Debt* o *Private Debt*, cabe decir que no será la forma más común de invertir en estas compañías. Es por ello que su relevancia práctica en el crecimiento del sector no será determinante. Ahora bien, sí que encontramos ciertos casos, los menos, en los que empresas pertenecientes al sector se financian por medio de estos instrumentos. Esto se debe a que, al tratarse de compañías sin flujos de caja positivos, las garantías de solvencia que requieren los inversores normalmente no se verán satisfechas, por lo que se mostrarán reticentes a prestar capital a estas compañías. Estas dificultades se acentúan si nos referimos a préstamos o créditos bancarios, siendo las posibilidades de acceder a ellos muy escasas.

A modo de resumen, será la inversión realizada por medio del Capital Riesgo la más importante en términos de cuantía e importancia para el crecimiento del sector. En cuanto a las operaciones de M&A, serán también muy importantes para garantizar el crecimiento, pues permitirán el aumento de sinergias que beneficiarán al sector en general. Por el contrario, el *Private Equity* en la actualidad no es muy relevante. Sin embargo, se espera que a medida que vaya aumentando el número de compañías consolidadas vaya ganando importancia. Por último, la inversión en deuda no gozará de la importancia que otros tipos de inversión tienen para el desarrollo del sector *fintech* por no verse satisfechas las garantías de solvencia requeridas por el inversor, aunque habrá ocasiones en las que, sin ser fácil, sí se acceda a ella.

5. Bibliografía

- Alderman, L. (2022). Inflation in Ukraine Adds to the War's Hardship. *The New York Times*. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2022/07/25/business/inflation-ukraine-war-prices.html> en febrero de 2023.
- Ann, M. (2022). Fintech investors appear to be favoring later-stages deals as sector takes a hit, recent data shows. *Techcrunch*. Recuperado de <https://techcrunch.com/2022/06/26/fintech-investors-appear-to-be-favoring-later-stage-deals-recent-data-shows/> en febrero de 2023.
- Antosz, D. (2022). What is Fintech lending? Benefits, examples and impact. *Plaid*. Recuperado de <https://plaid.com/resources/fintech/what-is-fintech-lending/> en marzo de 2023.
- Arco, E. P. (2016). ¿Cómo nació la tarjeta de crédito? El dinero de plástico que surgió de un olvido. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/consumo/noticias/7373612/02/16/Como-nacio-la-tarjeta-de-credito-El-dinero-de-plastico-que-surgio-de-un-olvido.html> en febrero de 2023.
- Armengot, E. (2021). Deuda Privada: una clase de activo cada vez más habitual. *FundsPeople*. Recuperado de <https://fundspeople.com/es/opinion/deuda-privada-una-clase-de-activo-cada-vez-mas-habitual/> en noviembre de 2022.
- Arner, D. W., Barberis, J., y Buckley, R. P. (2017). Fintech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation. *Northwestern Journal of International Law and Business*, 37(3).
- Arner, D. W., Barberis, J. and Buckley, R. (2015). "The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?". *Hong Kong University Scholar Hub*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2676553 en febrero de 2023.
- Arner, D. W., Barberis, J., & Buckley, R. P. (2017). Fintech and RegTech in a Nutshell, and the Future in a Sandbox. *CFA Institute Research Foundation*.
- Baldrige, R. (2022). What Is Private Equity? What Is A Private Equity Fund? *Forbes Advisor*. Recuperado de <https://www.forbes.com/advisor/investing/private-equity/> en febrero de 2023.

- Bank for International Settlements. (2018). Sound practices on the implications of Fintech developments for banks and supervisors. *Basel Committee on Banking Supervision*.
- Bankinter. (2020). ¿Qué es una empresa fintech y qué tipos existen? *Bankinter*. Recuperado de <https://www.bankinter.com/blog/empresas/fintech-que-tipos> en noviembre de 2022.
- Barba, G., Franco, P., Calzolari, G., Mansilla-Fernández. (2017). FinTechs and Banks: Friends or foes? European Economy Banks, Regulation and the real Sector. *European Economy*. Recuperado de https://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf en febrero de 2023.
- Bartolomeo, Y., Rosenthal, E., Schiff, R. (2013). Venture capital as a path to innovation in payments. McKinsey on payments. *McKinsey & Company*. Recuperado de https://www.mckinsey.com/~/_media/mckinsey/dotcom/client_service/financial%20services/latest%20thinking/payments/mop18_venture_capital_as_a_path_to_innovation_in_payment_s.pdf en noviembre de 2022.
- Bazarbash, A., Griffin, N., Una, G., Verma, A. (2023) Fintech payments in public financial markets: risks and benefits. *International Monetary Fund*. p.5.
- BBVA Open Innovation. (2022). ¿Qué son las rondas de financiación Serie A, Serie B y Serie C en una ‘startup’? *BBVA*. Recuperado de <https://openinnovation.bbva.com/es/noticias/glosario-open-innovation-que-son-las-rondas-de-financiacion-serie-a-serie-b-y-serie-c-en-una-startup/> en febrero de 2023.
- Beale, M., Kauflin, J. (2022). The Future Of Real Estate: Fintech 50 2022. *Forbes*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/jeffkauflin/2022/06/07/the-future-of-real-estate-fintech-50-2022/?sh=506a899db1a1> en marzo de 2023.
- Bellavitis, C., Fisch, C., McNaughton, R.B. (2022). COVID-19 and the global venture capital landscape. *Small Bus Econ* 59, 781–805. Recuperado de <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-021-00547-9> en febrero de 2023.
- Bizo, D. (2019). The carbon reduction opportunity of moving to Amazon Web Services. *AWS*. Recuperado de <https://sustainability.aboutamazon.com/carbon-reduction-aws.pdf> en febrero de 2023.

- Blackstone. (2020). The life cycle of Private Equity. *The Blackstone Group*. Recuperado de https://pws.blackstone.com/wp-content/uploads/sites/5/2020/09/the_life_cycle_of_private_equity_insights.pdf en marzo de 2023.
- BNP Paribas. (s.f.). Invertir en Private Equity. ¿Cómo se define el Private Equity y cuáles son sus principales características? *BNP Paribas*. Recuperado de <https://wealthmanagement.bnpparibas/content/dam/wm-countries/spain/wm-spain/documents/mifidii/mifid-fichas-producto-2021/Private%20Equity.pdf> en febrero de 2023.
- Bourreau, M., De Streel, A. (2018). The regulation of personalised pricing in the digital era. *OECD*. Recuperado de <https://www.oecd.org/competition/personalised-pricing-in-the-digital-era.htm> en febrero de 2023.
- Brown, R., & Rocha, A. (2020). Entrepreneurial uncertainty during the Covid-19 crisis: Mapping the temporal dynamics of entrepreneurial finance. *Journal of Business Venturing Insights*, 14, e00174. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2352673420300305> en febrero de 2023.
- Celma, F. (2021). Más allá del Fintech. *Deloitte Spain*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/financial-services/articles/mas-alla-del-fintech.html> en febrero de 2023.
- Chen, J., Scott, G., Rathburn, P. (2022) Private Equity Explained With Examples and Ways to Invest. *Investopedia*. Recuperado <https://www.investopedia.com/terms/p/privateequity.asp> en febrero de 2023.
- Chen, J., Silberstein, S., Kvilhaug, S. (2021). Understanding the Role of an Institutional Investor. *Investopedia*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/i/institutionalinvestor.asp> en marzo de 2023.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.) ¿Qué es Fintech? *CNMV*. Recuperado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR03_Fintech.pdf en febrero de 2023.

- Conti, A., Dass, N., Di Lorenzo, F., & Graham, S. J. (2019). Venture capital investment strategies under financing constraints: Evidence from the 2008 financial crisis. *Research Policy*, 48(3), 799-812. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0048733318302877> en febrero de 2023.
- Cornelli, G., Doerr, S., Franco, L., Frost, J. (2021). Funding for fintechs: patterns and drivers. *Bank for International Settlements*. Recuperado de https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109c.htm en febrero de 2023.
- Cruzado, V. (2017). Ocho fuerzas disruptivas de las «fintech». *El Expansión*. Recuperado de <https://www.expansion.com/economia-digital/2017/09/12/59b6eb02e5fdead12b8b469c.html> en febrero de 2023.
- Cuatrecasas. (2021). Impacto del Covid en la actividad de M&A. *Cuatrecasas*. Recuperado de <https://www.cuatrecasas.com/resources/1614845925es-60586251c9711583700294.pdf?v1.34.0.202210201053> en marzo de 2023.
- De Barrón, I. (2017). Las compras con tarjeta crecen el triple que las retiradas en el cajero. *El País*. Recuperado de https://elpais.com/economia/2017/07/03/actualidad/1499101791_269481.html en febrero de 2023.
- Dealroom. (2023). What is Private Equity Deal: Structure, Flow, Process (Guide). *Dealroom*. Recuperado de <https://dealroom.net/faq/private-equity-deal> en marzo de 2023.
- Dealroom. (2023). Fintech 2022 Report. *ABN AmroVentures & Dealroom*. Recuperado de <https://dealroom.co/uploaded/2023/01/Fintech-2022-recap.pdf?x35994> en marzo de 2023.
- Dexeus, A. (2022). Las Fintech como ventaja competitiva de las empresas. *Interempresas*. Recuperado de <https://www.interempresas.net/TIC/Articulos/398338-Las-Fintech-como-ventaja-competitiva-de-las-empresas.html> en febrero de 2023.
- Dresner, A., Murati, A., Pike, B., Zell, J. (2022). Embedded finance: who will lead the next payments revolution? *McKinsey & Company*. Recuperado de <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/embedded-finance-who-will-lead-the-next-payments-revolution> en marzo de 2023.

- Duark, R. (2023). Regional Insights – Americas. Pulse of Fintech H2'22. *KPMG*. Recuperado de <https://kpmg.com/xx/en/home/industries/financial-services/pulse-of-fintech.html> en marzo de 2023.
- EQVISTA. (2022). Series C Funding - A Complete Guide. *EQVISTA*. Recuperado de <https://eqvista.com/series-funding/series-c-funding/> en febrero de 2023.
- Eulises, A. (2020). Historia de las Fintech, origen, evolución. *Blog Host Dime*. Recuperado de <https://blog.hostdime.com.co/historia-de-las-fintechorigen-evolucion/> en febrero de 2023.
- Fernández, J., Gómez, J. (2021). 'Fintech': la importancia de contar con un entorno regulatorio estable y desarrollado que confiera seguridad jurídica. *Garrigues*. Recuperado de https://www.garrigues.com/es_ES/garrigues-digital/fintech-importancia-contar-entorno-regulatorio-estable-desarrollado-confiera en febrero de 2023.
- Fintech Global. (2022). Strong investment continues for FinTechs as 2022 winds to a close. *Fintech Global*. Recuperado de <https://fintech.global/2022/12/09/strong-investment-continues-for-fintechs-as-2022-winds-to-a-close/> en marzo de 2023.
- Fintech Global. (2022). Top Fintech mergers & acquisitions in 2021. *Fintech Global*. Recuperado de <https://fintech.global/2022/01/11/top-fintech-mergers-acquisitions-in-2021/> en marzo de 2023.
- Fintech News. (2022). Las 7 ventajas de las Fintech para los consumidores. *Fintech News*. Recuperado de <https://www.fintechnews.org/las-7-ventajas-de-las-fintech-para-los-consumidores/> en febrero 2023.
- Fowler, B. (2021). Stages of venture capital. *Silicon Valley Bank*. Recuperado de <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/stages-of-venture-capital> en febrero de 2023.
- Garrigues. (2021) Retos legislativos para la regulación del fenómeno «fintech» en España y Latinoamérica. *Garrigues*. Recuperado de https://www.garrigues.com/es_ES/garrigues-digital/retos-legislativos-regulacion-fenomeno-fintech-espana-latinoamerica en febrero de 2023.

- Godwin, C. (2019). FIS announces a \$43bn acquisition of card acquiring giant Worldpay Inc. *CMSPI*. Recuperado de <https://cmspi.com/nam/en/resources/content/fis-announces-a-43bn-acquisition-of-card-acquiring-giant-worldpay-inc/> en marzo de 2023.
- González-Páramo, J. M. (2017). Financial innovation in the digital age: challenges for regulation and supervision. *Revista de Estabilidad Financiera* (32), 937.
- Harmon, J. R. (2022). La revolución llega: fintech, techfin y la banca digital. *El Economista*. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11632725/02/22/La-revolucion-llega-fintech-techfin-y-la-banca-digital.html> en febrero de 2023.
- Hayes, A. (2022). Venture Capital: What Is VC and How Does It Work? *Investopedia*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp> en febrero de 2023.
- Hayes, A., Scott, G., Clarine, S. (2023). Accredited Investor Defined: Understand the Requirements. *Investopedia*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/a/accreditedinvestor.asp> en marzo de 2023.
- Hayes, A., Stapleton, C., Munichello, K. (2023). Mega-Deal. *Investopedia*. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/m/mega-deal.asp> en marzo de 2023.
- Hinchliffe, R. (2020). 2020 review: Top 10 Fintech and bank M&A deals. *Fintech Futures*. Recuperado de <https://www.fintechfutures.com/2020/12/top-10-fintech-and-bank-ma-deals-of-2020/> en marzo de 2023.
- Hintermann, C. (2022). Impact of the Russia-Ukraine war on global banking M&A. *KPMG*. Recuperado de <https://kpmg.com/ch/en/blogs/home/posts/2022/10/impact-russia-ukraine-war-on-global-banking-mna.html> en marzo de 2023.
- Hoskins, B. P. (2023, 18 enero). FTX: Collapsed crypto exchange says \$415m was hacked. *BBC News*. Recuperado de <https://www.bbc.com/news/business-64313624> en febrero de 2023 .
- Huang, A. (2023). Regional Insights – Americas. Pulse of Fintech H2'22. *KPMG*. Recuperado de <https://kpmg.com/xx/en/home/industries/financial-services/pulse-of-fintech.html> en marzo de 2023.

Kniaz, R. (2022). As Inflation Rises And The Public Markets Cool - Can The Early Stage Cope? *Forbes*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/robkniaz/2022/04/14/as-inflation-rises-and-the-public-markets-coolcan-the-early-stage-cope/?sh=736fe8dc665f> en febrero de 2023.

Kocianski, S. (2023). Where Fintech's M&A will happen in 2023. *Forbes*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/sarahkocianski/2023/01/17/where-will-2023s-fintech-ma-happen/?sh=4ba252165afc> en marzo de 2023.

KPMG. (2020). Pulse of Fintech H2'19. *KPMG*. Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/02/pulse-of-fintech-h2-2019.pdf> en febrero de 2023

KPMG. (2021). Pulse of Fintech H2'20. *KPMG*. Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/02/pulse-of-fintech-h2-2020.pdf> en febrero de 2023

KPMG. (2021). El Private Equity, un mercado en pleno auge. *KPMG*. Recuperado de <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/private-equity-mercado-pleno-auge/> en febrero de 2023.

KPMG. (2022). Pulse of Fintech H2'21. *KPMG*. Recuperado de https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/be/pdf/2022/GM-TL-01386_Pulse-of-fintech-H2-2021_mle.pdf en febrero de 2023.

KPMG. (2022). Pulse of Fintech H1 2022 – Fintech segments. *KPMG*. Recuperado de <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2022/08/pulse-of-fintech-h1-22-fintech-segments.html> en noviembre de 2022.

KPMG. (2023). Pulse of Fintech H2'22. *KPMG*. Recuperado de <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2023/02/pulse-of-fintech-h2-22-web-file.pdf> en febrero de 2023.

KPMG. (2022). Top fintech trends for H1 2022. *KPMG*. Recuperado de <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2022/08/top-fintech-trends-in-h1-2022.html> en noviembre de 2022.

- Kuckertz, A., Brändle, L., Gaudig, A., Hinderer, S., Morales, C.A., Prochotta, A., Steinbrink, K.M., Berger, E. (2020). Startups in times of crisis – A rapid response to the COVID-19 pandemic. *Journal of Business Venturing Insights*, vol 13. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2352673420300251?via%3Dihub> en febrero de 2023.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins", *Journal of Economic Literature*, 46 (2), pp 285–332.
- Lincoln, D., Moore, J. (2021) Green Fintech: How Fintech Is Helping Tackle Climate Change. *Intive*. Recuperado de <https://intive.com/insights/green-fintech-how-fintech-is-helping-tackle-climate-change> en febrero de 2023.
- López-Tello, D. (2018). Trabajo de Fin de Grado. Evolución de las Fintech y su Impacto en el Sector Financiero. Directora: Laura Gismera Tierno. *Comillas*.
- López-Zafra, J. M. (2019). 'Fintech', la inclusión de los excluidos. *El Confidencial*. Recuperado de https://blogs.elconfidencial.com/economia/big-data/2019-04-16/fintech-inclusion-excluidos_1945014/ en febrero de 2023.
- López, E. (2018). ¿Qué es Fintech? *Crowdlending.es*. Recuperado de <https://www.crowdlending.es/blog/que-es-fintech> en noviembre de 2022.
- Malyshev, A. (2022). Core Banking: Definition, Features, Benefits. SDK.finance - White-Label Digital Core Banking Software. *SDK.finance*. Recuperado de <https://sdk.finance/what-is-core-banking/> en febrero de 2023.
- Mark, R. (2018). "Virtual Competition: The Promise and Perils of the Algorithm-Driven Economy, by Ariel Ezrachi & Maurice E. Stucke." *Osgoode Hall Law Journal* 55.2, 614-619. Recuperado de <https://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/ohlj/vol55/iss2/10> en febrero de 2023.
- McCarthy, N. (2015). Americans Trust Tech Firms More Than Banks For Finance. *Forbes*. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/niallmccarthy/2015/06/24/americans-trust-tech-firms-more-than-banks-for-finance-infographic/> en febrero de 2023.

- Nicoletti, B. (2017). *The Future of Fintech: In-tegrating Finance and Technology in Financial Services*. Palgrave Macmillan (Palgrave Studies in Financial Services Technology).
- Nonninger, L. (2021). Fintech Megadeals: How FIS-Worldpay, Fiserv-First Data, and Global Payments-TSYS acquisitions will reshape the fintech landscape. *Business Insider*. Recuperado de <https://www.businessinsider.com/fintech-megadeal-acquisitions-report?international=true&r=US&IR=T> en marzo de 2023.
- OECD. (2022). The supply of critical raw materials endangered by Russia's war on Ukraine. *OECD*. Recuperado de <https://www.oecd.org/ukraine-hub/policy-responses/the-supply-of-critical-raw-materials-endangered-by-russia-s-war-on-ukraine-e01ac7be/> en febrero de 2023.
- Organización de las Naciones Unidas. (2015). *Objetivos de Desarrollo Sostenible. Agenda 2030*.
- Peters, K., Cheng, M., Kvilhaug, S. (2022). 3(c)(7) Exemption: Definition, Requirements for Funds, and Uses. *Investopedia*. Recuperado de Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/1/3c7.asp> en marzo de 2023.
- Plotkin, H. (1999) Beam me up some Cash. *CNBC*. Recuperado de <https://web.archive.org/web/20060326181723/http://www.halplotkin.com/cnbcs029.htm> en febrero de 2023.
- Portafolio. (2020). 'Fintech' crecieron en crisis de 2008, ahora sucede igual'. *Portafolio*. Recuperado de <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/fintech-crecieron-en-crisis-de-2008-ahora-sucede-igual-543365> en febrero de 2023.
- Portal PYME. Capital Riesgo. *Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Gobierno de España*. Recuperado de <http://www.ipyme.org/es-ES/InsFinan/Paginas/DetalleInstrumento.aspx?Nombre=Capital+Riesgo> en febrero de 2023.
- Ramírez, L. (2022, 5 octubre). Roboadvisor: ¿Qué es y qué beneficios tiene invertir en uno? Thinking for Innovation. *IEB*. Recuperado de <https://www.iebschool.com/blog/roboadvisor-que-es-y-que-beneficios-tiene-invertir-en-uno-finanzas/> en marzo de 2023.

- Ramp. (2022). Ramp secures \$750 million in funding to help businesses automate their financial operations. *Ramp*. Recuperado de <https://ramp.com/blog/ramp-march-2022-funding> en marzo de 2023.
- Ray, L. (2017). Top Risk Factors in Venture Capital Investments. *Small Business*. Recuperado de <https://smallbusiness.chron.com/top-risk-factors-venture-capital-investments-75055.html> en febrero de 2023.
- Rodríguez López, J. L., Hinojo González, P. (2019). Oportunidad de la tecnología aplicada a los mercados financieros: el fenómeno Fintech, en Boletín Económico de ICE 3109. *Revista ICE*. Recuperado de <http://www.revistasice.com/index.php/BICE/article/view/6777/6722> en febrero de 2023.
- Rodríguez, I., Alier, I., Torné, E. Análisis del impacto de la pandemia del Covid-19 en el sector del private equity. *Capital Riesgo*. Recuperado de <http://capital-riesgo.es/es/articulos/an-lisis-del-impacto-de-la-pandemia-del-covid-19-en-el-sector-del-private-equity/> en febrero de 2023.
- Rodríguez, I., Sharf, A. (2020). Evolución del Private Equity en el entorno de la pandemia y postpandemia. *King & Wood Mallesons*. Recuperado de <https://www.kwm.com/es/es/insights/latest-thinking/evolucion-private-equity.html> en marzo de 2023.
- Sawhney, B. (2023). Fintech Impact on Traditional Wealth Management. *Sia Partners*. Recuperado de <https://www.thesaasnews.com/news/abound-raises-500-million-in-funding> en marzo de 2023.
- Scally, A. (2023). Regional Insights – Americas. Pulse of Fintech H2'22. *KPMG*. Recuperado de <https://kpmg.com/xx/en/home/industries/financial-services/pulse-of-fintech.html> en marzo de 2023.
- Setiawan, K., Maulisa, N. (2019). The evolution of Fintech: A regulatory approach perspective. 3rd *International Conference on Law and Governance*. Vol 130.
- Silicon Valley Bank. (2016). Extend your startup's runway: How venture debt works. *SVB*. Recuperado de <https://www.svb.com/startup-insights/venture-debt/what-is-venture-debt> en marzo de 2023.

- Solomon, L. (2022). Debt financings for fintech startups: Are they the new venture round? *Finextra Research*. Recuperado de <https://www.finextra.com/the-long-read/484/debt-financings-for-fintech-startups-are-they-the-new-venture-round> en marzo de 2023.
- Stepantchenko, B. (2022). How will the war in Ukraine affect private equity deal flows? *Global Counsel en LinkedIn*. Recuperado de https://www.linkedin.com/pulse/how-war-ukraine-affect-private-equity-deal-flows-global-counsel/?trk=organization-update-content_share-article en marzo de 2023.
- Teare, G. (2022). Global Venture Funding And Unicorn Creation In 2021 Shattered All Records. *Crunchbase News*. Recuperado de <https://news.crunchbase.com/business/global-vc-funding-unicorns-2021-monthly-recap/> en febrero de 2023.
- Tomàs, R. C. (2022). El inmenso futuro del sector fintech. Thinking for Innovation. *IEB*. Recuperado de <https://www.iebschool.com/blog/presente-futuro-sector-fintech-espana-finanzas/> en noviembre de 2022.
- Toovey, T. (2022). Top Fintech Industry Trends To Watch In 2023. *Payhawk*. Recuperado de <https://payhawk.com/en-us/blog/fintech-trends-to-watch-in-2023> en marzo de 2023.
- Torrego, J. M., Casado, C. y Ruiz, M. (2022). Mapa del ecosistema de Fintech en España años 2022-23. *El Referente*. Recuperado de <https://elreferente.es/scouting/en-espana-operan-ya-mas-de-400-startups-del-sector-fintech/> en noviembre de 2022.
- Trificana, J. (2022). What is fintech? 6 main types of fintech and how they work. *Plaid*. Recuperado de <https://plaid.com/resources/fintech/what-is-fintech/> en marzo 2023.
- Venture Forward. (2022). Venture History 101. *Venture Forward*. Recuperado de <https://ventureforward.org/education/history-101/> en febrero de 2023.
- Villamor, K. A. (2023, 10 marzo). Abound Raises £500 Million in Funding. *The SaaS News*. Recuperado de <https://www.thesaasnews.com/news/abound-raises-500-million-in-funding> en marzo de 2023.
- Winnie, K. (2022). What Is Pre-Seed Funding & How Does It Work? *Antler Academy*. Recuperado de <https://www.antler.co/academy/pre-seed-funding> en febrero de 2023.

World Bank. (s.f.) Inclusión financiera. *Banco Mundial*. Recuperado de <https://www.bancomundial.org/es/topic/financialeconomicinclusion/overview> en febrero de 2023.

Zarzalejos, J.A. (2021). 2021, el año en el que el Private Equity salió fortalecido. *KPMG Tendencias*. Recuperado de <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/2021-ano-private-equity-salio-fortalecido/> en febrero de 2023.

Zavaleta, E. (2017). Transformación Digital en Sector Financiero: La Industria Fintech. *EGADE*. Recuperado de <https://egade.tec.mx/es/egade-ideas/opinion/transformacion-digital-en-sector-financiero-la-industria-fintech> en febrero de 2023.

Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner, D. W., Barberis, J. N. (2017). From Fintech to TechFin: The Regulatory Challenges of DataDriven Finance. *EBI Working Paper Series* (6).

Zigurat. (2022). Evolution of Fintech: The 5 key eras. *Zigurat*. Recuperado de <https://www.e-zigurat.com/innovation-school/blog/evolution-of-fintech/> en febrero de 2023.