

Universidad de Deusto – Deusto Business School

Doctorado en Competitividad Empresarial y Territorial, Innovación y Sostenibilidad

Tesis doctoral

# **Desafíos y oportunidades de los centros financieros locales periféricos: financiación empresarial y políticas de desarrollo en el País Vasco**

Doctorando  
Ibon Gil de San Vicente

Directora Académica  
Dr. Dña. Henar Alcalde Heras

Mayo de 2025



# Agradecimientos

Quiero agradecer de corazón a todas las personas que han estado apoyándome y acompañándome a lo largo de esta tesis doctoral.

En primer lugar, a Henar Alcalde, por su guía, paciencia y compromiso. Cuando comencé, tenía en mente una tesis cuantitativa, basada en tres artículos y centrada en estrategias de empresa, pero el camino me llevó por otra dirección. Gracias por tu acompañamiento continuo.

También a la Universidad de Deusto y a todos los profesores del programa de Competitividad Empresarial y Territorial, Innovación y Sostenibilidad, especialmente a su director, Iñaki Peña, por su apoyo y orientación a lo largo de estos años.

Gracias a todas las personas que han compartido este camino de investigación conmigo, en especial a Bart Kamp, Eduardo Sisti, y James Wilson, con quienes he tenido la suerte trabajar en diversas publicaciones que son parte de la tesis. Su experiencia y conocimientos han sido fundamentales para enriquecer este trabajo y para ayudarme a crecer en áreas que eran desconocidas para mí.

A Orkestra, una organización de la que me siento parte y que es mucho más que un instituto de investigación. Un lugar donde la reflexión y la realidad se encuentran, que me ha dado la confianza y libertad necesaria, y donde he podido crecer tanto personal como profesionalmente. Gracias a todas las personas que lo conforman por su calidad humana e intelectual, y especialmente a Aitziber y Megan por su generosidad y aportaciones desinteresadas.

También quiero reconocer el papel del Instituto Vasco de Finanzas y de todas las personas que lo integran por su implicación en el impulso del proyecto de investigación del Observatorio Económico Financiero de la Empresa Vasca. Su apoyo y la colaboración con ellos han sido fundamentales; sin su participación, esta tesis y sus aportaciones no habrían sido posibles.

Este recorrido, de casi ocho años, ha sido intenso y no habría sido posible sin el apoyo de todas estas personas, y de muchas otras que no aparecen aquí. Llegar hasta aquí es importante, pero me quedo, sobre todo, con todo lo vivido y compartido en el camino.

Tesiaz harago, bide hau ez det bakarrik egin, eta beti alboan egon zaretenok askoz errazagoa eta bereziagoa egin dezue.

Lagunei, beti entzuten nauzuenoi, egunerokoa dibertigarri eta aberasgarri egiteagatik, animatzen, kritikatzten eta pentsarazteagatik, eskerrik asko.

A Javier y Koro, aita eta ama, por estar siempre ahí, por los valores que me habéis transmitido y por la generosidad, el amor y la paciencia con que habéis acompañado cada paso de mi vida. Familia osoari ere, Andrea, Molly, Mikel, Bruno, Leo, Jesus, Margari, Urko, Kimetz, eta hainbeste pertsona gehiagori.

Etxekoei, Olatz, bizitzako bidelagun eta oinarri, beti ondoan egoteagatik, zure maitasunagatik eta ulermenagatik. Eta Maddi eta Iker, dena zarete niretzat, nahiz eta beti ezin esan hitz egokiekin. Tesi hau zuek gabe ezinezkoa izango zen; espero det kendu dizuedan denbora elkarrekin berreskuratzen jakin izango degula.

Guztioi, bihotzez, mila esker.

# Índice

Agradecimientos	iii
Índice	v
Lista de Tablas	ix
Lista de Figuras	xi
1. Centros financieros locales ante el desafío industrial europeo	13
1.1. Contexto	13
1.2. Objetivos	14
1.3. Preguntas de investigación	16
1.4. Estructura de la tesis	19
2. Revisión de la literatura	21
2.1. La financiación empresarial	23
2.2. Componentes del entorno financiero: sistemas, mercados, centros financieros e intermediarios financieros	40
2.3. La financiarización de la economía	48
2.4. Deficiencias de la función financiera y sus consecuencias en el acceso a la financiación	49
2.5. La importancia del espacio en la financiación de las empresas	54
2.6. Marco teórico: centros financieros locales, empresas y territorio	60
3. Metodología y caso de estudio	67
3.1. Diseño y métodos de la investigación	67
3.2. La utilización de estudios de caso	69
3.3. El País Vasco como contexto geográfico de la investigación	71
3.4. Tejido empresarial del País Vasco: especialización y estructura de balances-cuenta de resultados	72
4. Análisis de los centros financieros locales: el caso del País Vasco	81
4.1. Los centros financieros locales dentro de los sistemas financieros	81
4.2. Los centros financieros y la económica regional	82
4.3. Marco conceptual y pasos aplicados	84
4.4. Metodología de la investigación	86

4.5. Orígenes históricos, sus magnitudes económicas y la situación actual del centro financiero	92
4.6. Mapear el centro financiero y sus agentes	104
4.7. Aplicación al marco conceptual	120
4.8. Análisis de la eficiencia del centro financiero local del País Vasco	129
5. Implementación de modelos de negocio financiarizados en empresas manufactureras innovadoras	134
5.1. Revisión de la literatura	135
5.2. Marco conceptual	139
5.3. Metodología de la investigación	143
5.4. Resultados	145
5.5. Discusión	156
5.6. Implicaciones, limitaciones y futuras investigaciones	160
6. La financiarización y su impacto en regiones periféricas: explorando respuestas desde las políticas de clúster	164
6.1. Financiarización. Centros financieros e implicaciones para las regiones periféricas	166
6.2. Los clústeres como herramienta de desarrollo económico regional	173
6.3. Clústeres vascos: antecedentes del caso	176
6.4. Análisis de caso sobre el potencial de una iniciativa de clúster para hacer frente a los efectos de la financiarización: el País Vasco	179
6.5. Conclusiones	187
7. Resultados y discusión	191
7.1. La relevancia de un centro financiero local desarrollado en la transformación y fortalecimiento de la actividad industrial	193
7.2. Los centros financieros de regiones altamente industrializadas: el caso del País Vasco	201
7.3. Deficiencias de financiación en segmentos empresariales para impulsar su crecimiento	206
7.4. Identificar políticas que fomenten el desarrollo y competitividad de los centros financieros locales, en línea con la sostenibilidad económica regional	211
8. Conclusiones	218
8.1. Contribución a la literatura	221
8.2. Recomendaciones prácticas	224

8.3. Limitaciones de la investigación	228
8.4. Futuras líneas de investigación	231
8.5. Reflexión final	233
9. Bibliografía	237
10. Nota sobre los estudios y herramientas utilizadas en la investigación	261
11. Anexos	263
11.1. Anexo 1. Principales partidas de las cuentas anuales y ratios de empresas vascas	264
11.2. Anexo 2. Entrevistas a agentes del centro financiero en el País Vasco	271
11.3. Anexo 3. Consentimiento	272
11.4. Anexo 4. So you want to servitise, but are you ready to financialise?	273
11.5. Anexo 5. Effects and responses of peripheral regions to financialization	289
11.6. Anexo 6. Especialización de actividades financieras y sector seguros de las regiones europeas	311
11.7. Anexo 7: Oportunidades de colaboración identificadas para dar respuesta a los retos comunes que afronta el clúster financiero e inversor	316



# Lista de Tablas

Tabla 1. Diferencias entre deuda y capital.....	26
Tabla 2. Resumen de fuentes de financiación empresarial. ....	32
Tabla 3. Clasificación de necesidades financieras y riesgo de las empresas en función del ciclo de vida. ....	35
Tabla 4. Clasificación de tipos de mercados financieros.....	43
Tabla 5. Clasificación de tipos de intermediarios financieros.....	44
Tabla 6. Clasificación de tipos de centros financieros según los modelos dominantes.....	47
Tabla 7. Deficiencias de mercado identificadas.. ....	52
Tabla 8. Identificación de colectivos con dificultades de acceso a la financiación.....	54
Tabla 9. Dimensiones de proximidad.....	54
Tabla 10. Datos y muestra seleccionada.....	74
Tabla 11. Ratios financieras de rentabilidad y endeudamiento. ....	74
Tabla 12. Situación y evolución de balances.....	76
Tabla 13. Situación y evolución de la cuenta de resultados. ....	77
Tabla 14. Indicadores de rentabilidad (%). ....	78
Tabla 15. Ratios financieras de endeudamiento.....	78
Tabla 16. Evolución histórica del centro financiero del País Vasco. ....	93
Tabla 17. Intermediarios financieros en función de las tipologías.....	110
Tabla 18. CNAE financieros primarios.....	113
Tabla 19. CNAE financieros secundarios.. ....	113
Tabla 20. Categorización de subactividades por categoría de agentes. ....	115
Tabla 21. Distribución de empresas del grupo primario con sede en Euskadi.....	116
Tabla 22. Distribución de empresas del grupo primario con establecimientos y sin sede en Euskadi. ....	117
Tabla 23. Distribución de empresas del grupo secundario con sede en Euskadi.....	118
Tabla 24. Distribución base de datos unificada mapa clúster. ....	119
Tabla 25. Características propias identificadas.....	124
Tabla 26. Desafíos del País Vasco para mejorar la eficiencia del centro financiero. ....	130
Tabla 27. Clasificación de las publicaciones sobre la servitización y la financierización.....	139
Tabla 28. Casos seleccionados. ....	144
Tabla 29. Resultados relacionados con las hipótesis formuladas.....	149
Tabla 30. Efectos y consecuencias de la financierización en los centros financieros.....	172
Tabla 31. ODC financieras registradas.....	175
Tabla 32. Organizaciones Dinamizadoras Clúster (ODC) vascas en 2024.....	178
Tabla 33. Oportunidades de colaboración identificadas para responder a los retos comunes a los que se enfrenta el ecosistema financiero vasco. ....	185
Tabla 34. Interés en el establecimiento de una iniciativa formal de colaboración al final del proceso de talleres. ....	186
Tabla 35. Oportunidades de política de clústeres vinculadas a los retos de la financierización en los centros financieros regionales. ....	190
Tabla 36. Colectivos de empresas con dificultades de acceso a financiación.....	208
Tabla 37. Correspondencia entre objetivos y resultados de investigación.....	221
Tabla 38. Correspondencia entre los gaps de investigación y las contribuciones de la tesis. ....	222
Tabla 39. Principales partidas de las cuentas anuales y ratios de empresas vascas.....	265
Tabla 40. Situación y evolución de la cuenta de resultados.. ....	267

Tabla 41. Indicadores de rentabilidad. ....	268
Tabla 42. Ratios financieras de endeudamiento.....	270
Tabla 43. Entrevistas realizadas a agentes del centro financiero en el País Vasco.....	271
Tabla 44. Especialización del sector de seguros y actividades financieras de las regiones europeas.....	315

# Lista de Figuras

Figura 1. Proceso de revisión de la literatura.	22
Figura 2. Life cycle analysis of financing.	38
Figura 3. Marco conceptual.	63
Figura 4. Objetivos de investigación en el contexto del marco conceptual	66
Figura 5. Marco conceptual. Fuente: Elaboración propia.	85
Figura 6. Fases de la investigación.	88
Figura 7. Empleo y Valor Añadido Bruto de las actividades financieras y seguros en Euskadi (% del total de Euskadi).	96
Figura 8. Especialización de regiones europeas en el sector de actividades financieras y de seguros.	97
Figura 9. Especialización en el sector de actividades financieras y de seguros respecto a las regiones de referencia europeas.	98
Figura 10. Especialización en el sector de actividades financieras y de seguros respecto a las regiones españolas.	99
Figura 11. Fases de la metodología para la identificación de empresas y actores del centro financiero del País Vasco.	105
Figura 12. Esquema para el mapa de empresas y actores.	112
Figura 13. Mapa de empresas y actores.	120
Figura 14. Análisis del centro financiero del País Vasco.	128
Figura 15. Marco conceptual.	140
Figura 16. Marco conceptual avanzado.	160
Figura 17. Fases del proceso de investigación-acción.	181
Figura 18. Factores identificados en un centro financiero local desarrollado.	196
Figura 19. Fases de la metodología para la identificación de empresas y actores del centro financiero del País Vasco.	203
Figura 20. Nivel de desarrollo del centro financiero del País Vasco.	204
Figura 21. Condiciones internas y externas relevantes para la empresa que implanta servicios avanzados financiarizados.	209
Figura 22. Elementos identificados sobre la financiación de empresas manufactureras innovadoras.	210
Figura 23. Modelo y metodologías para el proceso de desarrollo de un centro financiero.	213
Figura 24. Oportunidades de colaboración identificadas por los actores del clúster.	215



# 1. Centros financieros locales ante el desafío industrial europeo

## 1.1. Contexto

Los países con una mayor especialización manufacturera han tenido éxito en el crecimiento económico y la reducción del desempleo durante las pasadas décadas (Moczadlo, 2020). El mantenimiento de un modelo económico basado en la industria ha llevado a los gobiernos europeos a adoptar diversas estrategias para transformar su actividad industrial de acuerdo con la neutralidad climática y las transiciones vinculadas con el envejecimiento, la digitalización y la sostenibilidad medioambiental (European Commission, 2020).

La distribución del sector industrial en Europa se concentra en algunas regiones con altos niveles de actividad. Estas regiones altamente industrializadas presentan un importante dinamismo económico y unas características distintivas. Por ejemplo, estas regiones europeas industrializadas presentan una especialización económica y niveles de innovación más elevados (Paci y Usai, 2000). Sin embargo, Iammarino et al. (2019) señalan que deben adaptarse a las transformaciones económicas, relacionadas, por ejemplo, con la sostenibilidad o digitalización, para evitar un declive de su especialización. Un ejemplo de región europea altamente industrializada es el País Vasco, que se utiliza como caso de análisis, ya que cuenta con un consistente sistema regional de innovación (Aranguren, Canto, Magro, Navarro, Wilson, et al., 2021), junto con un denso tejido industrial y un sistema financiero de gran tradición histórica (Gómez-Bezares et al., 2001).

La falta de conexión entre las políticas industriales y el entorno financiero ha sido identificada como una de las causas del declive de la actividad industrial en Europa (Cozzi et al., 2016). Esto ha generado complicaciones en el acceso a los recursos financieros, lo cual ha obstaculizado la realización de las inversiones requeridas para la modernización de la industria. La evidencia empírica sugiere que las empresas ubicadas o cercanas a centros financieros desarrollados o en un entorno de proximidad tienen un mejor acceso a los recursos financieros (véase, por ejemplo, Ughetto et al. (2019) al referirse al caso del Reino Unido). No obstante, numerosas zonas altamente industrializadas se ubican lejos de los principales centros financieros y se apoyan en centros financieros locales, lo cual restringe sus alternativas de financiamiento.

Según Giannakis y Bruggeman (2017), la importancia de esta cuestión radica en la

sostenibilidad de la actividad industrial en las regiones europeas. Se ha observado que aquellas con centros financieros locales más avanzados muestran una mayor capacidad de recuperación frente a las crisis económicas. Por su parte, Rodríguez-Pose (2018) constata que las regiones industriales han tenido un desempeño económico más débil, lo que ha generado importantes tensiones sociales debido a un paulatino declive industrial.

Por lo tanto, es necesario analizar los centros financieros locales que dan servicio a las zonas industriales periféricas, sobre todo en un contexto de declive que constituye el centro de atención de las políticas de desarrollo en Europa (European Commission, 2020). Estas políticas muestran el compromiso firme de la Unión Europea con la revitalización de su base industrial. Este compromiso se materializa en el apoyo a la reindustrialización mediante la digitalización, la sostenibilidad y la innovación tecnológica.

## 1.2. Objetivos

La financiación de la actividad empresarial es un ámbito de conocimiento ampliamente estudiado (Brealey *et al.*, 2023; Graham y Harvey, 2001; Tirole, 2010). Esto es debido a que las empresas necesitan de recursos para su supervivencia y crecimiento, lo cual atrae la atención de los propios gestores empresariales, los *policy makers* y la academia. Pero los centros financieros están inmersos en una importante transformación, marcada principalmente por tendencias de concentración debido a efectos relacionados con el aumento de la fungibilidad y la movilidad del capital financiero (Klagge *et al.*, 2017; Martin y Pollard, 2017), el impacto de la tecnología digital (Gomber *et al.*, 2018) y los cambios regulatorios a los que está expuesto (Eisenegger y Künstle, 2011). Como resultado, los centros financieros locales afrontan una situación incierta que puede afectar a la financiación de la actividad productiva.

Pese a que la globalización y la digitalización han ampliado la capacidad de la empresa para conectarse con el exterior, esta sigue desarrollando su actividad en un ámbito territorial concreto. Tal y como señala Hess (2004), existen diversos vínculos entre las empresas y el resto de los agentes del territorio (sean económicos o no) que puede tener efectos positivos en la actividad empresarial. Cuando existe un elemento de proximidad con los agentes financieros, las empresas pueden desarrollar su actividad de manera más exitosa (Bragoli *et al.*, 2022; Iammarino *et al.*, 2019). Es por ello que, pese al proceso de globalización, el territorio sigue siendo un factor importante en la financiación empresarial (Larreina, 2008; Martin, 2011; Çolak y Öztekin, 2021). En este sentido Boschma (2005) señala que la proximidad es un elemento relevante, y además señala otros tipos de proximidad (cognitiva, organizacional, social e institucional). A pesar de la importancia de la proximidad, los aspectos regionales y espaciales

han sido relativamente dejados de lado en la literatura de las finanzas y la evidencia empírica sobre este tema es ambigua (Ughetto *et al.*, 2019).

En el caso de Europa algunas regiones tienen un menor nivel de desarrollo (crecimiento y evolución de renta), entre otros factores, debido a la debilidad de sus centros financieros y a los problemas de acceso a la financiación (Brown *et al.*, 2009; Iammarino *et al.*, 2019). En consecuencia, estas regiones pueden tener dificultades para financiar el desarrollo e inversiones a largo plazo, lo que limita su potencial de crecimiento. Uno de los motivos del debilitamiento de los centros financieros locales es el proceso de transformación del sector bancario (Claessens y van Horen, 2015). Este impacta en las empresas debido a que en muchas regiones europeas la financiación sigue dependiendo en gran medida de la financiación bancaria, mientras que otras fuentes financieras alternativas están insuficientemente desarrolladas (European Commission, 2019). Esta situación limita la diversificación de fuentes financieras, creando vulnerabilidades en el tejido económico del territorio.

Así, la evolución de los centros financieros puede explicar, en parte, las diferencias de desarrollo entre las regiones europeas (Iammarino *et al.*, 2019). En este sentido diversos estudios promueven la implementación de políticas activas por parte de los gobiernos regionales para crear un mejor entorno de acceso a la financiación de las empresas en sus territorios y tratar así de paliar esta situación (European Commission, 2019; Szczepański, 2017).

Debido a esta situación el acceso a la financiación por parte del tejido económico en las diversas regiones es una de las políticas prioritarias para la Comisión Europea. En esta línea el Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) de la Comisión Europea<sup>1</sup>, aprobado en septiembre de 2020, tiene como uno de sus principales objetivos facilitar que las empresas, en particular las pequeñas y medianas (pymes), tengan acceso sin trabas a la forma de financiación más adecuada en todos los territorios de la Unión Europea. Por ejemplo, con el objetivo de impulsar la diversificación de fuentes de financiación (por ejemplo, financiación basada en capital), la Comisión ha incluido en la acción 2 del citado plan diversas medidas dirigidas especialmente a las pymes; estas medidas buscan simplificar los requisitos regulatorios que aumenten el número de empresas que accedan a instrumentos de financiación relacionados con los mercados de capital o la financiación a través de emisión de bonos.

Por otro lado, dentro de su estrategia de desarrollo económico, la Comisión Europea sitúa la promoción de la actividad industrial en las regiones como uno de sus pilares. En su comunicado dirigido a las regiones, publicado el 10 de marzo de 2022 (Comisión Europea, 2020), se desgana

---

<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en)

la estrategia para la consecución de un nuevo modelo de industria para Europa. En el documento reconoce la necesidad de movilizar grandes sumas de financiación que permitan la inversión que dé lugar a esta transformación. Para ello propone combinar inversión privada y pública, en la búsqueda de fuentes de financiación más diversas.

La actividad industrial está concentrada en ciertas regiones europeas; estas presentan una alta especialización económica y unos mayores niveles de innovación (Paci y Usai, 2000). Son, por lo tanto, regiones con un importante dinamismo económico y que cuentan con características distintivas. Estas regiones no están localizadas en centros financieros globales y la mayoría depende de centros financieros locales para financiar su actividad industrial. Un ejemplo de ello es el País Vasco, un caso regional que se utiliza como caso de análisis, ya que cuenta con un consistente sistema regional de innovación (Aranguren, Canto, Magro, Navarro, Wilson, *et al.*, 2021), junto con un denso tejido industrial y un centro financiero de gran tradición histórica (Gómez- Bezares *et al.*, 2001).

En este contexto, la presente tesis tiene como objetivo principal «explorar y comprender el rol de los centros financieros locales en la financiación empresarial, con un enfoque en identificar barreras, oportunidades y estrategias para su desarrollo». Para ello toma el contexto del País Vasco, que sirve como caso especialmente relevante para aquellas regiones que tengan una alta especialización en manufacturas. Esto permite obtener resultados y aprendizajes alineados con la estrategia de reindustrialización impulsada por las autoridades europeas.

Asimismo, se pueden identificar tres objetivos específicos adicionales. Primero, «mejorar el conocimiento sobre el centro financiero local del País Vasco, su configuración y su relación con el tejido económico del territorio y con otros centros financieros locales». En segundo lugar, «identificar las deficiencias en el acceso a financiación para ciertos segmentos de empresas, especialmente empresas manufactureras en transformación». En tercer lugar, «proponer políticas que fomenten el desarrollo y la competitividad de los centros financieros locales, alineadas con la sostenibilidad económica de la región».

### 1.3. Preguntas de investigación

La investigación busca profundizar en la relación entre financiación y espacialidad, en un contexto de declive de la actividad industrial y de importantes cambios de los centros financieros locales. Este elemento ya ha sido señalado como uno de los gaps de la literatura identificados (Hess, 2004; Ughetto *et al.*, 2019), al destacar la importancia de los factores

territoriales en la financiación de los territorios. Además, como resultado adicional, la investigación tiene como objetivo identificar los gaps entre oferta y demanda de financiación a nivel local a fin de proponer medidas más adecuadas para mejorar la situación.

Por otra parte, la literatura señala que las realidades y necesidades de las empresas son diversas y las soluciones complejas (Tirole, 2010), por lo que es importante analizar casos concretos que permitan entender mejor su situación. Dentro de estas distintas realidades, el caso de las empresas del sector manufacturero es relevante en el contexto europeo. Partimos de la convicción de que el sector manufacturero es una actividad prioritaria que se ha debilitado en las últimas décadas (Comisión Europea, 2020). Siendo esto así, es de especial importancia identificar necesidades de este colectivo, y en especial de aquellas que son más innovadoras, ya que son un segmento que permiten reforzar el sector y desarrollarlo.

Finalmente, una investigación tiene que aspirar a crear nuevo conocimiento que haya impactado de manera positiva en la sociedad, y en este caso específicamente en su tejido económico. Pasar de la teoría a la práctica es complejo, por lo que es importante entender qué procesos pueden ayudar a reducir estas dificultades.

Así, la pregunta central de esta investigación es:

«¿Cómo influyen los centros financieros en la financiación del tejido empresarial en regiones altamente industrializadas, como el País Vasco?».

El proceso de investigación vinculada a esta permite analizar los problemas más relevantes relacionados con los centros financieros locales, como las formas de interacción de las empresas y los agentes financieros de proximidad, las dinámicas territoriales y espaciales de la financiación, e incluso los efectos de la reestructuración del sector financiero en el desarrollo regional.

Para abordar de manera integral el objetivo general de esta tesis, se presentan tres preguntas específicas en línea con los objetivos de investigación y que guían el análisis. Así cada una de estas preguntas se alinea con un objetivo específico (ver apartado 1.2.) y trata de responder a cuestiones fundamentales en torno al rol y desarrollo de los centros financieros locales, las deficiencias en la financiación empresarial, o la sostenibilidad del tejido económico de las regiones periféricas.

Asimismo, se pueden identificar tres objetivos específicos adicionales. Primero, mejorar el conocimiento sobre los centros financieros locales periféricos, su configuración y relación con el tejido económico del territorio y con otros centros financieros locales. Algunos trabajos

académicos han señalado la importancia del contexto territorial en el acceso a financiación (Zogning, 2017), pero estas dinámicas siguen sin ser analizadas de manera profunda dentro de la literatura (Clark y Wójcik, 2007), especialmente en un contexto europeo y de las regiones fuera de los principales centros financieros. La literatura así ha abordado de manera insuficiente el análisis y la configuración de los centros financieros periféricos. Los casos de estudio se centran sobre todo en los centros financieros globales o nacionales. Existe pues la necesidad de profundizar en las características propias de los centros financieros locales, y no de los contextos nacionales, ya que condicionan el acceso a financiación de la empresa dentro del propio territorio.

«¿Cómo está configurado el centro financiero local del País Vasco y qué relación mantiene con el tejido económico y otros centros financieros locales?».

En segundo lugar, identificar gaps de financiación que puedan tener ciertos segmentos de empresas a la hora de financiar su crecimiento. El análisis de la diversificación de fuentes de financiación es genérico (Damodaran, 2014) y no toma en cuenta el contexto territorial de la empresa. La literatura distingue principalmente entre dos tipologías de centros financieros: los orientados a mercado y los bancarizados (Damodaran, 2014). Sin embargo, resulta crucial explorar cómo la territorialidad influye en el acceso a financiación de las empresas, ya que las características y el desarrollo de los centros financieros locales pueden tener un impacto significativo en las oportunidades de crédito y en la transformación económica de las regiones.

«¿Qué problemas de acceso a financiación enfrentan las empresas manufactureras, especialmente aquellas con alto nivel de innovación?».

En tercer lugar, identificar políticas que fomenten el desarrollo y competitividad de los centros financieros locales, en línea con la sostenibilidad económica regional. Es importante tener un centro financiero que sea complementario con su contexto económico (Ioannou y Wójcik, 2021) y que no compita por recursos con la actividad productiva (Cecchetti y Kharroubi, 2015). Existe un desconocimiento sobre el papel que las instituciones locales pueden jugar en el desarrollo de dichos centros financieros locales. Este es un área de interés, ya que estas instituciones públicas son un elemento clave en el proceso de desarrollo económico del territorio.

«¿Qué estrategias y políticas de colaboración pueden fomentar el desarrollo de centros financieros locales para mejorar la sostenibilidad económica y apoyar a las empresas manufactureras?».

## 1.4. Estructura de la tesis

La tesis está estructurada en ocho capítulos que tratan diversos aspectos fundamentales sobre la financiación de empresas en centros financieros periféricos. En el capítulo 1, se presenta el marco general de la investigación, se definen los objetivos que orientarán el análisis y se plantean las preguntas que pretenden abordar los desafíos financieros de las empresas en zonas industriales periféricas. En este capítulo se procede a introducir el problema de investigación y las preguntas vinculadas, presentando las bases conceptuales que orientarán el desarrollo del trabajo de investigación.

En el capítulo 2, se lleva a cabo un análisis detallado de la literatura académica relacionada con los centros financieros, la financiación de empresas y las imperfecciones del mercado en relación con el acceso a la financiación. En este apartado se presenta el marco teórico para el análisis de los centros financieros locales y sus vínculos con agentes locales y con otros centros financieros. La revisión teórica revela las deficiencias en la literatura actual, especialmente en el contexto de las regiones periféricas.

En el capítulo 3, se detalla la metodología utilizada en el estudio de investigación. La elección de un enfoque cualitativo a través de estudios de caso se justifica al explicar cómo el País Vasco, debido a su singular estructura económica e histórica, se posiciona como un contexto pertinente para investigar las interacciones entre los sistemas financieros locales y las empresas manufactureras. Dentro de este se analiza la configuración empresarial del País Vasco, así como la estructura financiera de las empresas. El objetivo de este apartado es demostrar la congruencia entre el caso, los procedimientos utilizados y los objetivos del estudio, garantizando que la información recopilada ofrezca respuestas precisas a las interrogantes de investigación.

El capítulo 4 aplica el marco teórico al contexto del País Vasco. En este se propone una metodología para mapear un centro financiero local y entender su configuración. Al examinar las interacciones entre empresas y actores financieros locales, se pueden identificar las deficiencias que aún existen en el sistema y que restringen la disponibilidad de financiamiento. A partir de este análisis se exploran dos dimensiones desde la perspectiva de la oferta y de la demanda; por una parte, las relacionadas con la financiación de las empresas altamente innovadoras y, por otra parte, las relacionadas con la implementación de políticas públicas.

Así el capítulo 5 profundiza en las necesidades de un colectivo específico de empresas dado, que son susceptibles de tener dificultades de acceso a la financiación. En este sentido se analizan las necesidades de financiación de las empresas manufactureras innovadoras o que

aplican nuevos modelos de negocio innovadores. Estas empresas que destacan por su innovación suelen exhibir un mayor nivel de riesgo, lo cual les dificulta la obtención de financiación a través de fuentes convencionales. Mediante los casos de estudio propuestos, se describen las dificultades que enfrentan estas empresas para obtener financiación en sus centros financieros locales. En este apartado se analizan las estrategias que las empresas han implementado para superar dichos desafíos, ya sea mediante la exploración de opciones no convencionales o el fortalecimiento de sus relaciones con inversores especializados.

El desarrollo de los centros financieros locales a través de políticas de colaboración, es una dimensión clave que se aborda en el capítulo 6. Se analiza la forma en que las colaboraciones iniciadas, tanto en el ámbito público como en el privado, pueden promover un entorno financiero más sólido que respalde el desarrollo de las empresas dedicadas a la manufactura. En este capítulo se analizan las políticas públicas y las alianzas estratégicas que han demostrado ser efectivas en áreas geográficas comparables, y se examina su posible aplicación en el contexto del País Vasco con el fin de potenciar su sector financiero local. La cooperación entre administraciones públicas locales, entidades financieras y agentes del sector empresarial se presenta como elemento fundamental para fomentar el progreso económico.

El capítulo 7 recopila los resultados alcanzados durante la investigación y proporciona un análisis detallado de los principales descubrimientos. En este punto, se establece una conexión entre los resultados obtenidos y las dinámicas analizadas en los capítulos anteriores, lo que permite comprender en su totalidad la influencia de los centros financieros locales en las empresas manufactureras, así como la forma en que la implementación de políticas colaborativas puede favorecer el acceso a la financiación en áreas periféricas.

El capítulo 8 concluye presentando una síntesis de las principales contribuciones del estudio, resaltando las restricciones identificadas durante la investigación y proponiendo posibles áreas de investigación futuras. Se presentan recomendaciones con el objetivo de mejorar el entorno financiero en áreas periféricas, con el fin de promover el crecimiento económico sostenible y facilitar un acceso equitativo a la financiación para empresas de diversas dimensiones.

## 2. Revisión de la literatura

El presente capítulo desarrolla el marco conceptual de la tesis doctoral, que tiene como principal objetivo analizar los centros financieros locales en regiones europeas industriales y que son financieramente periféricas.

En un entorno globalizado y altamente competitivo, las empresas se enfrentan a desafíos significativos para obtener los recursos necesarios para su funcionamiento y crecimiento. Según Asquith y Weiss (2019) para financiar este crecimiento la empresa busca financiarse con flujos generados por la propia actividad. Si una empresa no puede obtener suficientes fondos internos, la deuda es la siguiente fuente de financiación; y si no puede financiar sus operaciones e inversiones con fondos generados internamente y deuda, emitirá capital.

Pero la realidad empresarial es diversa y también su capacidad de acceder a las distintas fuentes de financiación. Diversos autores han analizado el diferente nivel de acceso a financiación que las empresas han vivido en las últimas dos principales crisis: la crisis financiera del 2008 y la de la COVID-19 en 2020. Martin (2011), tras estudiar el impacto de la crisis del 2008 en distintas regiones de Estados Unidos y Reino Unido, concluye que, pese al proceso de globalización, el territorio sigue siendo un factor importante en la financiación. Por otro lado, Çolak y Öztekin (2021) han comprobado que el entorno bancario y específico de los distintos países ha generado un acceso diferente al crédito en el contexto de la COVID-19. Estos estudios ponen de manifiesto las implicaciones del territorio en la financiación. Pese a estas implicaciones, diversos autores indican que estas implicaciones no han sido suficientemente analizadas por la literatura (Clark, 2016; Corpataux y Crevoisier, 2016; Klagge y Martin, 2005; Ughetto *et al.*, 2019). La [Figura 1](#), «Proceso de revisión de la literatura», explica el proceso que se ha seguido en la revisión de la literatura que permite la construcción del marco teórico (ver 2.6.).

## Territorio (2.5)

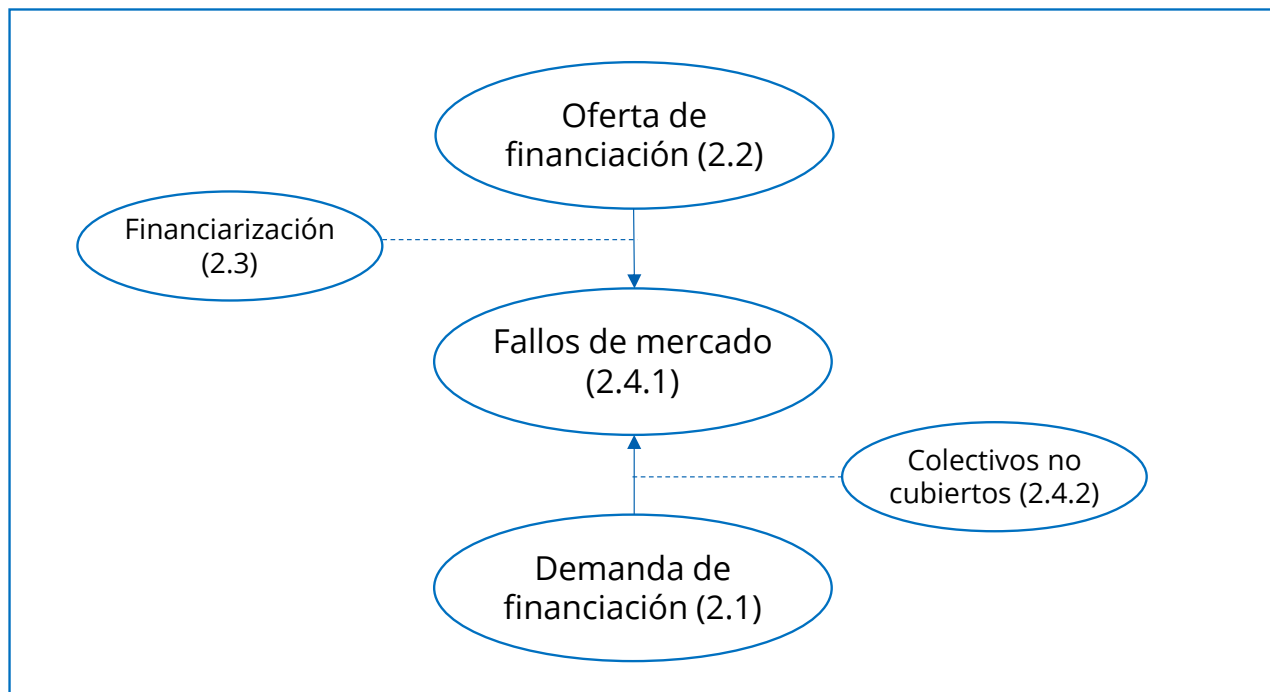


Figura 1. Proceso de revisión de la literatura. Fuente: Elaboración propia.

En este contexto se profundiza sobre los centros financieros locales y se propone un marco teórico para su análisis. Para ello se analizan tres elementos. El primer subapartado (2.1.) aborda el tema de la demanda desde la perspectiva de la financiación empresarial, explorando los diferentes instrumentos y fuentes de financiación disponibles para las empresas, en un contexto de aumento de su importancia en la economía en general (Epstein, 2005). Para ello se identifican los mecanismos que tienen las empresas para financiarse, como la deuda o el capital propio, así como los factores que influyen en la elección de cada opción (Beck *et al.*, 2018; Damodaran, 2014; Tirole, 2010).

En el segundo apartado se revisa y profundiza el lado de la oferta de financiación (2.2.), tendencia que ha surgido en las últimas décadas relacionada con la financiarización (2.3.). A continuación (2.4.1.), se identifican los fallos de mercado que existen en la función financiera (Levine, 2005) y en las consecuencias que tienen. El objetivo es identificar aquellos ámbitos de la financiación que la literatura identifica que tienen mayor potencial a no ser cubiertos. Por una parte, se determinan los motivos por los cuales se producen los fallos de mercado (Asquith y Weiss, 2019; Herring y Chatusripitak, 2006; Paulet *et al.*, 2014; Pigou, 1924; Tirole, 2010). Por otra parte, a partir del anterior ejercicio, se caracterizan aquellos colectivos (2.4.2.) que son más susceptibles de sufrir dichos fallos de mercado (Carpenter y Petersen, 2002; Cassar, 2004; Delmar *et al.*, 2003; Gagliardi, 2009; Myers, 1984).

En el apartado 2.5. se vincula el territorio con la financiación de las empresas, a partir de las evidencias existentes (Clark, 2006; Clark y Wójcik, 2007). Se profundiza en el papel que los centros financieros locales desempeñan en el acceso a la financiación en un contexto de concentración geográfica en ciertas plazas financieras (Klagge *et al.*, 2017), centrando la revisión en regiones periféricas, es decir, que no son centros financieros globales (Corpataux *et al.*, 2017).

Finalmente, a partir de la revisión realizada en los anteriores apartados se propone un marco conceptual para el análisis de los centros financieros locales (2.6.).

## 2.1. La financiación empresarial

Dentro de los actores económicos, las empresas son el principal vehículo para el desarrollo de estas actividades. Así las empresas son principalmente actores de demanda de financiación. Es por ello por lo que en el presente apartado nos centraremos en identificar cuáles son los elementos que determinan esta demanda.

Toda empresa se financia mediante una combinación de capital y/o deuda. Dada la diversidad de la realidad del tejido empresarial, no existe una combinación óptima entre ambos (Damodaran, 2014). El teorema Modigliani y Miller (1958) es la teoría de referencia para el análisis de la estructura de capital en relación con el valor de la empresa. Este teorema sostiene que, en circunstancias ideales, el valor de una empresa no depende de su estructura de capital/deuda. Así según este teorema el debate de la estructura de financiación no tiene importancia, siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones. Estas condiciones se dan en un mercado de capitales perfecto, donde no hay impuestos, costes de transacción, asimetría de información, y no existen diferencias en el acceso a la financiación (tanto en cantidad como en coste). Unos años más tarde de su primera publicación, Modigliani y Miller (1963) corregían su teorema indicando que la deuda sí tiene una ventaja fiscal respecto al capital. De alguna manera, Modigliani y Miller indican que, en un mundo idealizado, la estructura óptima de capital/deuda no tiene ningún efecto sobre el valor de la empresa, más allá de las ventajas fiscales asociadas a la deuda en comparación con el capital propio.

Pese al impacto que tuvo el teorema en la academia, son innumerables los estudios que han continuado explorando la estructura de capital de las empresas. En este sentido Stiglitz (1969) señala que en las decisiones de combinación de capital y deuda están condicionados, por la existencia de fallos de mercado relacionados con los impuestos, las asimetrías de información o los costes de quiebra; así se concluye que el teorema no se cumple y el análisis del *mix*

capital/deuda es un campo de estudio relevante para los investigadores. Otros trabajos de este autor demuestran que, en ciertas circunstancias, como la existencia de asimetría de información, se dan situaciones de racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1981), lo cual genera problemas de acceso a la financiación. En esta línea el trabajo de Harris y Raviv (1991) identifica factores internos (p. ej., la capacidad de generar *cash flow* en relación con la deuda) y exógenos (p. ej., los costes de la entrada en bancarrota), que determinan la estructura de capital de la empresa. La existencia de estos factores que condicionan las decisiones de las empresas se puede asociar a las características de la empresa. Así Myers (1977, 1984) introdujo el factor de ciclo de vida, ya que señala cada empresa se financia a través de una combinación de capital y deuda, sin que haya una única combinación, que de alguna manera se mantiene estable en el tiempo.

En este debate sobre la estructura de capital son tres las principales corrientes de investigación: el *trade off theory*, el *pecking order theory*, y el *market timing theory* (Jahanzeb *et al.*, 2013). La primera, *trade off theory*, implica que la deuda tiene ciertas ventajas (especialmente relacionada con los beneficios fiscales) frente a otras fuentes de financiación. Por lo tanto, la empresa decide su estructura de capital gestionando los costes y riesgos asociados a la deuda, con el objetivo de optimizar el valor de la empresa. También Myers y Majluf (1984) señalan que los gestores de las empresas tienen una mejor información que los inversores; esta asimetría les permite conocer mejor el potencial de rentabilidades, lo cual los lleva a tener una preferencia por la deuda antes que el capital, ya que los compromisos que se adquieren son menores.

Por otro lado, el *pecking order theory* señala que la empresa prioriza los recursos propios generados para financiar sus actividades y, si necesitan más fondos, buscará financiación a través de la emisión de capital adicional y/o deuda. Esta corriente aboga por que las empresas priorizan la financiación propia, ya que buscan tener una flexibilidad y diversidad de fuentes de financiación, o equilibrar las deudas a corto y largo plazo (Damodaran, 2014; Graham y Harvey, 2001). En esta línea, Myers (1977, 1984) identifica que las empresas maduras mantienen unos menores niveles de deuda que otros competidores más noveles. Como explicación señala dos motivos. En primer lugar, las empresas quieren mantener una estructura de capital conservadora y minimizar los posibles costes de agencia y de asimetrías de información relacionados con un excesivo riesgo asumido por la dirección a través del endeudamiento. En segundo lugar, tratan de derivar parte de los recursos generados a financiarse, y no abusar de los niveles de endeudamiento, de manera que la empresa tiene margen a endeudarse en el caso de que dichos recursos disminuyan como consecuencia de una crisis.

Finalmente, el *market timing theory*, de más reciente creación, indica que las decisiones de estructura de capital están condicionadas por el valor que tiene la empresa, por lo que la valoración histórica y las fluctuaciones de los mercados de bolsa influyen en la estructura de

capital (Baker y Wurgler, 2002). Esto implica que la estructura de capital es variable en el tiempo, en función de las oportunidades del mercado.

El estudio sobre cuál es la mejor estructura de capital sigue vigente hoy en día con publicaciones que analizan a través de modelos y estudios empíricos (Asquith y Weiss, 2019; Brusov *et al.*, 2022; Caselli y Negri, 2021; Kochen, 2022). En lo que resta de apartado se analizan las herramientas que tiene la empresa, es decir, las fuentes de financiación de las empresas dentro del *mix* capital/deuda y su utilización en función del ciclo de vida (necesidades) de estas.

### 2.1.1. Fuentes de financiación de las empresas

La teoría de las finanzas corporativas tiene como objetivo predecir o proporcionar orientación sobre las estrategias financieras en los distintos períodos del ciclo de vida de una empresa (Tirole, 2010). Para profundizar en su análisis se analiza la tipología de financiación disponible en función del ciclo de vida de la empresa. Más allá de los recursos propios que es capaz de generar por su actividad, una empresa puede obtener financiación a través de capital o deuda. Pese a que esta distinción es relativamente básica, dentro de cada una de las opciones existe una diversa rama de instrumentos financieros que evolucionan a lo largo del tiempo según las necesidades de las empresas y la capacidad de la evolución de la oferta.

La gran diferencia entre la deuda y el capital es el derecho que otorga al tenedor sobre el control o capacidad de influencia en la empresa. Esta distinción es esencial y a partir de aquí se pueden identificar otras diferencias de carácter de gobernanza, legal y tributario.

	<b>Deuda</b>	<b>Capital</b>
<b>Definición</b>	Dinero que una persona u organización debe a otra.	Financiación de una empresa obtenida a cambio de una participación en su capital o propiedad.
<b>Forma legal</b>	Contrato.	Acción.
<b>Devolución</b>	Definida en una fecha.	Indefinida.
<b>Retribución<sup>2</sup></b>	En forma de intereses.	En forma de dividendos.
<b>Derechos sobre la gobernanza</b>	No tienen.	Tienen derechos de voto sobre la estrategia de la empresa <sup>3</sup> .
<b>Derechos legales</b>	Tienen derecho de cobro preferente frente al capital. Derecho a influir en la empresa a través del contrato <sup>4</sup> .	Tienen un derecho de cobro subordinado ante la masa de deudores.
<b>Tratamiento fiscal</b>	Los intereses son deducibles, ya que es un gasto.	Los intereses no son deducibles.

Tabla 1. Diferencias entre deuda y capital. Fuente: Elaboración propia a partir de Tirole, 2010.

La autofinanciación o financiación propia es la principal vía de financiación de la actividad empresarial; un ejemplo de ello es que supone el 56 % de la financiación de inversiones según European Investment Bank (2023). Más allá de esta autofinanciación, la empresa puede buscar fuentes ajenas para financiarse, es decir, ampliaciones de capital o deuda. No existe una clasificación única que sea comúnmente aceptada para clasificar estas tipologías de financiación. A continuación, se propone una clasificación realizada siguiendo a Damodaran (2014, pp. 285-295); clasificación que se ha enriquecido con otros instrumentos financieros más recientes (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).

1. Capital. El capital social de una empresa se refiere a los recursos financieros generados a través de la emisión de acciones, lo que otorga a los inversores una porción de la

---

<sup>2</sup> La deuda da derecho al tenedor a un conjunto contractual de flujos de caja (normalmente pagos de intereses y principal), mientras que las acciones de capital dan derecho al tenedor al flujo de caja residual, tanto a través de la política de dividendos como el reembolso de las acciones en el caso de liquidación de la sociedad, después de cumplir todos los demás compromisos.

<sup>3</sup> Existen acciones sin derecho a voto, cuyos titulares no tienen derecho a participar en la toma de decisiones de la empresa. Este tipo de acciones son minoritarias aunque se han vuelto a usar en mecanismos de financiación como el crowdfunding (Cumming et al., 2019) y tienen un menor precio que las acciones con derecho a voto (Horner, 1988).

<sup>4</sup> Existen contratos de deuda que incluyen cláusulas que obligan a la empresa a cumplir ciertos comportamientos que pueden estar relacionados con su estructura deuda/capital o deuda/generación de cash flow (conocidos como *covenants*) o incluso de comportamiento ético. Se utilizan sobre todo en deuda a largo plazo (ver Xiang (2023)). En el caso de incumplimiento por parte de la empresa el tenedor de la deuda puede solicitar la anulación del contrato y el reembolso de la misma.

propiedad de la compañía. No es necesario realizar reembolsos, lo que lo convierte en una fuente estable de financiación, sin embargo, implica que las empresas deben compartir el control con los accionistas.

1.1. Capital de los accionistas. Los accionistas son la base de la financiación de capital; estos accionistas pueden financiar el crecimiento de las empresas de dos maneras: a través de la capitalización de beneficios dentro de la política de dividendos sujeta al capital ya invertido, o a través de una aportación de capital adicional por parte de los promotores.

1.2. Capital riesgo. A cambio de una parte de la propiedad de la empresa, los inversores de capital riesgo y de capital privado ofrecen financiación de capital a empresas. Estos inversores financian empresas de nueva creación y otras pequeñas empresas de riesgo a cambio de una parte de la propiedad de la empresa. En general, a mayor tamaño evolucionará la tipología de agentes que proveerán este tipo de financiación no convencionales.

De acuerdo con Block *et al.* (2019) se distinguen cinco tipos de agentes dentro de esta categoría: *family offices*, *business angels*, *venture capital*, fondos de capital (para el crecimiento) y fondos de compra apalancada.

- Los *family offices* son organizaciones que gestionan el patrimonio familiar, con el objetivo de invertirlo e incrementarlo en el tiempo (Block *et al.*, 2019); este tipo de inversor es difícil de identificar, ya que de alguna manera se asemeja a la gestión del patrimonio personal (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).
- Los *business angels* son personas con capacidad financiera y experiencia profesional que realizan inversiones con su propio dinero (Block *et al.*, 2019); estos constituyen un pilar fundamental de la financiación de nuevas actividades emprendedoras tanto por la aportación de capital como otro tipo de elementos intangibles relacionados con el proyecto empresarial (Kerr *et al.*, 2014).
- El *venture capital* son inversores profesionales en el capital de empresas de reciente creación, con un perfil de crecimiento y alto grado de riesgo (Black *et al.*, 2017; Kerr *et al.*, 2014).
- Los fondos de capital para el crecimiento son también organizaciones profesionales de inversión, que se centran en empresas más consolidadas; estos tienen unas políticas de inversión más diversificadas que buscan una cartera que

ofrezca una rentabilidad global adecuada (Gompers *et al.*, 2016).

- Los fondos de compra apalancada, *leveraged buyout funds* (LBO), son fondos de inversión que utilizan una gran proporción de endeudamiento en sus operaciones de capital; son fondos de alto riesgo, donde los intereses absorben una parte importante de los potenciales beneficios (Black *et al.*, 2017).

1.3. Acciones cotizadas. El método tradicional para que una empresa que cotiza en bolsa obtenga capital es la emisión de acciones ordinarias a un precio que el mercado acepte; para ello es necesario la existencia de unas instituciones de intermediación que ayuden a la empresa en este proceso (Damodaran, 2014); asimismo para su posterior compraventa son también necesarios mercados regulados. En España, podemos destacar dos tipos de mercados que están activos en esta fuente de financiación (Gil de San Vicente y Sisti, 2022):

- El mercado continuo es una plataforma de cotización para empresas consolidadas<sup>5</sup>. El IBEX 35 está formado por los treinta y cinco valores más importantes de este mercado.
- BME Growth (Mercado Alternativo Bursátil): es una plataforma de cotización destinada a empresas medianas con grandes necesidades de financiación que buscan aumentar el valor de su empresa y mejorar su competitividad.

1.4. *Warrants*. Activo financiero que da al tenedor la opción de comprar una acción subyacente a un precio fijo (Black *et al.*, 2017). Según Damodaran (2014), las empresas las consideran alternativas a las acciones ordinarias, especialmente aquellas que tienen una proyección de crecimiento destacada importante.

1.5. *Contingent value rights*. Son activos que dan al tenedor la opción de vender una acción a un precio determinado; este tipo de acciones se utilizan en los casos donde se considera que el precio de las acciones es incierto en el futuro (Damodaran, 2014), por lo que se asegura un precio mínimo de venta.

1.6. *Crowdfunding*. El crowdfunding ofrece una amplia gama de incentivos y métodos de recaudación de fondos en forma de capital (Belleflamme *et al.*, 2015). La mayoría del crowdfunding ocurre en plataformas de crowdfunding, que son plataformas basadas en internet que conectan a recaudadores de fondos y financiadores con el objetivo de

---

<sup>5</sup> Ver Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y la Circular 2/2016 de las bolsas.

patrocinar una campaña específica por parte, con frecuencia, de varios financiadores. Los inversores, normalmente no profesionales, invierten capital en actividades empresariales con alto contenido social o tecnológico (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).

2. Deuda. La deuda de una empresa corresponde a los recursos financieros obtenidos mediante préstamos o emisiones de bonos, generando una obligación de devolución en plazos preestablecidos, normalmente con intereses asociados. Esta modalidad de financiación no supone ceder participación ni control sobre la empresa, aunque sí implica asumir compromisos financieros que deberán gestionarse adecuadamente para no comprometer su estabilidad económica.

2.1. Deuda bancaria. La financiación bancaria es el principal tipo de financiación basada en la deuda, y utiliza una variedad de figuras o instrumentos. Esto se produce a través de la intermediación financiera por parte de las entidades bancarias, que consiste en la captación de ahorros o excedentes por parte de familias y empresas para su cesión posterior a otras familias y empresas que necesitan de dinero (Gil de San Vicente y Sisti, 2022). De manera adicional estas entidades prestan servicios relacionados con la gestión de tesorería y el asesoramiento sobre productos.

Damodaran (2014) identifica tres principales ventajas de esta tipología de deuda. Primero, las economías de escala se generan a través de la estructuración de la función bancaria, por lo que existe una eficiencia en costes en operaciones pequeñas, cosa que no ocurre en otro tipo de instrumentos (p. ej., la emisión de capital o deuda) donde se requiere un tamaño mínimo. En segundo lugar, ayuda a superar los problemas de asimetría de información a través de la relación entre el cliente y la entidad bancaria. En tercer lugar, las entidades bancarias asumen un rol de calificadoras, a través del despliegue de unas políticas de riesgo en el sistema, lo cual abarata los costes, especialmente para las empresas más pequeñas.

Un sistema bancario eficiente debe estimular el crecimiento, a través de la provisión de liquidez y la distribución de crédito en la economía (Çolak y Öztekin, 2021). Para ello son supervisadas por entidades competentes como el Banco Central Europeo y el Banco de España, según corresponda por la tipología y tamaño de la entidad, con el fin de garantizar su solvencia y estabilidad.

2.2. Bonos. Mecanismo de financiación de deuda utilizada por grandes empresas consolidadas a través de la emisión de bonos o pagarés en el mercado de capitales (Gil de San Vicente y Sisti, 2022). Se identifican tres tipos de ventajas relacionadas con la emisión de bonos (Bongini *et al.*, 2021; Damodaran, 2014). Por una parte, permite

acceder a mejores condiciones de financiación ya que su mayor escala permite diversificar los tomadores de riesgo de una misma operación. En segundo lugar, son instrumentos flexibles que permiten adaptarse a las necesidades del emisor; en función de su vencimiento (corto o largo plazo), derechos que otorgan (cédulas hipotecarias, sénior, subordinados o híbridos), o tipo de colocación (públicas o privadas). Finalmente, permiten incrementar la liquidez del sistema, ya que abre una financiación adicional a la bancaria y permite su cotización en mercados secundarios<sup>6</sup>.

2.3. Arrendamientos. Contrato por el que se otorga el derecho de uso de un activo (p. ej., terreno o edificio) durante un periodo determinado, a cambio del pago de una renta al propietario (financiador) (Black *et al.*, 2017). Este tipo de financiación ofrece dos tipos de ventajas (Damodaran, 2014). Por una parte, cara al financiador tiene el activo como garantía adicional, lo cual disminuye el riesgo de la operación; por otra parte, cara a la empresa ofrece ventajas fiscales, ya que en función de su categorización tiene diversos niveles de deducción.

2.4. *Direct lending*. Por *direct lending* se entienden como aquellos préstamos emitidos por prestamistas institucionales no bancarios sin intermediación bancaria (Loumioti, 2019). Algunos autores consideran el *direct lending* dentro de la categoría del *shadow banking*; la financiación que no está integrada dentro del sistema bancario y fuera de la supervisión de los bancos centrales (Pozsar *et al.*, 2010). Este tipo de financiación ha tenido un importante desarrollo en los últimos años debido a las dificultades de liquidez de los actores bancarios tradicionales en la crisis del 2008 y la búsqueda de inversores de mayores rendimientos (Pozsar *et al.*, 2010). Están dirigidos a empresas de cierto tamaño, que pueden acceder al crédito directamente sin pasar por los intermediarios bancarios (Gil de San Vicente y Sisti, 2022). Asimismo, son una fuente de preocupación para los reguladores debido a que escapan de su supervisión y pueden generar riesgos sistémicos (Ban y Gabor, 2016).

2.5. *Cash pooling*. El *cash pooling* es una forma de financiación intragrupo que permite centralizar el efectivo dentro de una organización combinando los saldos de efectivo de las unidades, incluidas las filiales (Mucelli *et al.*, 2020). Esta fuente de financiación puede permitir centralizar el acceso a los mercados en la empresa matriz que tiene unas economías de escala suficientes; por el contrario, requiere de una gobernanza

---

<sup>6</sup> En el caso de España, en 2013 se estableció el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), el cual se encuentra dentro del marco legal de un sistema multilateral de negociación (SMN). Este mercado no oficial es gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). La mayoría de las emisiones del MARF son pagarés y bonos corporativos. En Europa, se han establecido organizaciones similares para la distribución de estos instrumentos financieros, al igual que en España con el MARF.

más compleja entre filiales y dicha matriz, que concentra el riesgo financiero.

2.6. *Crowdlending*. Préstamos, normalmente de particulares a empresas, con los que un colectivo de personas financia proyectos específicos a cambio de un tipo de interés pactado, en función de las características del propio proyecto (Gil de San Vicente y Sisti, 2022). Según concluye (Maier, 2016) esta financiación se realiza a través de plataformas, es complementaria a la bancaria, y requiere de una mayor transparencia sobre el proyecto para captar al prestatario (individuos).

3. Financiación híbrida. Los valores híbridos combinan propiedades del capital y de la deuda; sus instrumentos más comunes son los bonos convertibles y acciones preferentes (De Spiegeleer *et al.*, 2014). Los bonos convertibles son una acción de una empresa en forma de deuda o bono, en el sentido de que paga un dividendo periódico, pero no da derecho a voto, y su titular tiene el derecho a canjearlas por acciones ordinarias en condiciones preestablecidas acordadas (Black *et al.*, 2017). Por otro lado, las acciones preferentes son una acción de la empresa que no da derecho a voto, pero que está por delante de las acciones ordinarias a efectos de dividendos.

La

Tabla 2 recoge el resumen de la revisión de literatura sobre financiación empresarial.

	<b>Instrumento</b>	<b>Descripción</b>	<b>Referencias</b>
<b>Capital</b>	Capital de los accionistas.	Capitalización de beneficios o nuevas aportaciones de los promotores.	Gil de San Vicente y Sisti (2022).
	Capital riesgo.	Inversores ofrecen capital a cambio de propiedad parcial en empresas de alto riesgo.	Block <i>et al.</i> (2019); Kerr <i>et al.</i> (2014); Gil de San Vicente y Sisti (2022).
	Acciones cotizadas.	Obtención de capital mediante la emisión pública de acciones.	Damodaran (2014); Gil de San Vicente y Sisti (2022).
	<i>Warrants</i> .	Opciones para comprar acciones a precios fijos en el futuro.	Black <i>et al.</i> (2017); Damodaran (2014).
	<i>Contingent value rights</i> .	Derecho a vender acciones a un precio mínimo pactado.	Damodaran (2014).
	<i>Crowdfunding</i> .	Financiación colectiva por medio de plataformas de <i>crowdfunding</i> en línea.	Belleflamme <i>et al.</i> (2015); Gil de San Vicente y Sisti (2022).
<b>Deuda</b>	Deuda bancaria.	Préstamos y créditos ofrecidos por entidades bancarias tradicionales.	Gil de San Vicente y Sisti (2022); Çolak y Öztekin (2021).

	Bonos.	Instrumentos financieros de deuda para grandes empresas.	Damodaran (2014); Bongini <i>et al.</i> (2021).
	Arrendamientos.	Financiación mediante el alquiler de activos o <i>renting</i> .	Damodaran (2014); Black <i>et al.</i> (2017).
	<i>Direct lending</i> .	Préstamos directos emitidos por prestamistas no bancarios.	Loumioti (2019); Pozsar <i>et al.</i> (2010).
	<i>Cash pooling</i> .	Centralización del efectivo dentro de un grupo para optimizar la financiación.	Mucelli <i>et al.</i> (2020).
	<i>Crowdlending</i> .	Préstamos colectivos gestionados por plataformas de <i>crowdlending</i> .	Gil de San Vicente y Sisti (2022); Maier (2016).
<b>Financiación híbrida</b>	Bonos convertibles.	Deuda que se convierte en capital bajo ciertas condiciones.	Black <i>et al.</i> (2017).
	Acciones preferentes.	Acciones sin derecho a voto, con prioridad en dividendos.	Black <i>et al.</i> (2017).

Tabla 2. Resumen de fuentes de financiación empresarial. Fuente: Elaboración propia.

## 2.1.2. Ciclo de vida y estrategias de financiación de las empresas

Las empresas no tienen un único patrón de estrategia de financiación. Sus necesidades de financiación y riesgo percibido por los financiadores externos evolucionan por factores como el tamaño empresarial, el tipo de actividad económica, su entorno (ecosistema territorial en el que opera), o ciclo de vida; estos condicionan las estrategias de financiación de las empresas. Por lo tanto, el acceso y uso de los diversos instrumentos financieros indicados en la Tabla 2 variará según su momento de vida.

Por ejemplo, Berger y Udell (1998) identifican que el tamaño de la empresa y su edad es un factor moderador que condiciona la estructura de capital, y por lo tanto su autonomía financiera. A este respecto Bulan y Yan (2009) señalan que el factor tamaño resulta más importante en las empresas jóvenes que en las consolidadas; ya que las empresas jóvenes tienen una menor capacidad de acceso de financiación a base de deuda. Además, hay factores externos a la empresa que pueden afectar a su estrategia de financiación; por ejemplo, dependiendo del sector de actividad en la que opera el uso de la deuda puede ser mayor o menor (Michaelas *et al.*, 1999). Asimismo, puede haber diferencias territoriales tal y como señala Kochen (2022); quien apunta que existen diferencias significativas de las empresas a lo largo de su vida en función del país donde está localizado.

Así uno de los elementos que condiciona las estrategias de financiación es el ciclo de vida de la

empresa. Esto es debido a que en cada ciclo (momento) del proyecto empresarial existen diferentes necesidades financieras y una capacidad determinada para generar flujos de caja de la actividad, por lo tanto, la valoración del riesgo por parte de terceros es diferente. Además, a medida que las empresas avanzan en su ciclo de vida, sus flujos de tesorería y su exposición al riesgo siguen patrones en gran medida predecibles (Damodaran, 2014). Por una parte, los flujos de caja aumentan en proporción al valor de la empresa y su riesgo se aproxima al promedio. Estos cambios afectarán a la estrategia financiera de la empresa. En esta línea Damodaran (2014) identifica cinco etapas relacionadas con el ciclo de vida de una empresa y su estrategia financiera.

1. La puesta en marcha: es la etapa inicial de una empresa una vez que se ha creado. La empresa generalmente se financiará con fondos propios y posiblemente con deuda bancaria. A medida que se esfuerza por establecerse y atraer clientes, también tendrá necesidades de financiar su crecimiento. Los recursos para la puesta en marcha de estas iniciativas emprendedoras provienen típicamente, además de las personas emprendedoras, de sus relaciones sociales cercanas, fenómeno denominado como «friends, family and fools» (Kotha y George, 2012).

2. Expansión o crecimiento: a medida que una empresa crece, necesita más financiación para atraer a más clientes y establecer una presencia más fuerte en el mercado. En esta etapa la empresa genera flujos de caja internos limitados mientras que sus necesidades de inversión son elevadas. Dado que el endeudamiento externo es limitado, en este caso las personas accionistas suelen recurrir a capital privado o capital riesgo para cubrir este déficit. Algunas de estas empresas, especialmente en sistemas financieros anglosajones donde la captación de financiación está más cerca del mercado (Zogning, 2017), pasarán a cotizar en bolsa para obtener el dinero que necesitan emitiendo acciones ordinarias. En cambio, en Europa, donde los mercados están menos desarrollados, estas empresas serán objetivo del capital riesgo (Caselli y Negri, 2021).

3. Expansión o crecimiento rápido: las empresas de una expansión o de crecimiento rápido suelen requerir acceder de manera temprana a los mercados financieros y los inversores están dispuestos a participar con un mayor nivel de riesgo dadas las altas perspectivas de rentabilidad futura. Una vez que han accedido a estos mercados, las empresas que cotizan en bolsa suelen recurrir a más emisiones de capital. Estas empresas pueden también financiarse a través de deuda convertible en capital. Este es el caso de las empresas de alto crecimiento<sup>7</sup>, cuyo impulso es un objeto de deseo para

---

<sup>7</sup> Una empresa de alto crecimiento es una empresa con un crecimiento medio anualizado superior al 20 % anual durante un período de tres años. El crecimiento puede medirse por el número de empleados o por el volumen de negocio (Eurostat).

las políticas públicas debido a las externalidades positivas que generan, entre otras, en el empleo (Schreyer, 2000), pero para cuyo desarrollo el acceso a la financiación suele ser un obstáculo (Lee, 2020).

4. Crecimiento maduro: en un estadio de desarrollo donde el proyecto empresarial empieza a estabilizarse, se equilibran los flujos de caja y las necesidades de inversión. Por lo tanto, aumenta la financiación a través de recursos propios, que es complementada con instrumentos como la deuda bancaria o bonos corporativos. Este estadio coincide con el señalado por Myers (1984), que sugiere que la empresa mantendrá una estructura financiera estable y con cierto margen para asumir más deuda.

5. Declive: esta es la última etapa del ciclo de vida empresarial. A medida que su mercado madura y nuevos competidores compitan con la empresa, los ingresos y beneficios de las empresas en esta fase empiezan a disminuir. En esta etapa los flujos de caja de las inversiones existentes son positivas, aunque paulatinamente disminuyen. En el caso de que este proceso sea ordenado, la empresa no hará nuevas inversiones, por lo que incluso obtendrá recursos propios que le permitirán disminuir la deuda. En cambio, si el proceso se produce de manera desordenada o abrupta, y la empresa no tiene tiempo para amortizar sus inversiones, puede acabar en un proceso de quiebra. En ambos casos, en cierta medida, la compañía se está liquidando.

A continuación, se clasifican los ciclos de vida identificados en función de sus necesidades de financiación y riesgo percibido por los financiadores externos. Por una parte, diferenciaremos las necesidades de financiación en tres categorías: aquellas empresas que tienen «necesidades de financiación altas», aquellas que tienen «necesidades de financiación moderadas» y aquellas que «tienen necesidades de financiación bajas». En las primeras, el flujo de caja es de manera recurrente inferior a sus necesidades de financiación; en las segundas, el flujo de caja es de manera puntual inferior a sus necesidades de financiación, y en ocasiones pueden tener excedentes positivos; en las terceras, de manera recurrente el flujo de caja es superior a sus necesidades de financiación.

Respecto al riesgo percibido por los financiadores los clasificaremos en función de si están por encima de la media del resto de empresas, «empresas con riesgo alto», por debajo de la media «empresas con riesgo moderado» y empresas cuyo riesgo está por debajo de la media de las empresas, «empresas con riesgo bajo».

En función de estos factores la [Tabla 3](#) propone una clasificación de las empresas en los cinco ciclos de vida definidos, por necesidades financieras y tipo de riesgo.

	<b>Necesidades financieras</b>	<b>Tipo de riesgo</b>
<b>Puesta en marcha</b>	Alto <i>Cash flow</i> negativo; a mayores recursos disponibles mayor supervivencia (Carter <i>et al.</i> , 1997).	Alto Alta probabilidad de <i>default</i> (Kotha y George, 2012).
<b>Expansión o crecimiento</b>	Moderado Las empresas con mayor acceso a financiación crecen más (Lee, 2020). El <i>cash flow</i> y el acceso a la financiación es una de las barreras más importantes (Lee, 2014).	Moderado Aumento del apalancamiento y posibles problemas de liquidez (Cathcart <i>et al.</i> , 2020); no hay una relación directa, depende de la estrategia (Xuezhou <i>et al.</i> , 2022).
<b>Expansión o crecimiento rápido</b>	Alto Misma situación que crecimiento, pero acelerada.	Alto Misma situación que crecimiento, pero acelerada.
<b>Crecimiento maduro</b>	Bajo Aunque depende del sector de actividad tienden a tener unas necesidades y estructura financiera estables (Myers, 1984).	Bajo Generan una información sólida y su riesgo es predecible (Balogh <i>et al.</i> , 2021).
<b>Declive</b>	Bajo Tiene un crecimiento negativo, por lo que no requiere de realización de grandes inversiones (Damodaran, 2014).	Alto/moderado Suelen tener asociados mayores costes de financiación (Balogh <i>et al.</i> , 2021). La empresa pudiera no tener un final ordenado, lo que le llevaría a una situación de bancarrota (Damodaran, 2014).

**Tabla 3.** Clasificación de necesidades financieras y riesgo de las empresas en función del ciclo de vida.  
**Fuente:** Elaboración propia.

Según la clasificación realizada en la [Tabla 3](#) se observa que tanto las necesidades financieras como el riesgo asociado evoluciona en función de los estadios de vida de la empresa. Así una empresa tiene a priori una mayor necesidad de financiarse en aquellos momentos en los que está creciendo (etapas tempranas de su vida o los ciclos de expansión). En relación con el riesgo asociado a la empresa esta es mayor en épocas que implican cierto estado de incertidumbre para ellas, como, por ejemplo, en las empresas de nueva creación, empresas que no tienen un histórico consolidado y son poco reconocidas por el mercado. De esta manera se constata que

los ciclos de vida más inestables financieramente (por sus necesidades y riesgo asociado) son las de empresas que están en un ciclo de puesta en marcha y expansión. Precisamente estas empresas son conocidas por generar externalidades positivas por su grado de innovación y capacidad de generar riqueza (Kotha y George, 2012; Schreyer, 2000), por lo que les hace ser foco de las políticas públicas de apoyo empresarial.

### 2.1.3. Fuentes de financiación de la empresa y ciclos de vida

Tal y como se ha indicado, no existe una situación óptima generalizada que determina la decisión sobre qué fuentes de financiación utilizar; el uso de estas dependerá, entre otros factores, del ciclo de vida del proyecto empresarial. En todo caso la empresa tiene la necesidad de generar un equilibrio entre los recursos que genera (*cash flow*) y el plazo de la financiación que asuma; es decir, debe de haber un equilibrio entre la financiación de los activos de la empresa con el plazo del reembolso que se utiliza para su financiación (Damodaran, 2014). Si la empresa no cuida bien esta perspectiva puede tener problemas de liquidez, dado que la creación de *cash flow* es insuficiente para el compromiso de pagos que ha asumido la empresa; una situación de este tipo, en su extremo, podría generar una insolvencia y derivar en bancarrota.

Tomando como base el trabajo de Damodaran (figura 7.2. *Life cycle analysis of financing*, p. 296 2014), se analizan las posibles fuentes de financiación de la empresa. Así la [Figura 2](#) muestra esta evolución, donde las empresas en función del ciclo de vida tienen diferentes necesidades de financiación y acceden a diversas fuentes de financiación.

Tal y como se ha indicado, una empresa comienza con capital propio, tanto de las personas emprendedoras como de su entorno (Kotha y George, 2012). El perfil de inversor externo, además de las personas de su entorno, son los *business angels*, que tienen una función más allá de la financiera. En esta fase, y siempre cuando la actividad empresarial esté en marcha, se suele complementar esta financiación con deuda bancaria, en especial para la financiación de las necesidades de circulante; dado que la empresa tiene un alto riesgo, en el caso de requerir alguna inversión adicional, puede empezar a utilizar la figura del arrendamiento, que ofrece garantías colaterales. No todas las empresas pasan a la fase de crecimiento o crecimiento alto (Damodaran, 2014). Algunas pasan a la etapa del declive al fracasar en su modelo de negocio; otras no tienen vocación de crecimiento, por lo que tras un crecimiento breve se estabilizan en la etapa de crecimiento maduro.

Aquellas que pasan de alto crecimiento habiendo pasado cinco años desde su creación, son conocidas como «empresas gacela». Estas empresas son atractivas para los inversores por el

potencial que tienen (Schreyer, 2000), aunque también suponen inversiones con mayor nivel de riesgo por la incertidumbre (Lee, 2014). Por eso atraen fuentes de financiación relacionadas con el *venture capital* (Gompers *et al.*, 2020), aunque estos se concentran en ciertos sectores de actividad con mayor potencial. En esta fase los inversores pueden requerir de figuras especiales como los *warrants*, *contingent value rights*, que les permite tener un derecho colateral adicional; también se pueden utilizar modos de financiación híbrida. Asimismo, estas empresas pueden optar por utilizar plataformas digitales para atraer financiación por parte de inversores individuales a través de *crowdfunding* o el *crowdlending*.

Las empresas de alto crecimiento lo suelen ser por un tiempo limitado, por lo que tienden a evolucionar hacia un estadio de crecimiento (más moderado). En esta fase el potencial de la empresa y los retornos que generan empiezan a estabilizarse, por lo que accede a fuentes de financiación más convencionales. En muchas ocasiones el *venture capital* da paso a fondos de capital riesgo y hace la función de capital de sustitución (Caselli y Negri, 2021), y estos hacen operaciones de venta salida a mercados cotizados. En otras ocasiones, las empresas han sido compradas por otras empresas, por lo que se pueden activar mecanismos intragrupo de *cash pooling*.

Cuando las empresas pasan a un estadio de crecimiento maduro sus necesidades de financiación se han moderado, ya que son capaces de generar unos recursos internos relativamente importantes respecto a sus necesidades de inversión (Damodaran, 2014). En esta fase, estas empresas, en el caso de que tengan una escala o tamaño suficiente, pueden optar por diversificar su *pool* financiero a través de la emisión de bonos o del *direct lending*.

Finalmente, en el caso de que la empresa esté en declive, con una reducción de ingresos y márgenes, las necesidades de financiación se reducen. Tomamos en consideración un escenario donde es el modelo de negocio el que está agotado, por lo que no tiene sentido abordar un proceso de reestructuración que permita la continuidad de la empresa. En este escenario, que es difícil de detectar por parte de los gestores, la empresa debe de abordar un cese ordenado, por lo que generará unos recursos superiores a las necesidades. Estos recursos pueden venir tanto por la actividad de la empresa, aunque sea decreciente, como por la venta de activos que ya no son necesarios.

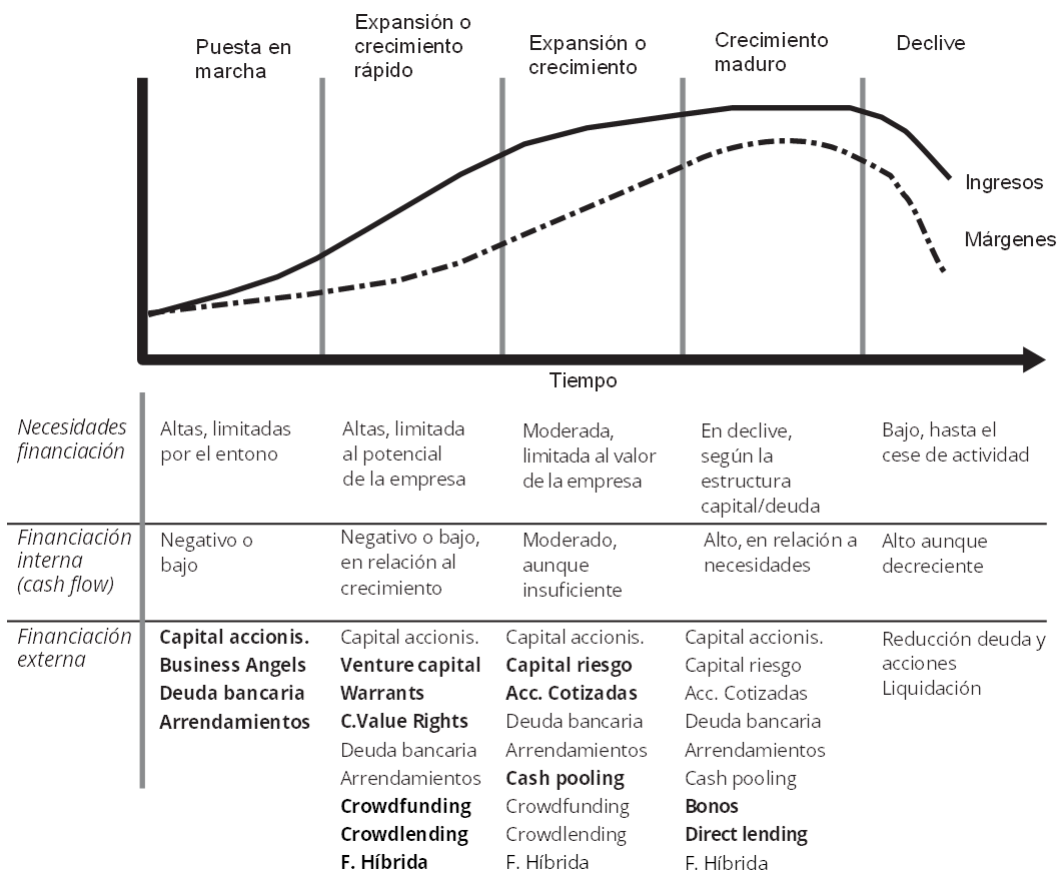


Figura 2. Life cycle analysis of financing. Fuente: Elaboración propia a partir de Damodaran, 2014.

## 2.1.4. Las necesidades de financiación de la actividad manufacturera

Las necesidades de financiación difieren según las características de los sectores y, por lo tanto, también lo hacen sus estrategias de financiación (Michaelas *et al.*, 1999). Así MacKay y Phillips (2005) señalan que las diferencias en la estructura financiera de las empresas están determinadas por las características relacionadas con el nivel de competencia, el riesgo y las necesidades de capital de las empresas; por ejemplo, las empresas que operan en un sector con un menor nivel de concentración tendrán menores dificultades para acceder a financiación y elegir su estructura financiera óptima.

Bradley *et al.* (1984) concluyen que son las características diferentes entre los sectores las que explican el que las empresas entre los sectores tengan estructura de capital diferente. Una investigación de Silva y Carreira (2010) analiza las diferencias en la estructura de financiación entre la actividad manufacturera y la de los servicios. Señalan que la actividad manufacturera es una actividad que requiere de mayor inversión en activos, por lo que la inversión inicial

necesaria será comparativamente mayor. Serrasqueiro (2011), que realiza un análisis similar centrado en las pymes, concluye que las empresas manufactureras muestran, en comparación con las de servicios, una estructura de capital más equilibrada, ya que combinan la deuda a corto y largo plazo de manera más eficiente.

En el mismo sentido, Abor (2007) manifiesta que el sector manufacturero se caracteriza por ser intensivo en capital, debido a que requiere de inversiones significativas en maquinaria, equipo y tecnología. Así sitúa al sector manufacturero en una posición intermedia entre los sectores que son altamente intensivos en capital a largo plazo (como farmacéuticas, salud y hoteles) y los que son de uso moderado o ligero (como el comercio o los servicios). Esto sitúa al sector manufacturero en la búsqueda de un equilibrio de deuda a largo y corto plazo, con altos porcentajes de autonomía financiera. Así las empresas manufactureras en ocasiones prefieren la financiación propia o a corto plazo que la deuda, con el objetivo de evitar los riesgos de un endeudamiento excesivo a largo plazo (Abor, 2007).

Por lo tanto, la literatura señala a las empresas del sector manufacturero una estructura de balance diferente que puede condicionar su acceso a la financiación. De la literatura se puede concluir que las empresas manufacturadas tienen una necesidad de invertir en activos fijos y existencias. Tienen un mayor nivel de capitalización y utilizan menos el endeudamiento con coste. La financiación a corto es necesaria para financiar deudores y existencias, que puede ser compensada a través de un mayor uso de la financiación a través de proveedores.

Rajan y Zingales (1996) concluyen que la existencia de un centro financiero bien desarrollado es una fuente de ventaja competitiva en aquellos países especializados en sectores que dependen más de la financiación externa. Algunos estudios empíricos indican que las empresas manufactureras tienen mayores dificultades que otras empresas de otros sectores a la hora de obtener financiación externa (North *et al.*, 2010). Un indicativo de estas dificultades es que las operaciones presentadas por empresas del sector manufacturero tienen unos menores índices de aprobación que el de otros sectores. Esta mayor necesidad de inversión puede generar mayores restricciones de acceso a financiación externa, aunque, por el contrario, ofrece garantías colaterales a través de sus activos (Kumar y Francisco, 2005).

Por su parte, Binh *et al.* (2006) concluyen que los países influenciados por sistemas financieros de mercado financian mejor las manufacturas innovadoras y con altos requerimientos de I+D, que tienden a tener mayores riesgos asociados. Por el contrario, las manufacturas «medias» se complementan bien con sistemas bancarizados, que lidian mejor con riesgos más previsibles. En esta misma línea Jackson y Deeg (2006) señalan que el modelo alemán, basado en un sistema financiero bancario, permite generar relaciones estrechas a largo plazo entre financiadores y empresas, lo cual es óptimo para implementar estrategias de innovación

incrementales.

Existen diversos autores (Kumar y Francisco, 2005; North *et al.*, 2010) que concluyen que el sector manufacturero tiene unas características diferentes que pueden condicionar sus estrategias financieras y su acceso a las diferentes fuentes de financiación. Llama la atención que es un sector que recibe un apoyo más intenso por parte de las políticas públicas, lo cual puede ser indicativo que si no existieran estas políticas su situación sería más desfavorable.

## 2.2. Componentes del entorno financiero: sistemas, mercados, centros financieros e intermediarios financieros

King y Levine (1993a, 1993b) estudian en profundidad la conexión entre el desarrollo económico y el crecimiento financiero; señalan que un entorno financiero desarrollado permite dirigir los recursos de la sociedad hacia iniciativas con mayor potencial, por lo que estimula un crecimiento más rápido de la productividad y del crecimiento. Más recientemente Hasan *et al.* (2009) profundizan a nivel regional el vínculo entre crecimiento y el entorno financiero, y concluyen que a mayor desarrollo del segundo mejoran los efectos en la calidad y crecimiento de la economía de la región. Por el contrario, autores como Driffill (2003) y Papaioannou (2007) señalan la dificultad empírica de demostrar una causalidad entre el desarrollo económico y el crecimiento financiero.

En cualquier caso, el entorno financiero depende de un sistema financiero operativo que distribuya el dinero de manera efectiva para su uso más productivo. Tomando como base el trabajo de Allen y Gale (2000a) podemos definir un sistema financiero como: «Conjunto de instituciones, mercados, intermediarios financieros, instrumentos y regulaciones que facilitan la transferencia de dinero entre ahorradores e inversores, permitiendo que los recursos fluyan desde quienes tienen exceso de dinero hacia quienes necesitan financiación».

Todos los intermediarios financieros, los mercados financieros y sus interacciones están incluidos en el sistema financiero para facilitar el movimiento de fondos entre individuos, gobiernos, empresas, empresas extranjeras y la infraestructura financiera (De Haan *et al.*, 2020). El sistema financiero tiene como objetivo principal transferir fondos de los actores que tienen una cantidad excedentaria de capital a las que no lo tienen. Lo anterior no siempre ocurre de manera eficiente debido a la existencia de fallos de mercado que generan ineficiencias o dificultades de acceso (Levine, 2005).

Existen diversos modelos de sistemas financieros en el mundo y aunque cada sistema tiene sus propios patrones de comportamiento, tienen componentes estructurales y una «lógica» común (Deeg, 2010). Así Deeg (2010) identifica que los sistemas financieros se caracterizan por la presencia de una complementariedad institucional, que se refiere a la interdependencia funcional entre aspectos regulatorios, por tener patrones de financiación, y por incluir una gobernanza formal e informal. Estos sistemas financieros evolucionan en función de las decisiones que toman los implicados como los usuarios de bienes financieros (lado de la demanda), los actores financieros (lado de la oferta) y los agentes reguladores.

Allen y Gale (2000b) caracterizan dos sistemas financieros predominantes: basados en el mercado (de mercado) y basados en los bancos (bancarizado). En estos sistemas bancarios canalizan el ahorro a través de los bancos, lo que explica los altos índices de intermediación financiera; principalmente basados en una «banca relacional» con clientes, una relación mutua a largo plazo, donde las empresas tienen capital social limitado y se financian con préstamos bancarios (Deeg, 2010). A diferencia de los sistemas bancarios los sistemas basados en mercado utilizan más de acciones, bonos y otros instrumentos para obtener financiación externa. El sistema bancarizado es más estable, mientras que los sistemas de mercado son mejores para financiar proyectos con mayor riesgo (innovadores) y actividades de crecimiento.

Posteriores estudios han identificado cómo estos dos sistemas se despliegan de manera diversa en las zonas económicas del mundo. Por ejemplo, Franklin *et al.* (2011) identifican que el continente africano, con la excepción de Sudáfrica, la banca tradicional y las finanzas informales dominan los sistemas financieros africanos, especialmente los del África subsahariana. Por otra parte, Asia muestra una divergencia entre Japón, sistema financiero desarrollado, y el resto, donde, salvo en los dos principales centros financieros, existe un desarrollo de mercados débil (Allen *et al.*, 2004); pese a esta situación el gran desarrollo que ha mostrado la región, especialmente en las últimas décadas, ha generado un importante refuerzo de los mercados y de los actores privados que actúan en estos (Estrada *et al.*, 2010). Por su parte, las regiones con mayores lazos anglosajones (como Estados Unidos, Reino Unido u Oceanía) se caracterizan por sistemas financieros basados en el mercado (Allen y Gale, 2000a); mientras que las regiones con mayores lazos con países del continente europeo se caracterizan por tener sistemas bancarizados.

La existencia de los mercados financieros en los sistemas financieros es esencial para la eficiencia en el funcionamiento de la economía. Los mercados financieros funcionan como espacios donde se lleva a cabo la negociación de diversos instrumentos financieros.

## 2.2.1. Los mercados financieros

Los mercados financieros son un elemento esencial para el funcionamiento de los sistemas financieros (Pilbeam, 2018). Según Black *et al.* (2017) un mercado financiero se puede definir como:

«Un mercado en los que se negocian los activos financieros. Entre ellos figuran las bolsas de valores para negociar acciones de empresas y deuda pública, el mercado monetario para negociar préstamos a corto plazo, el mercado de divisas para negociar divisas y una serie de mercados especializados que negocian derivados financieros».

El mercado financiero genera un entorno para intercambiar bienes que permite la realización de tres funciones (Pilbeam, 2018). Por una parte, permite intercambiar información para que los agentes que intermedian en él puedan determinar el precio de los activos negociados. Por otra parte, facilita la propia intermediación, es decir la negociación entre compradores y vendedores. Finalmente, ofrecen un contexto de seguridad que permite la ejecución de las transacciones pactadas.

Allen y Gale (2000b) constata que Europa, en comparación con Estados Unidos, tiene un menor desarrollo de los mercados financieros. En este sentido, De Haan *et al.* (2020) diferencia cuatro tipos de mercados financieros en Europa:

<b>Mercado monetario</b>	Este es el mercado para fondos financieros de corto plazo, menos de un año. Específicamente, las entidades bancarias emplean este mercado para la gestión de sus posiciones de liquidez a corto plazo.
<b>Mercado de bonos</b>	Integra el mercado de títulos de deuda con una fecha de vencimiento superior a un año. Son normalmente los gobiernos y empresas quienes emiten bonos con el fin de emitir deuda a medio y largo plazo a cambio de una tasa de interés fija o variable.
<b>Mercados de capital</b>	Mercado que permite a las empresas obtener financiación mediante la emisión de capital o acciones.
<b>Mercados de derivados</b>	Intermedian derivados que son instrumentos financieros, cuya valoración se deriva de la valoración de los instrumentos subyacentes.
<b>Mercados de divisas</b>	Mercado donde se determinan los valores relativos de las monedas.

Tabla 4. Clasificación de tipos de mercados financieros. Fuente: Elaboración propia a partir de De Haan et al., 2020.

Los mercados financieros han tendido a unificar sus actuaciones debido a la globalización creando infraestructuras y regulaciones que permiten un intercambio uniforme entre ellos (Merton, 1995). Esta unificación ha concentrado la actividad financiera en grandes centros financieros que han crecido exponencialmente en las últimas décadas (Wardle y Mainelli, 2023).

## 2.2.2. Agentes financieros

Los sistemas financieros avanzados requieren de mercados e intermediarios financieros. Es difícil encontrar una definición en la literatura debido a que su configuración y función están continuamente en evolución. Tomando como referencia a Black *et al.* (2017) podríamos concluir que un intermediario financiero es una institución «cuya función principal es pedir dinero prestado de un grupo de personas y prestárselo a otro». Esta definición es limitada, ya que sus funciones van mucho más allá de pedir y prestar dinero. Draper y Hoag (1978) ofrecen una definición menos restrictiva destacando que tiene tres funciones principalmente: (i) obtener información sobre la actividad económica; (ii) procesar la información sobre las entidades económicas; y (iii) generar o comercializar activos financieros solicitados por las entidades económicas. Partiendo de estas funciones podemos definir la intermediación financiera como:

«Entidades que facilitan el flujo de fondos de aquellos con excedentes de dinero a aquellos que buscan utilizar esos fondos».

Esta definición amplia permite incorporar dentro de los agentes financieros a una diversidad de entidades. Por ejemplo, Tirole (2010) ofrece una visión tradicional que diferenciaría entre entidades bancarias e intermediarios basados en el mercado. Los primeros proporcionan liquidez al sistema ofreciendo servicios más o menos estandarizados de depósitos y préstamos, todo ello vinculado a unos niveles de riesgo. Los segundos, que incluyen fondos de inversión e intermediarios que actúan en los mercados financieros, ayudan a crear e intermediar con activos financieros. Un trabajo más reciente de Aramonte *et al.* (2022) diferencian entre entidades bancarias, inversores institucionales y gestores de activos (compañías de seguros, fondos de pensiones/soberanos/de cobertura/ /cotizados en bolsa/comunes de inversión), intermediarios de mercado y las infraestructuras de mercados financieros.

Siguiendo los anteriores párrafos, la [Tabla 5](#) muestra la clasificación de los intermediarios financieros.

<b>Entidades bancarias</b>	Instituciones que captan depósitos y otorgan créditos o préstamos.
<b>Inversores y gestores de activos</b>	Gestionan capital de clientes para invertir en diferentes activos.
<b>Agentes de mercados financieros</b>	Facilitan la compra y venta de instrumentos financieros en mercados.

[Tabla 5.](#) Clasificación de tipos de intermediarios financieros. [Fuente:](#) Elaboración propia.

### 2.2.3. Los centros financieros

Los centros financieros tienen como objetivo «realizar la intermediación financiera en un ámbito geográfico a través de conectar (o canalizar) unidades superavitarias (ahorro) con unidades deficitarias (con necesidades) de recursos financieros». De acuerdo con Merton (1995), la intermediación financiera podría analizarse desde dos puntos de vista: institucional, que se refiere a los agentes y a las reglas de juego del sistema; y funcional<sup>8</sup>, que se refiere a las actividades que los agentes desarrollan. En este apartado se adopta una perspectiva que combina ambas facetas, ya que el objetivo de este se relaciona con el análisis de la configuración de la intermediación y sus funciones financieras en un ámbito geográfico.

Gehrig (1998, p. 3) define los centros financieros como «localizaciones geográficas con una aglomeración de sucursales o filiales de bancos y otros intermediarios financieros en regiones

---

<sup>8</sup> Concretamente, Merton (1995) menciona cinco funciones específicas: 1) provisión de un sistema de pagos, 2) aglutinar fondos 3) transferir recursos financieros en tiempo y regiones, 4) gestión del riesgo y la incertidumbre, y 5) proporcionar información de precios.

estrechamente definidas». Esta definición pone mucho énfasis en la función de las entidades bancarias, que desde la crisis del 2008 están viviendo una transformación. Por eso otra definición algo más genérica, y que utilizaremos durante la investigación, a partir del trabajo de Cassis (2010) es:

«La concentración en un área geográfica específica de servicios financieros que sirven como intermediarios y coordinan transacciones, administran pagos y facilitan la circulación de capital».

Los centros financieros se han constituido a lo largo de la historia principalmente en aglomeraciones urbanas con una importante actividad económica (Cassis, 2010), y en muchas ocasiones se han situado en ciudades capitales (Ioannou y Wójcik, 2021). De estos ha habido unos centros que han sido referencia internacional (por ejemplo, Nueva York, Londres, Frankfurt, París, Zúrich, Ámsterdam, Hong Kong y Singapur) y que, especialmente en las últimas décadas, y vinculado al proceso de globalización, han tenido un desarrollo exponencial constituyéndose en los centros financieros internacionales.

Este conglomerado se origina debido a la eficiencia en costes y la proximidad, lo cual facilita una mayor liquidez y diversidad de actividades financieras. Los centros financieros se distinguen por albergar mercados financieros, instituciones como bancos, compañías de seguros, bolsas de valores y servicios profesionales adicionales. Su alcance puede variar desde el ámbito global, nacional o regional en función del territorio que abarcan (Degl'Innocenti *et al.*, 2017). Los centros financieros están organizados en redes que incluyen centros de distintas tipologías (Dorry, 2015; Pan *et al.*, 2020), de Tier 1 a Tier 3. Estas redes constituyen sistemas interrelacionados en los que se circula capital e información a escala mundial, lo que facilita las transacciones financieras y la comercialización de productos financieros. Klagge y Martin (2005) sostienen que el proceso de financiarización ha afectado a la distribución geográfica de estos centros financieros y las conexiones entre ellos, en un proceso de concentración de actividad en los grandes centros financieros y en los considerados *offshore*<sup>9</sup>.

Pero más allá de estos centros financieros «líderes» existen otros de menor tamaño que también realizan una importante función en sus ámbitos de influencia. Degl'Innocenti *et al.* (2017) diferencian tres tipos de centros financieros. En primer lugar, los denominados Tier 1<sup>10</sup>,

---

<sup>9</sup> Un centro financiero offshore es una jurisdicción que gestiona una cantidad desmesurada de actividad financiera llevada a cabo por individuos no residentes (Rose & Spiegel, 2007). Por lo general, los estos centros financieros ofrecen servicios de intermediación financiera a otros centros financieros más grandes proporcionando ventajas fiscales, facilitando la evasión de impuestos y, en determinadas circunstancias, el blanqueo de capitales.

<sup>10</sup> El concepto TIER implica el posicionamiento de la empresa en la cadena de valor utilizado habitualmente para actividades industriales. En una cadena de suministro típica, las empresas de Tier 2 suministran a las empresas de Tier 1, Tier 3 a las empresas de Tier 2 y así sucesivamente.

que son los centros financieros globales cuya influencia es mundial y que suponen una aglomeración de mercados y servicios financieros de todo tipo. En segundo lugar, los centros financieros nacionales, que están conectados con otros centros globales y transnacionales, y que ofrecen servicios a amplios ámbitos geográficos (en ocasiones coinciden con la configuración de los países). Estos pueden influir positivamente en el desarrollo económico del país que están localizados (por ejemplo, el caso de Edimburgo y Glasgow ha sido estudiado por Larreina (2008), como ejemplo de centro financiero con un impacto importante en Escocia). Finalmente, los centros financieros subnacionales o regionales, Tier 3, que ofrecen soluciones a las económicas locales cercanas y dentro de su ámbito de influencia. Al examinar las diferentes tipologías de centros financieros y evaluar sus relaciones se deben hacer comparaciones entre centros financieros de dimensiones similares; en cualquier caso, los centros financieros no son uniformes y tienden a especializarse.

Un reciente estudio de Capelle-Blancard *et al.* (2024) señala que los centros financieros continúan en evolución, y que existe una competencia donde algunos centros financieros están ganando en importancia. Centros financieros como Luxemburgo o Dublín están creciendo por encima de otros centros financieros tradicionalmente líderes como Londres y Frankfurt. A nivel nacional, en cambio, la actividad financiera ha tendido a concentrarse en ciertos centros financieros tipo Tier 2, debilitando a los centros financieros más locales tipo Tier 3.

En todo caso para que un centro financiero tenga una influencia positiva en el crecimiento, es necesario que exista una función de complementariedad y no de sustitución (Ioannou y Wójcik, 2021; Mader *et al.*, 2020). Si lo anterior no se da en las debidas condiciones, el sector financiero puede llegar a competir por los recursos con la economía real, por lo que un incremento de la actividad financiera no generaría crecimiento real del entorno (Cecchetti y Kharroubi, 2015). Las regiones que se sitúen dentro de los ámbitos de influencia de centros financieros desarrollados tendrán unas mejores condiciones para desarrollarse por el favorable flujo financiero (Guiso *et al.*, 2003). Estos centros pueden atraer factores importantes para el desarrollo como personas de alta cualificación, conocimiento e infraestructuras (Degl'Innocenti *et al.*, 2017); y la presencia de unos intermediarios avanzados pueden implicar también una mejora en el desarrollo de la región (Hasan *et al.*, 2009). Así el desarrollo de las regiones periféricas a centros financieros, o dentro del ámbito de influencia de centros financieros insuficientemente desarrollados, tiene un hándicap para el crecimiento.

Diversos autores han estudiado los centros financieros en diferentes ámbitos geográficos (Allen *et al.*, 2004; Allen y Gale, 2000a; Estrada *et al.*, 2010; Franklin *et al.*, 2011). Por ejemplo, Zogning (2017) identifica las principales diferencias entre los centros financieros influenciados por los dos modelos dominantes en los sistemas de financieros: dominado por el mercado y dominado por los bancos.

	<b>Economías mercado predominante</b>	<b>Economías bancarizadas</b>
<b>Dónde</b>	Australia, Canadá, Estados Unidos y Gran Bretaña.	Europa continental (más acusado países mediterráneos).
<b>Mercados financieros</b>	Más grandes, mayor liquidez.	Más pequeñas, menor liquidez.
<b>% empresas cotizadas</b>	Alto.	Pequeño.
<b>Propiedad del capital y deuda</b>	Diversificada.	Concentrada.
<b>Motivación del inversor</b>	Rentabilidad.	Control.
<b>Problemas de agencia</b>	Accionistas vs. directivos.	Accionistas principales vs. accionistas minoritarios.
<b>Importancia de directivos</b>	Alta.	Limitada.
<b>Control interno</b>	Riguroso.	Baja intensidad.
<b>Marco legal</b>	<i>Common law</i> .	<i>Code law</i> .
<b>Protección inversores</b>	Alta.	Baja.

Tabla 6. Clasificación de tipos de centros financieros según los modelos dominantes.

Fuente: Elaboración propia a partir de Zogning, 2017.

Levine (2002) señala que los centros financieros basados en los bancos movilizan el ahorro, asignan el capital e imponen el control de las empresas mejor que los centros financieros basados en el mercado, especialmente en las primeras fases del crecimiento económico y en entornos institucionales débiles. En cambio, el enfoque basado en el mercado suministra los servicios financieros esenciales, son más ágiles para alojar recursos, promueven la innovación y el crecimiento. Así, un centro financiero dominado por el mercado (normalmente identificado como anglosajón) implica un mayor nivel de competencia, lo que reduce la dependencia bancaria y genera mercados financieros más fluidos pero inestables. Por el contrario, un centro financiero con predominio bancario (también denominado europeo continental) se basa en una regulación más intensa que un modelo de *derecho anglosajón*, en el que las leyes pueden ser ambiguas en muchos aspectos, ya que se espera que los tribunales las aclaren.

Esta diferenciación se da entre los centros financieros anglosajones (por ejemplo, Reino Unido, Estados Unidos y Australia) de los bancarizados (por ejemplo, Europa continental o América Latina). Incluso dentro de un área geográfica existen diferencias entre modelos de centros financieros. Así dentro de la Europa Continental centros financieros del norte tienen rasgos anglosajones; en cambio, los centros financieros del sur tienen unas características bancarizadas más fuertes. Pese a que desarrollan la función financiera de manera diferente, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) no constatan que ninguno de los dos sistemas genere *per se* fallos de mercado en los centros financieros.

Estos centros financieros están expuestos a importantes fuerzas que los llevan a la transformación. En primer lugar, se ha observado una tendencia global hacia la financiarización (ver apartado 2.3.). Su principal implicación es que modifica la «composición de mercados,

productos y agentes», generando una concentración y centralización de la actividad financiera en los principales centros financieros (Klagge y Martin, 2005).

En segundo lugar, los centros financieros llevan décadas afectados por el proceso de la digitalización. Esto implica la intensificación en la aplicación e inserción de nuevas tecnologías en todas las actividades, la entrada de nuevos actores en las actividades de intermediación y la creación de nuevos productos o procesos y modelos de negocios que generan incertidumbre y bajada de costes de intermediación (ver p. ej., Carbó-Valverde (2017)). Además, la introducción de las nuevas tecnologías ha aumentado el proceso de desintermediación financiera referido a la pérdida de «mercado» por parte de las instituciones de depósito y crédito tradicionales.

En tercer lugar, a las dos tendencias mencionadas se añaden los cambios regulatorios que afectan a los agentes, las reglas de juego del sistema y a su función. La crisis de 2008 afectó sustancialmente a la actividad financiera y a su reputación (ver p. ej., Eisenegger y Künstle (2011)), y ha traído consigo importantes cambios regulatorios. Los países más avanzados han promovido dichos cambios orientados a mejorar cinco aspectos de los actores y mercados (Duffie, 2018): mejorar su resiliencia, descartar el concepto «demasiado grande para dejarlo caer», regular los mercados de derivados, transformar el *shadow banking* y su transparencia.

## 2.3. La financiarización de la economía

La financiarización puede entenderse como la creciente preponderancia de los motivos, mercados, actores e instituciones financieras en la económica en general (Epstein, 2005). Este concepto se ha desarrollado a partir de diferentes enfoques académicos, especialmente desde la gran crisis financiera de 2007-2008 (Mader *et al.*, 2020). La financiarización implica cambios en tres niveles (Palley, 2008): estructura y operativa de mercados financieros (mayor nivel de liquidez y velocidad de transacciones); actuación y soluciones de empresas no financieras (mayor peso del endeudamiento y nuevos modelos de negocio); y cambios en las políticas económicas (concentración de capital y aumento de las desigualdades). La financiarización constituye una realidad compleja con diversas consecuencias para las entidades estatales y las empresas no financieras (Krippner, 2005). Esta realidad puede tener consecuencias negativas relacionadas con las desigualdades económicas, la evolución de las rentas y el incremento del riesgo financiero (Palley, 2007).

Si analizamos su influencia a nivel empresarial, existen principalmente dos aproximaciones; entre lo que se denomina la teoría de la orientación al *shareholder* (accionista) (Friedman, 1970;

Jensen y Meckling, 1976) y la teoría de acumulación de capital (Rabinovich, 2019). El primero se refiere a la necesidad de la empresa de maximizar el valor del accionista frente al interés de otros *stakeholders* lo que propicia que se trate de maximizar el rendimiento de todos los activos. El segundo se refiere a las estrategias de acumulación de activos financieros, vinculados con el nacimiento de grandes conglomerados internacionalizados donde tienen un peso importante de activos financieros en sus balances. Sea como fuere la financiarización es un fenómeno donde algunas empresas que solían obtener ganancias fabricando o vendiendo bienes y servicios se están enfocando hacia actividades financieras (Epstein, 2005; Krippner, 2005; Palley, 2008). Así, con el objetivo de aumentar la rentabilidad de la empresa, buscan nuevas fuentes de ingresos relacionados con los activos financieros en relación con la dimensión financiera.

Por ejemplo, en las empresas manufactureras este cambio implica que la (principal) fuente de rendimiento de la inversión corporativa se desplaza de la fabricación y venta de productos a otras actividades y formas de negocio que se monetizan de la mejor manera posible a través de estrategias financieras específicas (Rosemary y Appelbaum, 2013). En este sentido, Erturk (2008) indica que la financiarización de las empresas de manufactura supone una transición de una administración industrial a una administración financiera, lo que implica que las compañías poseen un conjunto de activos financieros que deben administrar y rendir. Un ejemplo de ello son las empresas que cuentan en su organigrama con un brazo financiero dedicado o una división de crédito al cliente, como GE Capital, Siemens Financial Services o ABB Finance (Kamp, 2020).

La financierización implica un cambio sustancial en diversos aspectos de la empresa. Por una parte, supone cambios en su propuesta de valor, su estructura organizativa, sus relaciones con los clientes y su política de cobros (Gil de San Vicente y Kamp, 2022; Kamp y Gil de San Vicente, 2021b). También incrementa la atención que la empresa otorga a las ratios financieras (Froud *et al.*, 2000), y a la gestión del flujo de caja y tesorería (Toxopeus *et al.*, 2018). Finalmente, desde la perspectiva de sus relaciones con los financiadores/inversores, implica una nueva perspectiva empresarial donde las técnicas financieras desempeñan un papel cada vez más importante en el diseño y la ejecución de estrategias comerciales con el objetivo de que sean comprendidos por dichos inversores (Chiapello, 2020).

## 2.4. Deficiencias de la función financiera y sus consecuencias en el acceso a la financiación

Levine (2005) argumenta que un sistema desarrollado y eficiente facilita el crecimiento

económico. Para ello un sistema financiero eficiente debe acometer cinco funciones: (i) generar un flujo de datos sobre oportunidades de inversión; (ii) la supervisión de las inversiones y su gobernanza; (iii) intercambio, diversificación y la gestión de los riesgos; (iv) la movilización y ubicación del ahorro; y (v) el comercio de bienes y servicios.

En el apartado 2.1. se han analizado cuáles son las estrategias de financiación de las empresas en los diversos estadios de vida. El análisis realizado muestra que la realidad empresarial es cambiante, por lo que un sistema financiero avanzado debe poder ofrecer soluciones diversas. En el presente apartado analizaremos las deficiencias de mercado que los sistemas financieros suelen tener. A continuación, se identifican aquellos colectivos de empresa que son más susceptibles de sufrir problemas de acceso a la financiación debido a estas deficiencias.

## 2.4.1. Deficiencias de mercado

En un centro financiero con una oferta y demanda adecuadamente desarrolladas, puede ocurrir una «deficiencia de mercado» cuando el mercado no logra generar por sí mismo un equilibrio óptimo (Black *et al.*, 2017). Dentro de esta definición se identifican cinco tipos de deficiencias de mercado desarrolladas por la teoría económica relacionadas con los sistemas financieros:

### 2.4.1.1. Información asimétrica

Situación cuando algunas partes de una transacción financiera tienen acceso a datos más pertinentes que otras partes, o viceversa (Black *et al.*, 2017); en esta situación los agentes con más información intentarán aprovecharse de la situación, lo que genera la ineficiencia. Basado en la teoría sobre mercados de Akerlof (1978) y en estudios de racionamiento del crédito (Stiglitz y Weiss, 1981), diversos casos reales respaldan que esta deficiencia es un fenómeno que continúa estudiándose en la teoría financiera moderna (Asquith y Weiss, 2019). Este es un problema que afecta, entre otros, a las pequeñas empresas y a las empresas que tienen restricciones de crédito (Allen *et al.*, 2019; Crawford *et al.*, 2018).

### 2.4.1.2. Externalidades

Efecto, no considerado, derivado de una decisión personal o actividad que afectan a terceras personas ajenas a la persona u organización que la lleva a cabo (Pigou, 1924). En el caso de la financiación empresarial se puede dar cuando una operación financiera de una empresa o actividad en concreto tiene consecuencias negativas para otras empresas o actividades no directamente conectadas con la operación. Las externalidades son un concepto aplicado para la financiación de actividades sostenibles, ya que la financiación de actividades contrarias al medioambiente puede generar beneficios financieros, pero también aumentan el riesgo medioambiental tanto para otras empresas como para el resto de la economía (Ziolo *et al.*, 2019).

### 2.4.1.3. Competencia imperfecta

Situación en la que algunos participantes creen tener el poder de alterar el precio de equilibrio de su propio producto (Black *et al.*, 2017). La actividad financiera puede generar externalidades negativas en otras actividades, y es por ello por lo que es un sector regulado. En el caso de Europa el sistema bancario es el predominante (Zogning, 2017), y en un sistema con una estricta monitorización y regulación por parte del Banco Central Europeo. En el caso de los sistemas bancarizados la estructura del mercado es crucial porque el margen de los bancos intermediarios de interés se estrecha cuanto más difícil es conseguir préstamos y depósitos debido a la competencia. En cambio, y en especial debido a la crisis producida tras la caída de Lehman Brothers, las pymes, con gran dependencia de la financiación bancaria, no tenían alternativas de financiación y no pudieron financiar sus proyectos (Paulet *et al.*, 2014).

### 2.4.1.4. Mercados no desarrollados

Deficiencia que se produce cuando no existe un mercado donde se pueda vender el bien o servicio (Black *et al.*, 2017); esta situación dificulta el desarrollo de soluciones futuras y puede suponer una dificultad para lograr el equilibrio de mercado. Si no se superan las dificultades, los mercados podrían no desarrollarse debido a la falta de oferta y desaparecer. Por ejemplo, Herring y Chatusripitak (2006) analizan esta deficiencia de mercado en relación al poco desarrollo de los mercados de deuda corporativa en comparación con los mercados de capital o la financiación bancaria; más recientemente, Paech (2017) analiza las dificultades para el desarrollo de mercados financieros crypto debido a la falta de desarrollo de regulación y gobernanza. Las dificultades para el desarrollo de mercado están muchas veces relacionadas con la existencia de poder de mercado, relacionado también con la competencia imperfecta, y

afectan en mayor medida a mercados con un alto valor social (Neuhann *et al.*, 2022).

#### 2.4.1.5. Existencia de bienes públicos

Situación donde existe un bien o servicio que ningún consumidor puede dejar de consumir si se oferta y cuyo consumo por un consumidor no reduce la cantidad disponible del resto de los consumidores (Black *et al.*, 2017); en estos bienes la deficiencia de mercado se suele manifestar en que no se ofrece una cantidad insuficiente de dicho bien. Tirole (2010) señala que la información es un bien público que puede requerir generar monopolios para su distribución eficiente entre los actores financieros.

En la [Tabla 7](#) se presenta el resumen de las principales deficiencias de mercado identificadas en la revisión de literatura y que afectan a la financiación empresarial.

Deficiencia de mercado	Definición	Autores
Información asimétrica	Diferentes niveles de información entre partes financieras.	Black <i>et al.</i> (2017); Akerlof (1978); Stiglitz y Weiss (1981); Asquith y Weiss (2019); Allen <i>et al.</i> (2019); Crawford <i>et al.</i> (2018).
Externalidades	Impactos financieros indirectos sobre terceros.	Pigou (1924); Ziolo <i>et al.</i> (2019).
Competencia imperfecta	Poder de mercado para influir precios y condiciones.	Black <i>et al.</i> (2017); Zogning (2017); Paulet <i>et al.</i> (2014).
Mercados no desarrollados	Falta de mercados para productos financieros específicos.	Black <i>et al.</i> (2017); Herring y Chatusripitak (2006); Paech (2017); Neuhann <i>et al.</i> (2022).
Existencia de bienes públicos	Bienes financieros no excluibles ni rivales.	Black <i>et al.</i> (2017); Tirole (2010).

[Tabla 7](#). Deficiencias de mercado identificadas. **Fuente:** Elaboración propia a partir de diversos autores.

#### 2.4.2. Colectivos con mayores dificultades de acceso a la financiación

Las deficiencias de mercado identificadas en el apartado 2.4.1. constituyen obstáculos para las empresas a la hora de acceder a la financiación, impactando particularmente a aquellas que, debido a sus características estructurales, enfrentan mayores dificultades. La literatura identifica ciertos colectivos empresariales que tienen mayores limitaciones a la hora de acceder a financiación, tanto de deuda como de capital. Este es un ámbito de especial interés para las administraciones que suelen desplegar diversos instrumentos para tratar de paliar los

problemas de acceso. En la [Tabla 8](#), se agrupan los diferentes colectivos donde la literatura ha constatado que son susceptibles de tener problemas para el acceso a la financiación.

Colectivo	Dificultades
<p>Pymes: son el mayor colectivo de empresas en la mayoría de las economías con un importante peso del empleo. El apoyo a este colectivo genera desarrollo económico, creación de empleo y una disminución de las desigualdades y pobreza (Kersten <i>et al.</i>, 2017).</p>	Dependen en exceso de la financiación propia, y en mucha menor medida de fuentes externas. Carpenter y Petersen (2002).
	No pueden acceder a suficiente financiación, por lo que su crecimiento se ve limitado. Beck y Demirguc-Kunt (2006).
	Dependen en exceso de fuentes de financiación a corto plazo. Carbó-Valverde <i>et al.</i> (2016; Casey y O'Toole, 2014).
	Un entorno institucional geográfico insuficientemente desarrollado le dificulta el acceso a la financiación. Klagge y Martin (2005; Ughetto <i>et al.</i> , 2019).
	Surge el problema de asimetría de la información (información financiera inadecuada, registros financieros incorrectos, falta de disponibilidad de garantías y prácticas de gestión deficientes) como el principal factor.
<p>Innovadoras: la innovación es esencial para que las economías sean competitivas, aunque requieren de inversión (Hall y Lerner, 2010). Además, son proyectos complejos que pueden causar situaciones de información asimétrica entre los promotores y los inversores.</p>	Los problemas derivados de la asimetría de información, lo cual les hace depender en exceso de recursos propios para su desarrollo. Myers y Majluf (1984).
	Tienen más probabilidades de que se les deniegue la financiación que otras empresas, especialmente en momentos de crisis económicas. Requieren una mayor diversidad en el sistema bancario o de nuevas formas de financiación como el <i>crowdfunding</i> . Lee <i>et al.</i> (2015).
	Hay dificultades para medir los <i>cash flow</i> potenciales que pueden generar en el futuro. Toxopeus <i>et al.</i> (2018).
<p><i>High Growth Firms</i>: debido a su capacidad para generar riqueza y empleo, las empresas en crecimiento son el centro de atención de la literatura y de las políticas (Coad <i>et al.</i>, 2014).</p>	Existen dificultades para anticipar cuáles serán sus necesidades financieras, y por lo tanto la planificación financiera no clara lastra la capacidad de los financiadores externos. Delmar <i>et al.</i> (2003).
	Tienen insuficientes capacidades internas para gestionar la estrategia financiera de crecimiento. Chan <i>et al.</i> (2006).
	Su crecimiento se ve lastrado por recursos insuficientes y acceso a la financiación. Lee (2014).
<p>Nueva creación: pese a los elementos positivos de la creación de nuevas empresas, estas tienen una alta mortalidad. Uno de cada cinco proyectos cierra en el primer año y el 50 % no continúa su actividad antes del quinto año (Mata y Portugal, 1994).</p>	No disponen de activos que les facilite la entrada de crédito. Cassar (2004).
	No disponen de un histórico que permita a los financiadores discriminar entre buenos proyectos y malos proyectos. Colombo y Grilli (2007).
	Tienen dificultades para el acceso a fuentes de financiación tradicionales. Klačmer Čalopa <i>et al.</i> (2014).
<p>Empresas cooperativas: realizan las funciones clave que incluyen la internalización de las externalidades del mercado,</p>	Cuando las cooperativas intentan obtener financiación externa, deben limitar su crédito y aumentar el capital, lo cual les limita a un crecimiento orgánico. Gagliardi (2009).
	Los inversores externos no valoran las externalidades positivas sociales que generan este tipo de organizaciones. Camargo

la promoción del emprendimiento social, la promoción de prácticas empresariales éticas y la contribución a los esfuerzos de desarrollo (Novkovic, 2008).	Benavides y Ehrenhard (2021a).
--	--------------------------------

**Tabla 8.** Identificación de colectivos con dificultades de acceso a la financiación. **Fuente:** Elaboración propia a partir de diversos autores.

La revisión realizada muestra que hay colectivos de empresas que tienen tendencia a tener dificultades de acceso a la financiación. Por lo tanto, es importante tener a estas empresas en el radar y ver qué tipo de políticas se pueden desplegar para mejorar y paliar los fallos de mercado a los cuales están expuestos, dado su impacto en el desarrollo económico.

## 2.5. La importancia del espacio en la financiación de las empresas

Estudios de la geografía económica relacionados con la economía regional, especialmente en lo relativo a los sistemas de invocación, han debatido ampliamente el concepto de proximidad. Uno de los autores más influyentes es Boschma (2005), que amplía el concepto de proximidad más allá de la geográfica, que es una de las cinco dimensiones que identifica (ver [Tabla 9](#)).

<b>Proximidad</b>	<b>Descripción</b>
Geográfica	Cercanía física entre actores.
Cognitiva	Similitud en conocimientos y habilidades.
Organizacional	Integración estructural entre organizaciones.
Social	Relaciones personales y redes de confianza.
Institucional	Similitud en normas, reglas y contextos culturales.

**Tabla 9.** Dimensiones de proximidad. **Fuente:** Elaboración propia a partir de Boschma, 2005.

El debate sobre la perspectiva geográfica en las finanzas ha tenido una especial importancia en las últimas décadas debido a la reordenación geográfica de los centros financieros, que ha concentrado la actividad financiera en unos centros y deslocalizado en otros (Clark, 2006). Pese a esta dinámica de concentración, Clark y Wójcik (2007) señalan la dificultad que tienen los economistas para dar evidencias de la importancia del territorio frente a una percepción general de que la globalización financiera ha superado el espacio físico. Así, pese a que la financiación tiene importantes implicaciones en la configuración y el funcionamiento del tejido

económico, la literatura ha prestado muy poca atención a la espacialidad de los sistemas financieros (Clark, 2006). De alguna manera había una ilusión ficticia de la existencia de realidades paralelas entre los centros financieros, que estaban creciendo exponencialmente, y la economía real (Lee *et al.*, 2009). En las últimas décadas esto ha cambiado debido a que la crisis del 2008 puso de manifiesto la conexión entre el territorio y la financiación (Martin, 2011).

En contra de la idea expresada por O'Brien (1992) donde indicaba que «la localización geográfica ya no tiene peso en las finanzas», Klagge y Martin (2005) introdujeron la idea de que los sistemas financieros no son neutrales en lo relativo a su distribución espacial. Comparando el caso del Reino Unido y Alemania identifican qué factores institucionales y regulatorios, como una aglomeración de agentes financieros, mercados de capitales de cercanía, un sistema financiero descentralizado, pueden ayudar a superar estas ineficiencias.

Así existen principalmente dos diferentes aproximaciones de análisis sobre la espacialidad de las finanzas: visión neoclásica vs. visión posKeynesiana. La primera se basa en el supuesto de que en una localización perfecta de recursos los proyectos «viables y rentables» no tienen barreras de acceso a la financiación, dada la alta movilidad del capital que las tecnologías digitales ofrecen (Klagge *et al.*, 2017). Esta teoría explica el proceso de consolidación y concentración de la actividad financiera en las grandes aglomeraciones urbanas tales como Londres, Ámsterdam, París, Milán o Fráncfort; por tanto, es una visión que no considera la influencia de las finanzas en los espacios geográficos. Por el contrario, hay centros financieros que en las últimas décadas han ido perdiendo progresivamente su posición y la actividad se ha concentrado en otros centros financieros (Gómez Bezares *et al.*, 2001; Larreina y Gómez-Bezares, 2007).

Los segundos argumentan que la financiación es una actividad con características diferenciales respecto a otros sectores de servicios, ya que se basa en una expectativa de devolución del capital más un margen. Por ejemplo, esta especificidad genera disfunciones relacionadas con la asimetría de información que incrementa el precio de financiación (también relacionada con la teoría de jerarquía financiera). En este sentido autores como Clark y Wójcik (2007) y Nelson y Katzenstein (2014) señalan que las empresas de menor tamaño requieren de una relación cercana, donde el conocimiento de la empresa y su reputación toman protagonismo. Para evitar lo anterior, los financiadores de cercanía (como la banca local) están mejor posicionados debido su capacidad relacional con la economía real, por lo que la proximidad espacial entre los agentes financieros y el tejido económico puede ser clave.

Relacionado con esta cercanía de los agentes financieros y el tejido económico, Corpataux *et al.* (2017) constatan que el debilitamiento de ciertos centros financieros reduce la capacidad de las regiones periféricas de crear liquidez y de autonomía de decisión, ya que sus entidades

financieras están controladas desde otros centros regionales, lo cual aleja la economía real de la economía financiera del territorio. Lo anterior significa que existe una distancia operativa (cercanía física entre a los agentes financieros y las empresas) y una distancia funcional (lejanía entre el agente financiero y su sede central) (Claessens y van Horen, 2015). Esta situación genera problemas de agencia, que implica un conflicto de intereses, ya que se espera que una parte actúe en interés de otra (Eisenhardt, 1989), y no siempre los agentes financieros lo hacen (Orhangazi, 2008). Asimismo, el proceso de financiarización de la economía puede impactar directamente en los agentes, tanto existentes como nuevos, y su manera de relacionarse en el ámbito local (Pike y Pollard, 2010).

Por lo tanto, en la economía conviven en la actualidad dos sistemas: un sistema de economía real (regional, nacional o internacional), y un sistema financiero homogéneo organizado en redes de centros financieros locales. En consecuencia, las fuerzas del sistema financiero limitan la capacidad de decisión de inversiones de a nivel local (Monk, 2009). Esto ha supuesto una pérdida de peso de las corporaciones regionales que generaban dinero a través de la venta de bienes y servicios, frente a las sedes centrales de los grandes *holdings* empresariales que cotizan en los mercados financieros. Así aquellas corporaciones que tienen acceso a los mercados de capital, como las que cotizan en bolsa, están en mejores condiciones de cerrar este gap. En cambio, aquellas empresas que no tienen acceso directo al mercado de capitales, como las pymes, sí pueden sufrir fallos de mercado en el caso de que sus centros financieros locales no puedan superar los problemas identificados (Klagge *et al.*, 2017).

## 2.5.1. La eficiencia de los sistemas financieros y la espacialidad

Levine (2005) argumenta que un sistema desarrollado y eficiente facilita el crecimiento económico. Este hecho se da cuando el sistema atenúa las deficiencias de mercado existentes. Así un sistema financiero eficiente debe acometer cinco funciones: (i) generar un flujo de datos sobre oportunidades de inversión; (ii) liquidez y gestión de inversiones; (iii) intercambio, diversificación y la gestión de los riesgos; (iv) la movilización y ubicación del ahorro; y (v) el comercio de bienes y servicios.

A continuación, se analizan estas cinco funciones que pueden verse afectadas por la espacialidad, y, por lo tanto, puede influir en la eficiencia de los mercados financieros locales.

### 2.5.1.1. Flujo de datos sobre oportunidades de inversión

Es necesario que el mayor número de inversores tenga acceso a una información precisa y

confiable, lo que les permitirá tomar decisiones informadas sobre sus inversiones. En este sentido, Clark y Wójcik (2007) señalan la existencia de diversos tipos de redes de información a nivel local, lo cual crea diferentes expectativas y dinámicas de actuación en el proceso financiero. Ponen como ejemplo el caso de las empresas de menor tamaño, que tienen unas mayores opacidades de información y que desarrollan unas relaciones de cercanía con sus financiadores; en estos contextos, la configuración del territorio y de sus instituciones puede facilitar mecanismos de elasticidad.

Por otro lado, Clark *et al.* (2009) ponen el acento en la tensión continua entre la dimensión global y local de las finanzas, especialmente en situaciones de alta incertidumbre. Señalan que la crisis *subprime*, donde los actores globales ignoraron las complejidades locales, pone de manifiesto el carácter espacial de la medición de riesgo. Relacionado con la percepción del riesgo Nelson y Katzenstein (2014) profundizan en un elemento clave como es la reputación, que está vinculado con la proximidad espacial. Así en centros financieros locales, la reputación es un elemento más fácil de medir por el conocimiento de proximidad entre los actores. En cambio, la crisis *subprime* puso de manifiesto cómo los problemas reputacionales globales, acabaron afectando a la reputación a nivel local debido a la configuración de los centros financieros.

### 2.5.1.2. Liquidez y gestión de inversiones

Un sistema financiero eficiente facilita la liquidez a través de actividades de compraventa de activos, lo cual facilita una fijación eficiente de precios; asimismo esto permite a los inversores negociar activos, diversificar carteras y gestionar riesgos eficazmente. En este sentido el análisis de Wojcik (2009) señala que los centros financieros en el ámbito local generan la posibilidad de una mejor medición de los retornos y del riesgo asociado. En cambio, existen situaciones donde los inversores alejados de dicha realidad local no son capaces de tener la misma percepción, y por lo tanto no querrán adquirir dichos activos en las condiciones definidas. Es por ello por lo que los inversores que no están cerca de un territorio tenderán a invertir en si existe una cercanía cultural<sup>11</sup>, por lo que la cercanía (geográfica y cultural) sigue siendo un factor importante a la hora de que los actores financieros elijan la localización de su cartera de inversión (Dupuy *et al.*, 2010).

Relacionado con los bancos, principal agente de financiación, estos tienen diferentes ventajas en términos de recopilación, análisis y uso de la información debido a las diferencias en función de su capacidad relacional con el tejido productivo (Papi *et al.*, 2017). Estas relaciones, que permiten a los bancos obtener información *soft*, tienen un componente espacial importante,

---

<sup>11</sup> Se entiende cercanía cultural en sentido amplio por lo que incluye sistema legal, percepción del riesgo, lenguaje, o incluso valores sociales.

por lo que la distribución geográfica del sector bancario y la organización espacial de cada banco individual son cruciales para que las empresas nuevas, pequeñas, creativas y opacas, desde el punto de vista informativo, tengan un acceso rápido y eficaz a la financiación. Sin embargo, debido a problemas organizativos y dificultades, para compartir información no vinculante entre los distintos niveles jerárquicos de los bancos, son menos capaces de conceder préstamos a prestatarios opacos desde el punto de vista de la información, mientras que los pequeños bancos locales están en mejores condiciones de hacerlo a través de interacciones frecuentes y personalizadas con los prestatarios locales. Papi *et al.* (2017) constatan que la gran parte de los académicos y profesionales creían que la desregulación, el avance de las TIC y la continua creación de nuevos productos financieros acabarían con la geografía bancaria y crearían un sector bancario global. Esta tendencia de globalización real ha puesto de manifiesto que la información *soft*, más difícil de codificar y transmitir, tiene una naturaleza fundamentalmente espacial, a diferencia de la información estructurada (balances, tendencias macroeconómicas o información sobre la evolución de ventas).

### 2.5.1.3. Intercambio, diversificación y la gestión de los riesgos

Un centro financiero eficiente debe dotarse de un marco dentro de una gobernanza establecida para que permita el intercambio, compra-venta, protegiendo los intereses de los actores. En este sentido Corpataux y Crevoisier (2016) señalan de los riesgos, que el aumento de la distancia entre los centros financieros y el territorio tiene, en la creación de burbujas, que derivar en inestabilidad para el inversor. Por una parte, la distancia puede generar circuitos complejos y opacos, que no son supervisados de manera eficiente. Por otro lado, mientras que los actores económicos son dependientes de diversos factores sociales, regulatorios y relacionales vinculados con el territorio, los actores financieros no tienen esta vinculación, por lo que pueden desconectarse de estos. Ambos factores dificultan la identificación compartida de los beneficios y riesgos de manera adecuada y generan inestabilidad.

A nivel regional, Degl'Innocenti *et al.* (2017) han concluido que la distribución de recursos e inversiones en el contexto europeo está influida por la estructura espacial del sistema financiero; es decir, aquellas regiones que son los centros financieros presentan mayores niveles de inversión y presencia de mano de obra cualificada. Además, aquellas regiones que tienen una cercanía geográfica con estos centros financieros también presentan mejores resultados respecto a aquellas que están más alejadas. Por lo tanto, la aglomeración de servicios financieros desarrolla elementos directamente ligados con la competitividad de un territorio como el tamaño del centro financiero, la educación y la innovación.

#### 2.5.1.4. Regulación para la movilización y ubicación del ahorro

Es necesario una eficiente canalización de los excedentes financieros (ahorro) tanto del territorio como de otros, hacia las inversiones productivas; una asignación eficiente de estos activos facilita un mayor crecimiento económico. En este sentido, Martin y Pollard (2017) consideran que las finanzas tienen influencia en los territorios, y de manera recíproca que los territorios influyen en los flujos financieros. Así el dinero no fluye de manera uniforme con la misma velocidad hacia los territorios (ciudades o regiones), ya que los flujos monetarios están marcados por dependencias relacionales, jerarquías y asimetrías.

Asimismo, es necesario que el sistema financiero tenga las capacidades suficientes para que los actores entiendan los activos financieros intercambiados. Estos activos son cada vez más complejos (Coombs y Van der Heide, 2020), lo cual en caso de que los actores no alcancen a entenderlos podría generar problemas de asignación de recursos o de asimetría de información. Relacionado con la globalización existen actores que pueden participar en el sistema, pero que escapan a su regulación, tanto porque operan desde paraísos fiscales (Fernández y Hendrikse, 2020) o porque son actores no identificados por la regulación financiera (Pozsar *et al.*, 2010).

#### 2.5.1.5. El comercio de bienes y servicios

Debe facilitar un contexto que permita el intercambio de bienes y servicios proporcionando las infraestructuras necesarias para las transacciones (por ejemplo, sistemas de pago o mecanismos de financiación). Para ello un sistema financiero debe disponer de diferentes nodos, o centros financieros, que permitan un comercio intra-centro y entre los centros. La aglomeración y concentración de la actividad en centros financieros puede generar un efecto llamada de inversores y talento (Wardle y Mainelli, 2023). Esto genera un debilitamiento del resto de centros financieros que son periféricos, ya que normalmente los grandes centros financieros se localizan en capitales (Ioannou y Wójcik, 2021). En este sentido Monk (2009) señala que el sistema financiero global es una fuerza homogénea que limita la autonomía local; lo cual puede resultar una limitación del poder local sobre las políticas. Estas tendencias globales no aseguran una convergencia entre lo global y lo local, ya que los sesgos locales tienen un impacto en las empresas e instituciones de su entorno.

Un ejemplo de las diferentes respuestas locales ante las crisis globales es la creciente importancia que tuvieron los fondos de pensiones en la financiación de activos públicos en la costa oeste de los Estados Unidos. El análisis de Hebb y Sharma (2014) muestra cómo ante la imposibilidad atraer financiación directamente de los mercados financieros, las ciudades

atrajeron otro tipo de financiadores privados. Las diferentes motivaciones de los financiados y financiadores les obligaron a ajustar sus decisiones de inversión, que incorporaban factores de impacto social y de retorno de la inversión/riesgo. En cambio, en Europa las regiones buscaron otras formas de financiación con colaboraciones entre capital privado y público, ya que tenían otros condicionantes tanto legales como culturales (Inderst, 2013).

El análisis de los cinco factores de eficiencia de los sistemas financieros desde una óptica de proximidad indica que la presencia de un «ecosistema financiero» o centro financiero local puede contribuir a la superación de las ineficiencias en el acceso a financiación para proyectos «viables y rentables». Esto se atribuye a un conocimiento más profundo de las necesidades del tejido empresarial local, particularmente para las empresas que carecen de la escala necesaria para interactuar con las grandes concentraciones financieras, tales como las pequeñas y medianas empresas (pymes) o los emprendedores.

## 2.6. Marco teórico: centros financieros locales, empresas y territorio

Este apartado formula el marco teórico base de la tesis, que centra su análisis en los centros financieros locales de las regiones periféricas. La revisión de la literatura nos ha mostrado que existen dos visiones sobre la importancia de la espacialidad en la financiación de las empresas: los que lo consideran un factor relevante (Klagge y Martin, 2005), frente a los que consideran que no lo es (O'Brien, 1992). En las diversas dimensiones analizadas (ver figura 1), se han identificado múltiples factores que ponen de relieve la importancia de los centros financieros locales en la financiación de las empresas. Estos factores generan fallos de mercado que pueden dar como resultado que ciertos segmentos empresariales no vean cubiertas sus necesidades de financiación.

El primer gap identificado es el insuficiente análisis en los estudios de las características específicas y posibles restricciones que se enfrentan las regiones periféricas, entre las que se encuentran las industriales, en el acceso a financiación. Algunos trabajos académicos han señalado la importancia del contexto territorial en el acceso a financiación, pero estas dinámicas siguen sin ser analizadas de manera profunda dentro de la literatura, especialmente en un contexto europeo y de las regiones fuera de los principales centros financieros.

En segundo lugar, y vinculado con lo anterior, la literatura aborda insuficientemente en análisis y la configuración de los centros financieros periféricos. Los casos de estudio se centran sobre todo en los centros financieros globales o nacionales. Existe, pues, la necesidad de profundizar

en las características propias de los centros financieros locales y no de los contextos nacionales, que condicionan el acceso a financiación de la empresa dentro del propio territorio.

En tercer lugar, el análisis de la diversificación de fuentes de financiación es genérico y no toma en cuenta el contexto territorial de la empresa. Se menciona la existencia de dos principales tipologías de sistemas financieros (de mercado y bancarizado), pero existe un vacío en la literatura sobre el acceso a fuentes de financiación en territorios periféricos.

Finalmente, se identifican las grandes tendencias de los centros financieros y las consecuencias que estas tienen en los territorios. En cambio, existe un desconocimiento sobre el papel que las instituciones locales pueden jugar en el desarrollo de dichos centros financieros locales. Este es un área de interés, ya que estas instituciones públicas son un elemento clave en el proceso de desarrollo económico del territorio.

### 2.6.1. Gaps de investigación identificados

El análisis de la literatura revela varios gaps en el conocimiento actual sobre los centros financieros locales y el papel del territorio en la financiación del tejido económico. Aunque se identifican estudios previos que analizan los centros financieros y sus desafíos, el modo en que las regiones periféricas hacen frente a estos desafíos sigue siendo poco claro. Además, en cuanto a las características locales implicadas, este factor también ha recibido poca atención, y, en particular, se ha paradójicamente descuidado el papel de diferentes estructuras institucionales (o agentes financieros) que juegan un papel crucial en la disponibilidad de financiación. Así, desde la perspectiva, la tesis realiza un análisis crítico de la literatura y genera nuevo conocimiento que busca avanzar en los gaps de investigación.

Dicho esto, hay algunos aspectos de acceso a financiación que no se han abordado en la literatura existente. El primero de ellos, es la falta de análisis en los estudios de las restricciones especiales que enfrentan las regiones periféricas en el acceso a financiación. Algunos trabajos académicos han señalado la importancia del contexto territorial en el acceso a financiación, pero estas dinámicas siguen sin ser analizadas de manera profunda dentro de la literatura, especialmente en un contexto europeo y de las regiones más alejadas. Martin (2011) y Çolak y Öztekin (2021) destacan que, a pesar de la globalización, el territorio sigue siendo un factor crucial en la financiación, pero estos estudios no abordan de manera detallada cómo las regiones periféricas se enfrentan a barreras adicionales que limitan el acceso a recursos financieros. Así Clark (2016) y Corpataux y Crevoisier (2016) subrayan que, aunque se ha identificado la relevancia del contexto territorial, aún no se ha profundizado lo suficiente en este aspecto, especialmente en las regiones alejadas de los grandes centros financieros.

En segundo lugar, y vinculado con lo anterior, la literatura aborda insuficientemente el análisis y la configuración de los centros financieros periféricos. Los casos de estudio se centran sobre todo en los centros financieros globales o nacionales, dejando de lado el análisis específico de los centros financieros locales. Klagge y Martin (2005) señalan que la mayor parte de la investigación se ha concentrado en las dinámicas de los grandes centros urbanos, lo que deja un vacío importante en la comprensión de cómo las características propias de los centros financieros locales condicionan el acceso a financiación de las empresas dentro de su propio territorio. Por tanto, es necesario profundizar en cómo las particularidades locales afectan la disponibilidad de recursos financieros en regiones industriales periféricas (Ughetto *et al.*, 2019). En tercer lugar, el análisis de la diversificación de fuentes de financiación es generalmente genérico y no toma en cuenta el contexto territorial de la empresa. Aunque se menciona la existencia de dos principales tipologías de sistemas financieros (de mercado y bancarizado), existe un vacío en la literatura sobre el acceso a fuentes de financiación en territorios periféricos. Asquith y Weiss (2019) destacan que las empresas suelen recurrir primero a los flujos internos, luego a la deuda y, en última instancia, a la emisión de capital. Sin embargo, en territorios periféricos, este proceso puede estar restringido por la falta de acceso a ciertos instrumentos financieros, como el capital riesgo o fuentes especializadas de financiación, lo que limita las oportunidades de las empresas locales (Corpataux y Crevoisier, 2016).

Finalmente, se identifican las grandes tendencias de los centros financieros y las consecuencias que estas tienen en los territorios (Clark, 2016). Sin embargo, existe un desconocimiento sobre el papel que las instituciones locales pueden jugar en el desarrollo de los centros financieros locales. Este es un área de interés crucial, ya que las instituciones financieras públicas son un elemento clave en el proceso de desarrollo económico del territorio. En este sentido Klagge y Martin (2005) argumentan que las instituciones locales tienen la capacidad de influir significativamente en la creación de un entorno más favorable para la financiación empresarial en regiones periféricas. Sin embargo, este tema ha sido insuficientemente abordado en la literatura, lo que representa una laguna importante en el análisis de las dinámicas de los centros financieros locales.

## 2.6.2. Marco teórico

En esta tesis se investiga los centros financieros en las regiones periféricas, y tal y como señalan (Clark y Wójcik, 2007) es un campo complejo e insuficientemente explorado. Pero estos centros cubren una función esencial en la financiación de las empresas de sus territorios de influencia, función que las recientes crisis financieras han vuelto a poner en el foco (Dymiski, 2020). Los gaps identificados en la literatura requieren profundizar el conocimiento sobre la financiación

y territorio aplicado a las regiones periféricas, la configuración de sus centros financieros periféricos (Tier 3), cómo influye dicha configuración en la diversificación de fuentes de financiación, o cómo pueden las autoridades locales impulsar los servicios financieros desde el territorio.

Para ello, y basado en la revisión de literatura realizada, proponemos un marco de análisis (ver marco conceptual de la [Figura 3](#)) que permita el estudio de los centros financieros locales, y que incorpore tres elementos principales identificados: la configuración del centro financiero local, las conexiones de este con otros centros financieros y su alineación con el tejido empresarial local.

Degl'Innocenti *et al.* (2017) identifican que los centros financieros se conectan en relaciones de cierta subordinación; estas relaciones son más comunes entre aquellos centros financieros que tienen elementos culturales y de trabajo afines (Dupuy *et al.*, 2010). Por otro lado, el centro financiero local no debe ser ajeno a la realidad más cercana del tejido empresarial. Así le corresponde hacer una función de complementariedad, donde la actividad financiera sirva para impulsar la actividad no financiera (Ioannou y Wójcik, 2021; Mader *et al.*, 2020). Si esto se logra de manera efectiva existirá un efecto de arrastre y un aumento de la actividad financiera acarreará un crecimiento económico del resto de actividades de la región (Cecchetti y Kharroubi, 2015). Los elementos del marco están interconectados y unos influyen en los otros.

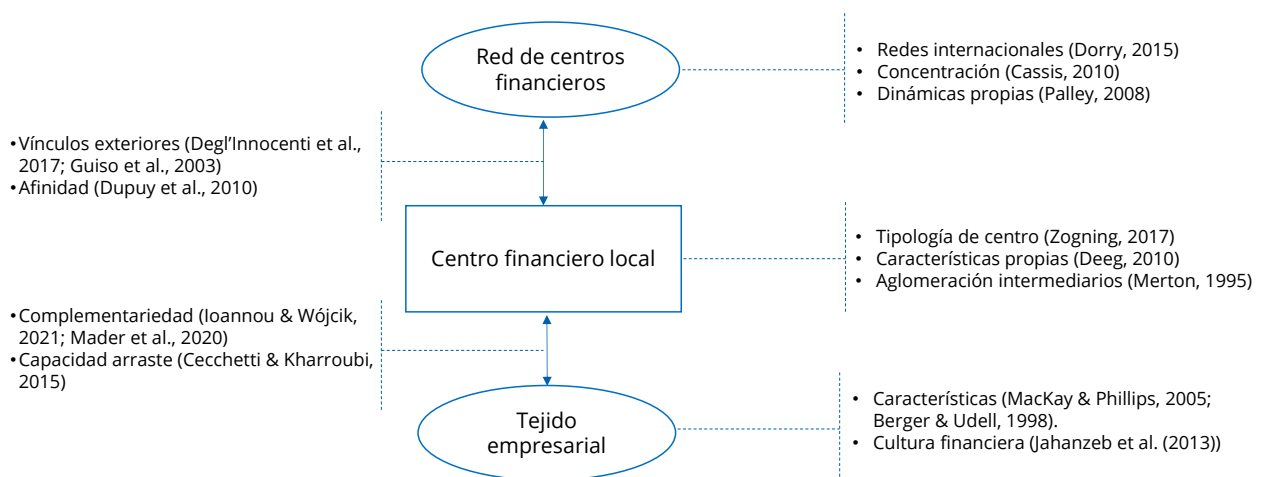


Figura 3. Marco conceptual. Fuente: Elaboración propia.

Este marco conceptual sobre centros financieros locales, permite analizar elementos que se han identificado como gaps en la literatura:

- Configuración del centro financiero periférico. Se ha definido un centro financiero local como «la concentración en un área geográfica específica de servicios financieros que

sirven como intermediarios y coordinan transacciones, administran pagos y facilitan la circulación de capital». Tal y como señala Zogning (2017), existen diferentes tipologías de sistemas financieros y los centros financieros suelen estar bajo la influencia de estos. Por lo tanto, es importante verificar cuáles son las características del centro financiero en aspectos relacionados con el nivel de utilización de los mercados financieros, la tipología de propiedad, gobernanza de las empresas o el marco legal que les rodea. Por otra parte, pese a que los centros financieros tienen características similares, también existen diferencias y características propias en cada centro (Deeg, 2010). Estas características propias condicionan la situación pasada, presente y futura de los centros financieros locales. Por lo tanto, se analizan elementos relacionados con el origen histórico, empleo en actividades financieras, las características de demanda y oferta, o la intervención del sector público en la actividad.

Finalmente, la intermediación financiera está condicionada por las instituciones/agentes que lo desarrollan (Merton, 1995). Por lo tanto, un centro financiero local debe contar con una aglomeración suficientemente «desarrollada» y diversa para contribuir sistémicamente a su función.

- Conexiones con otros centros financieros. El sistema financiero está configurado por diversas redes internacionales que conectan centros financieros. Así un centro financiero busca reforzarse y buscar complementariedades a través de las relaciones con otros centros financieros (Dorry, 2015).

Por otro lado, la financiarización ha traído una concentración geográfica en grandes aglomeraciones urbanas (Cassis, 2010), y los centros financieros locales tienen dificultades para conectarse con estos. Así es importante que estos centros financieros locales y sus agentes desarrollen conexiones con otros centros financieros, de manera que puedan desarrollar una función de intermediación avanzada.

Finalmente, la financiarización ha traído unos centros financieros más eficientes (grandes y líquidos), aunque no toda la actividad que desarrollan se alinea con los intereses de las empresas no financieras (Palley, 2008). Por lo tanto, el centro financiero local que tiene una función de cercanía con su tejido empresarial puede facilitar la alineación de intereses y las conexiones fuera del territorio.

- Tejido empresarial. Para un territorio es de gran importancia que las necesidades financieras de sus empresas estén cubiertas por su centro financiero de influencia. La literatura advierte de los riesgos de la desconexión o pérdida de vínculos entre los agentes financieros del territorio y las empresas (Corpataux y Crevoisier, 2016). Los

territorios tienden a especializarse en ciertas actividades económicas, por lo que la configuración de su tejido empresarial es diferente. Estas características de las empresas están relacionadas con el sector de actividad, el tamaño de la empresa o el ciclo económico de su actividad (Berger y Udell, 1998; MacKay y Phillips, 2005). También cabe señalar que el tejido empresarial tendrá su influencia en la configuración del centro financiero local, y viceversa (Martin y Pollard, 2017).

Por otro lado, no todas las empresas siguen la misma estrategia de financiación, ni toman las mismas decisiones respecto a los niveles de deuda/riesgo a asumir. Existe un componente cultural que condiciona las decisiones de las empresas en el ámbito financiero (Jahanzeb *et al.*, 2013).

- Impulso del centro financiero local. A partir del entendimiento de los anteriores puntos, se puede tratar de impulsar el centro financiero local para generar un entorno adecuado que favorezca la función financiera dentro del territorio. Un centro financiero bien gobernado, con estructuras organizativas adecuadas, puede ofrecer una intermediación más eficiente y adaptada a las necesidades de las empresas locales (Zogning, 2017). La intervención del sector público en colaboración con los actores privados es clave para este proceso, ya que las políticas públicas pueden generar incentivos o condiciones que favorezcan la expansión de los servicios financieros (Klagge y Martin, 2005).

El marco teórico de esta tesis aborda de manera efectiva los objetivos planteados al analizar los factores que configuran los centros financieros locales y el acceso a la financiación en regiones altamente especializadas en manufacturas. El enfoque de investigación incluye la identificación de las dificultades específicas con las que se enfrentan estos centros, el tejido empresarial local y las posibles acciones estratégicas para fortalecer y mejorar su sostenibilidad económica.

**Identificar políticas que fomenten el desarrollo y competitividad de los centros financieros locales, en línea con la sostenibilidad económica regional.**

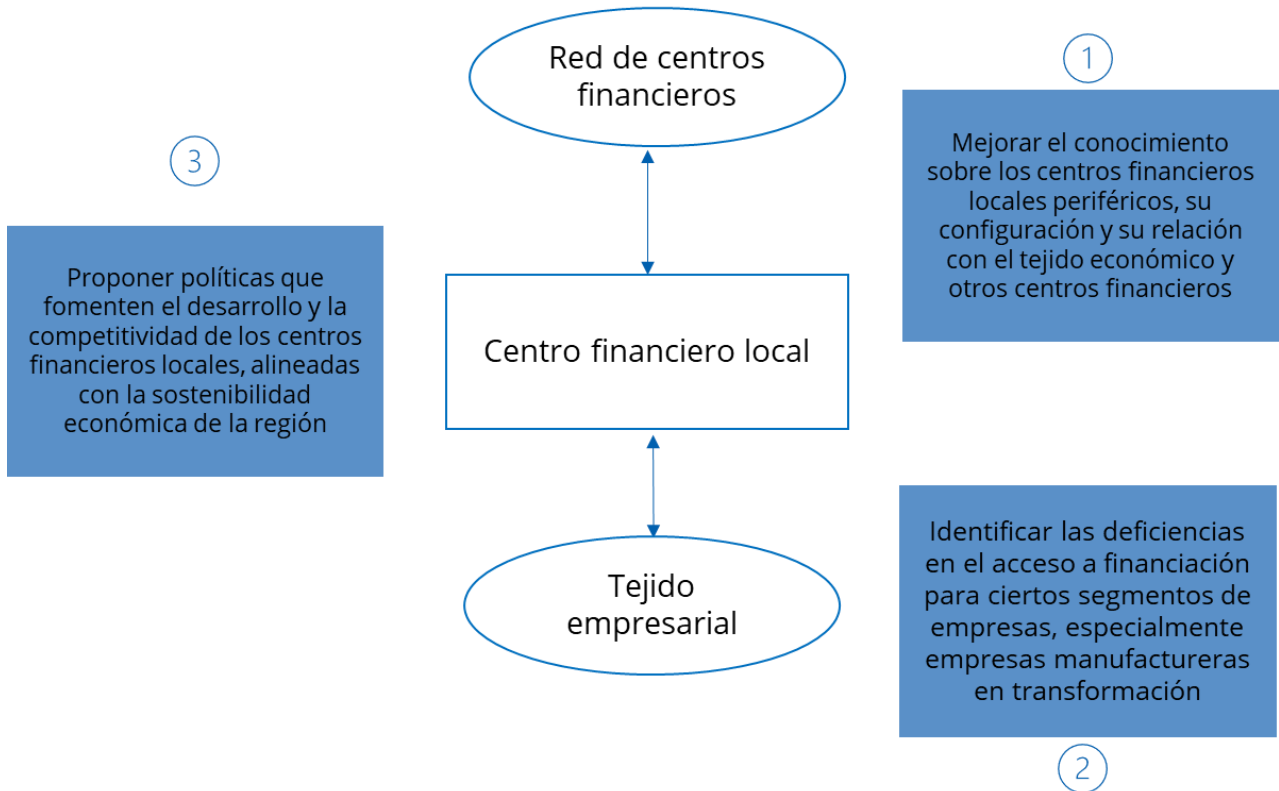


Figura 4. Objetivos de investigación en el contexto del marco conceptual. Fuente: Elaboración propia.

## 3. Metodología y caso de estudio

### 3.1. Diseño y métodos de la investigación

La investigación analiza la estructura de los centros financieros locales para determinar su conexión e incidencia en la financiación de las empresas manufactureras. Lo anterior resulta un reto, dado que el proceso de globalización financiera ha generado la sensación de que el espacio (territorio) ha dejado de ser un elemento importante a la hora de determinar el acceso de las empresas a la financiación (O'Brien, 1992). Pese a esta sensación dominante, es importante profundizar en este campo de conocimiento dado que se constata que el sector financiero, a nivel global, se ha desconectado de la realidad del tejido económico (Corpataux y Crevoisier, 2016; Lee *et al.*, 2009), lo cual es un riesgo para el desarrollo sostenible de los territorios. Así la investigación trata de aumentar el conocimiento entre el binomio financiación y territorio (Clark, 2006), y sacar aprendizajes a partir de nuevas evidencias, ya que los economistas han tenido dificultades para demostrar dicho vínculo en anteriores trabajos (Clark y Wójcik, 2007).

Para la realización de la investigación se ha seguido una metodología cualitativa, tomando como caso una región concreta. Según Corbetta (2003), la investigación cualitativa es adecuada para una investigación abierta y con herramientas interactivas, donde el método de investigación es inductivo. Esto es pertinente cuando existen elementos de proximidad, con datos *soft*, y donde el caso de análisis requiere comprender a los sujetos de estudio. Así los resultados son valiosos por su especificidad, aunque el contexto de este limita su generalización. En el caso de la investigación se analiza la realidad de un territorio, el País Vasco, al cual se tiene proximidad, tanto por el conocimiento de su configuración como por la capacidad de acceso a los actores y empresas que están localizadas en él. En este proceso se utilizan diferentes técnicas cualitativas en función de los objetivos de la investigación que se abordan.

Esta aproximación es congruente con la teoría de Berg (2001), que señala que los procedimientos cualitativos permiten acceder a hechos no cuantificables sobre sujetos (físicos o jurídicos) que han sido observadas o representadas por sus acciones, relatos, o documentos representativos. Así estos métodos permiten estudiar su comportamiento e interacciones entre estos. En consecuencia, la investigación cualitativa puede ser rigurosa y sistemática, para la creación o corroboración de teorías sobre el binomio financiación y territorio, con el objetivo de que sean una aportación para las comunidades científicas.

El proceso de despliegue del método cualitativo sigue los pasos propuestos por Eisenhardt

(1989) y Yin (2017). Así se realiza una revisión de la literatura sobre los elementos que determinan la relación entre la financiación y un territorio, posteriormente se realiza la recogida de datos, para finalizar con un análisis de estos siguiendo los aprendizajes de la literatura. En la metodología de recogida de datos se han implementado técnicas que permiten una estandarización y uniformidad, siendo conscientes que al ser una investigación cualitativa que no recurre los resultados están condicionados por los sujetos de estudio: realización de entrevistas semiestructuradas, creación de documentación y bases de datos de la investigación, búsqueda de diversidad de fuentes o técnicas de triangulación sobre los hallazgos.

En la presente investigación se desarrollan tres secciones (capítulos) que abordan los tres objetivos de la investigación. Primero (capítulo 4), se analiza el estado de la financiación y sus agentes en un territorio concreto; el objetivo es tratar de identificar casos que sean ilustrativos para la investigación. Para ello se analizan las interacciones entre los diferentes agentes de intermediación financiera (instituciones e intermediarios financieros públicos y privados) y los agentes no financieros de naturaleza u orientación industrial (empresas, cámaras empresariales y otras instituciones público-privadas) en un marco geográfico regional. El caso se utiliza como caso de análisis dentro de los sistemas regionales y con un sistema financiero propio de larga tradición histórica (Aranguren *et al.*, 2021; Larreina y Gómez-Bezares, 2007; Morgan, 2016).

En segundo lugar (capítulo 5), se profundiza en la demanda de financiación. En concreto se analiza el caso de empresas manufactureras que implementan modelos de negocio innovadores, como son las empresas que ofrecen servicios financiarizados. Estas son empresas que son susceptibles de sufrir dificultades de acceso a la financiación, por lo que el territorio juega un factor relevante en su financiación. La investigación incorpora un estudio múltiple (cuatro casos de empresa) y holístico (más de una unidad de análisis). Tanto en el primer como segundo paso se han utilizado entrevistas para investigar sobre las teorías emergentes en relación con la financiación - territorio. Así se trata de utilizar esta metodología como herramienta para el desarrollo de la teoría a través de datos emergentes (Dubois y Gadde, 2002, 2014). La metodología utilizada en el primer y segundo análisis permite plantear preguntas de investigación innovadoras (Yin, 2017) y avanzar en nuevos conocimientos, al mismo tiempo que permite un análisis en profundidad de las condiciones del «mundo real» (Eisenhardt, 1989).

Como tercer paso (capítulo 5.6.), se analiza una experiencia real donde se busca, a través de las públicas políticas, impulsar y dinamizar un centro financiero local concreto. Este caso tiene una complejidad en la naturaleza de la investigación, ya que la implementación de políticas públicas tiene unas características únicas (Yin, 1980): son un proceso con decisiones en diversas fases

temporales, los resultados dependen de muchos factores, involucran a diversos y diferentes actores, y son situaciones ligadas a un contexto único. Por lo tanto, parte de la investigación aborda el propio proceso en una aproximación de investigación interactiva. El caso se produce en un territorio con un importante peso de la actividad manufacturera y «región periférica», es decir, no se localiza en un centro financiero de referencia. Se considera un caso una investigación novedosa dado que los centros financieros analizados son normalmente los grandes centros financieros (Pandit *et al.*, 2017; Walther *et al.*, 2011).

La redacción en toda la investigación asegura la validez interna, la validez externa y la confiabilidad del proceso de investigación con el objetivo de garantizar su calidad (Yin, 2017). Este método incluye los objetivos, el marco teórico, las propuestas, el diseño del estudio, los procedimientos de recolección y análisis de datos, los resultados, las conclusiones y las limitaciones del estudio.

## 3.2. La utilización de estudios de caso

Para el desarrollo de los objetivos de la investigación se ha optado por estudiar diversos casos, en enfoque cualitativo. Esta aproximación permite una exploración empírica para estudiar un hecho determinado en su contexto real en casos en los que el hecho y el contexto están interrelacionados (Yin, 2017).

Según Collis y Hussey (2014), el estudio de caso permite en investigaciones exploratorias, investigar un fenómeno en un ambiente natural utilizando una variedad de técnicas para obtener conocimiento profundo. En estas investigaciones el contexto es esencial, ya que supone tratar de entender las dinámicas presentes en un caso real (Eisenhardt, 1989). Por otro lado, Bonoma (1985) argumenta que, aunque no tienen la integridad de datos perfecta, sus resultados pueden tener más impacto y ser aplicables, ya que incorporan un contexto y tiempo determinado que es trasladable a la realidad. En esta línea, Eisenhardt y Graebner (2007) señalan que este método científico permite reforzar los marcos teóricos y hacerlos evolucionar cuando este es embrionario.

Un elemento importante es la elección de los casos de estudio, que puede tener elementos de oportunidad (Otley y Berry, 1994), debido a que la persona investigadora tiene acceso a una empresa o territorio en concreto. En cuanto al número de casos de estudio óptimo, la literatura no impone un número determinado de casos. Por una parte, la investigación basada en un caso singular se enfoca en procesos exploratorios, donde las teorías son limitadas o hay deficiencias en el campo de conocimiento (Collis y Hussey, 2014). Por otra parte, la investigación basada en casos de estudio múltiples permite poder comparar las situaciones entre estos.

Collis y Hussey (2014), a partir del trabajo de Ryan *et al.* (2002), identifican cuatro tipologías de casos de estudio:

- Los estudios de casos descriptivos se centran únicamente en resumir las prácticas determinadas.
- Estudios de casos ilustrativos, en los que la investigación pretende demostrar estrategias novedosas y potencialmente innovadoras aplicadas por casos concretos.
- Los estudios de caso experimentales, que se centran en investigar los retos de introducir procesos y métodos novedosos y evaluar sus ventajas.
- Estudios explicativos, donde el caso se utiliza para entender y explicar qué es lo que está pasando.

En la investigación se utilizan diversos tipos de caso de estudio. Relacionado con el primer objetivo de investigación (ver capítulo 4), se utiliza el caso del País Vasco (región situada en España, Europa) como caso explicativo donde aterrizar el marco teórico (ver [Figura 3](#)) con el objetivo de entender su aplicación en un contexto determinado. A continuación, relacionado con el segundo objetivo de la investigación (ver capítulo 5), se utilizan cuatro casos de empresas manufactureras como casos ilustrativos que, mediante una comparación de realidad, permite profundizar en una situación novedosa y experimental como es la implementación de servicios avanzados financierizados. Finalmente (ver capítulo 5.6.), se utiliza una iniciativa de colaboración público-privada como caso experimental de investigación interactiva que introduce un proceso de políticas novedoso.

Tal y como se ha mencionado, Eisenhardt (1989) subraya la importancia del contexto dentro de la investigación cualitativa. Todos los casos analizados se investigan en el mismo contexto geográfico (País Vasco) y en un periodo de tiempo similar (entre 2018 y 2023). La elección de la región viene muy determinada por dos elementos. En primer lugar, que el autor de la investigación pertenece a Orkestra, el Instituto Vasco de Competitividad. Este es un instituto de investigación de la Universidad de Deusto para el estudio de la competitividad territorial en el País Vasco, que impulsa una línea de investigación sobre financiación empresarial y otra sobre políticas públicas. Esto permite no desligar la actividad de la persona investigadora, que se ha desarrollado a tiempo parcial (residual), de su actividad laboral que desarrolla en este centro de investigación. En segundo lugar, un elemento de oportunidad de acceso a empresas, personas, documentación y datos (Otley y Berry, 1994), que se justifica porque el autor de la investigación vive y desarrolla su carrera profesional en el País Vasco. Este contexto será

tomado en cuenta a la hora de explicar las limitaciones de las conclusiones de la investigación.

### 3.3. El País Vasco como contexto geográfico de la investigación

En esta sección se introduce al País Vasco dada la importancia contextual que tiene durante la investigación (Eisenhardt, 1989). Toda la investigación tiene su contexto geográfico en el País Vasco. El País Vasco es una región dentro de España (Europa) con 2,2 millones de personas, lo que supone un 4,6 % sobre España, Eurostat (2023b); pese a su relativo pequeño peso en el empleo tiene una significativa participación en la economía (6 % del PIB). La actividad industrial en el País Vasco está presionada por una alta competencia y por los requisitos de transformación ante transiciones como la digital y de sostenibilidad ambiental (Aranguren, Canto, Magro, Navarro, Wilson, *et al.*, 2021). La especialización manufacturera es relevante (concentra el 10,4 % de la manufactura española), con un 23,4 % aproximadamente del PIB (Eustat, 2023), frente al 19,9 % y 16,9 % de UE-27 y España, respectivamente (Eurostat, 2023a). Además, tiene un importante sector de servicios ligados a la industria, que es foco de promoción por parte de las políticas públicas (Eusko Jaurlaritza - Gobierno Vasco, 2021).

Blažek *et al.* (2020) identifican que regiones como el País Vasco pueden sufrir los efectos negativos de no poder renovar/transformar sus sectores, en un contexto de reconfiguración de las cadenas de valor, lo cual genera cierres de actividad y deslocalizaciones. En consecuencia, las regiones industriales presentan tres tipos de comportamiento en relación con su falta de capacidad para transformar su actividad industrial. Primero, aquellas que reducen la actividad (*path downgrading*) debido a la pérdida de flujos positivos de inversión que le venían del exterior. En segundo lugar, aquellas que reducen ciertas actividades maduras (*path contraction*), lo que significa transformar su sector industrial, centrarse en nichos emergentes y dejar ciertas actividades en las que la región no es competitiva. Y, en tercer lugar, el comportamiento de deslocalización (*path delocalization*) que implica la pérdida de su tejido industrial que se deslocaliza en otros territorios debido a la pérdida de competitividad.

Considero que el País Vasco es una región adecuada para situar el contexto de la investigación y que sirve para elaborar los casos de estudios, en línea con los objetivos de la investigación. En primer lugar, el País Vasco tiene factores y condiciones que le asemejan a otras regiones industriales de Europa. Tiene importante presencia industrial, liderazgo en innovación y características estructurales similares. Posee características de región (*path contraction*) (Blažek *et al.*, 2020), lo que implica transformar su sector industrial, enfocarse en nichos en desarrollo y abandonar algunas actividades en las que la región no es competitiva. Estas características

permiten que los resultados puedan compararse y aplicarse a lugares similares, como Baden-Württemberg en Alemania o Lombardía y Piamonte en Italia (Estensoro *et al.*, 2022). Por otro lado, es un caso ampliamente estudiado en el ámbito de las políticas (Aranguren *et al.*, 2016; Magro *et al.*, 2022; Morgan, 2016; Navarro *et al.*, 2014; Navarro y Sabalza, 2016).

En segundo lugar, es una región con un centro financiero en declive (Gil de San Vicente y Sisti, 2022); donde el sector financiero ha estado muy ligado a la actividad económica, especialmente industrial, dentro de su ámbito de influencia. Esta conexión se ha visto fuertemente debilitada en las últimas décadas por la centralización de la actividad financiera en centros financieros globales o de su entorno. Por ejemplo, la región del País Vasco (y la ciudad de Bilbao, especialmente) fue históricamente un centro financiero de referencia en España, relacionado con la fuerte estructura industrial de la región. Sin embargo, desde la década de 1990 ha perdido progresivamente su posición en favor de otros centros financieros (Gómez-Bezares *et al.*, 2001; Larreina y Gómez-Bezares, 2007). Por lo tanto, existe la posibilidad de identificar factores que antes existían, y que ahora no, que condicionan la relación entre financiación empresarial y territorio.

Finalmente, la localización y acceso a la información de la persona autora le permite abordar la recogida de los diversos datos que requiere la investigación de manera rica y completa. Esto representa una oportunidad para acceder a información que habitualmente no está disponible (Otley y Berry, 1994). Como ventaja McCracken (1988) apunta a que la persona investigadora cuenta con una experiencia, valores y creencias profundas alineadas con el contexto de investigación; asimismo que le permite el acceso a empresas y personas, y la construcción de una relación, que le posibilita entender mejor la realidad. También puede generar cierta distorsión el hecho de que la persona que realiza la investigación sea parte del mismo contexto que está analizando.

### 3.4. Tejido empresarial del País Vasco: especialización y estructura de balances-cuenta de resultados

Las empresas son uno de los principales actores de demanda de financiación de un territorio. En este apartado se identifica la estructura financiera de las empresas del País Vasco, elemento que puede orientar y contextualizar el caso de estudio. Su estudio se basa en el análisis realizado por Gil de San Vicente y Sisti (2020).

La literatura identifica ciertos factores que influyen en las decisiones empresariales respecto a su estructura financiera. Michaelas *et al.* (1999) afirman que, en función de ciertos atributos del

sector, las características de las decisiones financieras que toma la empresa difieren entre sí. En esta línea MacKay y Phillips (2005) identifican ciertos atributos que influyen en la configuración de la estructura financiera de las empresas relacionados con el grado de competencia, el riesgo y la necesidad de inversión. Por ejemplo, Bradley *et al.* (1984) señalan que las diferencias sectoriales influyen en la atribución de la estructura de capital; en este sentido Silva y Carreira (2010) destacan la mayor necesidad de capital de las empresas del sector manufacturero frente a sectores como el de servicios.

Más allá de estos factores externos el trabajo de Harris y Raviv (1991) identifica factores internos relacionados con la capacidad de generar *cash flow* o deuda. Otro de los factores más frecuentemente mencionados en la literatura es el tamaño de la empresa (Berger y Udell, 1998).

Tal y como Kochen (2022) indica, las diferencias también pueden ser regionales. En este sentido Levine (2002) señala que los «centros financieros bancarizados» permiten una mejor movilización del ahorro y la asignación del capital y el control empresarial a través de la relación crédito - deudor. Por el contrario «los centros financieros orientados a los mercados» proporcionan una mayor orientación a la demanda, promueven la innovación y permiten un crecimiento más intenso.

Debido a estos múltiples condicionantes, el análisis de la estructura financiera de las empresas es relevante en la aplicación del marco teórico propuesto. Su entendimiento aporta una mayor comprensión del caso de estudio, ya que influye en las conexiones del centro financiero con el tejido económico (Corpataux y Crevoisier, 2016). Asimismo, Martin y Pollard (2017) afirman que esta influencia es recíproca y que la configuración del tejido económico condiciona el desarrollo del centro financiero local. Por todo ello en los siguientes apartados analizaremos la estructura financiera de la empresa vasca.

### 3.4.1. Datos y muestra seleccionada

La fuente de datos de este análisis es base de datos de SABI-Infoma. Esta fuente recopila información económica y financiera de las empresas domiciliadas en la península ibérica. Para los años 2008, 2013, 2016, 2017 y 2018 se ha compilado una muestra de empresas considerando los siguientes criterios de selección (Fernández de Guevara, 2014): empresas activas en el año objeto de estudio (se excluyen empresas con activo total nulo o negativo, sin ingresos de explotación y que pudieran considerarse como atípicas). Las condiciones de atipicidad se establecen en relación con «que la participación de los factores productivos en el coste total, el coste financiero medio, la rentabilidad sobre activo o la ratio de liquidez estén

fuera del intervalo definido por el valor del percentil 25, menos una vez y media el rango intercuartílico de cada variable y el valor del percentil 75 más una vez y media el rango intercuartílico». Asimismo, se selecciona el conjunto de sectores económicos referidos a las divisiones 01-82 de la CNAE-2009, excluyéndose las empresas financieras (divisiones 64-66) y las sociedades *holding* (NACE 70.1). Las características de la muestra seleccionada se muestran a continuación.

	2018	2017	2013	2008
España	291 140	304 780	253 369	274 020
CAPV	12 952	13 960	11 612	12 298
* <i>Micro</i>	9984	10 912	8821	9572
* <i>Pequeñas</i>	2124	2155	2001	1975
* <i>Medianas</i>	641	687	600	576
* <i>Grandes</i>	203	206	190	175
* <i>Manufactureras</i>	2.680	2872	2658	2894
* <i>Servicios empresariales</i>	8202	8902	6847	6747

Tabla 10. Datos y muestra seleccionada. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

Se han realizado tres criterios de segmentación: a) por tamaño, para lo cual se ejecuta una segmentación por ingresos de explotación de empresas: micro, menor a dos millones de euros; pequeñas, entre dos y diez millones de euros; medianas, entre diez y cincuenta millones de euros; y grandes, más de cincuenta millones de euros; b) por territorios históricos del País Vasco; y c) por actividad económica con una división entre manufacturas (sectores CNAE 2009 a dos dígitos entre diez y treinta y tres) y servicios a empresas (CNAE, 2009, entre cuarenta y cinco y ochenta y dos).

	Ratio	Descripción
Rentabilidad	Margen comercial	Resultado neto de explotación * 100 / Cifra de negocios
	Rotación del activo	Cifra de negocios * 100 / Activo
	ROA total	Resultado neto de explotación * 100 / Activo
	ROA de operaciones	Resultado neto de explotación *100 / Activo de operaciones
	ROA financiero	Ingresos financieros * 100 / Activo financiero
	ROE	Resultado del ejercicio *100 / Patrimonio neto
Endeudamiento	Deuda s/activo	Deuda * 100 / Activo total
	Deuda s/VAB	Deuda * 100 / Valor añadido
	Deuda/RNE	Deuda / Resultado neto de explotación
	Carga financiera	Gastos financieros * 100/ (Resultado neto explotación + ingresos financieros)
	Coste de endeudamiento	Intereses * 100 / Deuda financiera

Tabla 11. Ratios financieras de rentabilidad y endeudamiento. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

La presentación de estos indicadores se efectúa de manera comparativa entre España y el País Vasco, y de dos maneras: a nivel agregado, y utilizando la medida de tendencia dentro de la mediana (Rubbrecht y Vivet, 2016; Vivet, 2011). El detalle de los segmentos se presenta únicamente para el País Vasco en el anexo 11.1.

### 3.4.2. Análisis de estructura de balance, cuenta de resultados, rentabilidad y endeudamiento

La distribución porcentual, nivel agregado y la medida de tendencia central de la mediana, de la estructura de balance se presenta en la [Tabla 12](#). En términos generales, las empresas vascas tienden a tener menos activos financieros a largo plazo (23,6 % frente a 27,6 % en 2018), con unos mayores niveles de concentración de activos operacionales (65,7 % frente a 63,4 % en 2018). Asimismo, al considerar el bajo nivel de la mediana de los activos financieros (0,2 % tanto para el País Vasco como para España), se puede concluir la magnitud en que el indicador agregado está influenciado por el volumen de activos financieros en las empresas grandes.

Por otro lado, las empresas del País Vasco presentan porcentajes de recursos propios superiores a los del conjunto de España, en todos los períodos considerados, tanto en el agregado como en la mediana (45,6 % y 34,6 % frente a 43,6 % y 31,7 % en 2018). Las empresas micros y pequeñas son las que presentan mayor nivel patrimonial (agregado superior al 50 %). Por otro lado, las manufacturas tienen unos superiores niveles de patrimonio neto que los servicios (mediana de 42,0 % frente a 32,6 %).

El peso de la deuda financiera es inferior en las empresas vascas frente a las empresas españolas en el agregado (31,3 % frente a 35,0 %), pero no así en la mediana (28,9 % frente a 33,4 %). Son especialmente las empresas micro (mediana 31,2 %) y las manufactureras (mediana 31,3 %) las que presentan una exposición a deuda financiera ligeramente superior. Por otro lado, se observa un mayor uso de la deuda comercial por parte de las empresas vascas en general.

		2018		2013		2013		2008	
		CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España
Agregado	Activos operacionales	65,7	63,4	63,5	65,2	64,8	64,0	69,5	72,3
	Activos financieros LP	23,6	27,6	27,0	25,8	26,4	26,8	20,7	19,3
	Activos financieros CP	10,7	9,0	9,5	9,0	8,8	9,2	9,7	8,5
	Patrimonio neto	45,6	43,6	45,8	40,5	45,2	37,9	36,5	30,6
	Deuda financiera	31,3	35,0	32,2	36,9	34,0	42,4	39,4	46,4

	Deuda comercial	21,4	19,2	20,4	20,2	18,9	17,4	21,9	20,9
Mediana	Activos operacionales	98,8	98,7	98,7	98,8	98,6	99,0	98,9	99,2
	Activos financieros LP	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
	Activos financieros CP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Patrimonio neto	34,6	31,7	33,3	30,2	30,3	26,7	24,4	21,1
	Deuda financiera	28,9	33,4	29,6	34,3	33,6	38,1	36,6	42,8
	Deuda comercial	25,4	23,1	25,9	23,4	25,2	23,0	28,3	25,3

**Tabla 12.** Situación y evolución de balances. **Fuente:** Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

La evolución de la cuenta de resultados como porcentaje de la cifra de negocios se presenta en la **Tabla 13**. El País Vasco presenta menores consumos intermedios y gastos de personal más altos y estables que España, especialmente en la mediana, mientras que las amortizaciones muestran una tendencia similar en ambos territorios. En las manufacturas llama la atención la diferencia en el peso de los gastos de personas entre el agregado (14,7 %) y la mediana (30,9 %). Las consecuencias de la crisis del 2008 se hacen notar. Por una parte, el resultado neto de explotación sobre la cifra de negocios no ha conseguido volver a los mismos niveles en 2018 (agregado 4,1 %) respecto a 2008 (agregado 5,2 %). Por el contrario, las manufacturas sí han conseguido frente a los servicios recuperar los niveles de resultados neto de explotación. Tanto los ingresos como gastos financieros registran una fuerte tendencia decreciente (debido a la disminución de los tipos de interés), y en ambos formatos de presentación el País Vasco tiene un nivel inferior (en la mediana suponen cerca del 1,3 % de la cifra de negocios en 2018, -3,0 p.p. menos que en 2008).

		2018		2017		2013		2008	
		CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España
Agregado	Ingresos explotación	103,8	103,7	104,5	103,8	103,7	104,1	105,5	106,3
	Consumos intermedios	80,8	83,2	81,4	82,5	83,8	84,8	83,6	85,5
	Gastos personal	16,6	14,6	16,9	15,1	14,6	14,5	14,0	14,7
	Amortizaciones	2,3	2,2	2,3	2,3	2,5	2,6	2,7	2,4
	Rtdo. neto explotación	4,1	3,8	3,9	3,9	2,8	2,2	5,2	3,7
	Ingresos financieros	1,0	1,5	1,3	1,5	1,1	2,0	2,2	2,3
	Gastos financieros	1,2	1,3	2,1	1,5	2,6	3,4	3,8	4,3
	Impuestos	0,6	0,7	0,4	0,7	0,3	0,2	0,1	0,2
	Rtdo. ejercicio	3,3	3,3	2,8	3,2	1,0	0,6	3,2	1,2
Mediana	Ingresos explotación	100,4	100,3	100,4	100,3	100,6	100,5	100,4	100,4
	Consumos intermedios	67,3	70,5	66,9	70,8	70,0	73,6	70,5	73,3

Gastos personal	29,3	26,5	29,7	26,5	29,4	27,2	26,2	24,7
Amortizaciones	1,5	1,4	1,6	1,4	2,2	1,9	2,2	2,1
Rtdo. neto explotación	2,4	2,7	2,4	2,6	1,3	1,6	2,4	2,7
Ingresos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gastos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,8	1,0	1,3
Impuestos	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Rtdo. ejercicio	1,5	1,5	1,6	1,5	0,4	0,5	0,9	0,9

**Tabla 13.** Situación y evolución de la cuenta de resultados. **Fuente:** Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

En la **Tabla 14** se presentan los indicadores de rentabilidad. El indicador de rentabilidad económica (ROA) se descompone en el margen comercial y la rotación. Así, se destaca que las empresas vascas muestran mejores márgenes comerciales frente a los de las empresas españolas (4,1 % frente a 3,8); especialmente en las empresas de mayor tamaño, ya que al considerar la mediana esta situación se revierte lastrado por las empresas de menor tamaño (2,3 % frente a 2,6 %). Las empresas manufactureras muestran una buena evolución de su margen comercial (+2,4 p.p. respecto 2008) frente al sector servicios (-1,6 % respecto a 2008). A su vez, no parecen registrarse diferencias sustanciales en el indicador de rotación en ambos territorios. Con todo, el indicador de ROA refleja esencialmente los efectos del margen comercial, con un mejor desempeño de las empresas del País Vasco, especialmente debido al sector manufacturas. Por el contrario, el ROE (indicador de rentabilidad financiera) de las empresas del País Vasco es inferior a las de España lo cual puede significar que no tienen optimizadas, desde el punto de vista del accionista, sus estrategias de endeudamiento.

Con relación a los datos para las diferentes desagregaciones en el País Vasco (ver 10.1.), destaca que a mayor tamaño de la empresa mayor es el ROA, especialmente una vez superado el tamaño de micro empresa.

		2018		2017		2013		2008	
		CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España
Agregado	Margen comercial	4,1	3,8	3,9	3,9	4,0	4,2	2,8	2,2
	Rotación de activos	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
	ROA total	3,8	3,5	3,3	3,5	3,4	3,5	2,2	1,6
	ROA operaciones	5,8	5,4	5,3	5,4	5,3	5,4	3,5	2,6
	ROA financiero	2,8	3,8	3,2	3,9	2,7	4,0	2,5	4,0
	ROE	6,7	7,0	5,2	7,2	5,4	7,2	1,8	1,1
Mediana	Margen comercial	2,3	2,6	2,4	2,6	2,2	2,4	1,3	1,6
	Rotación de activos	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,1	0,9
	ROA total	3,1	3,1	3,0	2,9	2,7	2,7	1,5	1,5

ROA operaciones	3,5	3,5	3,4	3,3	3,1	3,0	1,6	1,7
ROA financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2
ROE	6,0	6,1	6,2	5,7	5,4	5,0	2,2	2,4

**Tabla 14.** Indicadores de rentabilidad (%). **Fuente:** Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

El análisis del endeudamiento se detalla en la [Tabla 15](#) a través de los indicadores de nivel de la deuda en relación con el activo. Tal y como se ha identificado en el análisis de balances, el indicador de la razón entre deuda y activo registra una tendencia a la baja, en menor medida en el País Vasco; que presenta un nivel inferior de mediana de aproximadamente 3 p.p. Por su parte, los indicadores que miden la capacidad de hacer frente a la deuda y su coste muestran una evolución muy positiva y se sitúan en el País Vasco en una mejor situación que sus pares españoles.

A su vez, en el País Vasco, este indicador registra una tendencia a la baja para las empresas de los diferentes segmentos de tamaño y se observa que, a mayor tamaño, mayor endeudamiento; y con un relevante ajuste en las micros entre 2008 y 2018 (-10,2 p.p. de disminución en la mediana). El desendeudamiento también implica a las empresas manufactureras (-8,2 p.p.) y presenta una notable recuperación de la capacidad de devolución de deuda y sus intereses. Finalmente, el coste de endeudamiento, aunque ha bajado sensiblemente, sigue estando por encima en las empresas manufactureras en comparación con el resto de empresas.

		2018		2017		2013		2008	
		CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España	CAPV	España
Agregado	Deudas/activo	54,4	56,4	54,2	59,5	54,8	62,2	63,5	69,3
	Deudas/VAB	2,6	3,0	2,7	3,1	3,4	4,4	3,6	4,4
	Deuda/RNE	14,3	16,3	16,2	16,8	24,5	38,0	15,3	24,7
	Gto.fin./(RNE+Ingr. fin.)	23,9	23,7	39,1	28,2	66,3	81,3	51,3	71,4
	Coste endeudamiento	2,1	2,1	2,5	2,3	3,3	3,4	4,8	4,6
Mediana	Deudas/activo	65,4	68,4	66,7	69,8	69,7	73,2	75,5	78,9
	Deudas/VAB	1,4	1,7	1,5	1,8	1,8	2,4	1,7	2,1
	Deuda/RNE	3,3	4,5	3,4	4,6	8,6	10,3	10,2	11,8
	Gto.fin./(RNE+Ingr. fin.)	3,3	4,5	3,5	4,6	5,0	5,9	15,7	20,8
	Coste endeudamiento	1,6	1,6	1,6	1,5	2,5	2,4	4,5	4,4

**Tabla 15.** Ratios financieras de endeudamiento. **Fuente:** Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

### 3.4.3. Conclusiones

La estructura financiera del País Vasco muestra ciertas características propias en comparación con la del resto de empresas de España. Además, dentro de estas las manufacturas arrojan resultados diferentes en algunos de los análisis realizados. Así las principales conclusiones que se obtienen sobre la estructura financiera de las empresas del País Vasco son:

- La mayoría de las tendencias van en la misma línea que las empresas de España, lo cual tiene sentido debido a que son economías conectadas y que se financian en un mismo sistema financiero. Estas tendencias coinciden con el trabajo realizado por Feás (2024), que concluye que la crisis de 2008 alteró las estrategias de financiación de las empresas que han recurrido a una mayor participación de los recursos propios en sus balances y al descenso relativo del endeudamiento. Esta tendencia se dio pese a que las condiciones de crédito fueron buenas, especialmente a partir de 2014, y los costes de financiación cayeron a niveles desconocidos en el siglo XXI (Alves *et al.*, 2019).
- Dentro de esta tendencia compartida la empresa vasca tiene mayores niveles de capitalización. El peso del patrimonio de las empresas vascas es comparativamente mayor a las españolas. Consecuentemente, el menor uso del endeudamiento por parte de la empresa vasca, cuya prudencia o aversión al endeudamiento parece ser una característica estructural, las sitúa con una relativamente mayor capacidad de devolución de la deuda.
- Las empresas vascas tienen mayor peso de los activos operativos. Esta condición podría estar indicando el carácter industrial del tejido empresarial vasco (que se refuerza al observar que la tasa de rotación de estos activos es similar a las empresas españolas). Por su parte, la empresa vasca presenta un menor grado de activos financieros respecto a España.
- Mejor ROA operativo. Esta mejor rentabilidad, que se podría atribuir a las actividades realizadas en el propio territorio con una alta especialización en manufacturas. Los márgenes y la rentabilidad han evolucionado positivamente, recuperando el nivel de antes de la crisis de 2008, con una mejor posición relativa de las empresas manufactureras.
- Existe un apalancamiento financiero positivo. La rentabilidad del activo es sensiblemente mayor al coste de endeudamiento. Sin embargo, se podría argumentar que las empresas vascas no están aprovechando de manera óptima su situación de apalancamiento positivo tal y como exponen Modigliani y Miller (1958); lo cual podría

explicar también su menor rentabilidad sobre los recursos propios, especialmente frente a las empresas españolas.

En conclusión, la situación económico-financiera de la empresa vasca presenta una cierta persistencia en las características propias que están en línea con las teorías de *pecking order theory*. Es decir, las empresas priorizan los recursos propios generados para financiar sus actividades y, si necesitan más fondos, buscan financiación. De esta manera se busca tener un equilibrio en la estructura financiera de la empresa (Damodaran, 2014; Graham y Harvey, 2001); este comportamiento es típico de sectores maduros donde los crecimientos de la empresa son menores (Myers, 1977, 1984).

## 4. Análisis de los centros financieros locales: el caso del País Vasco

### 4.1. Los centros financieros locales dentro de los sistemas financieros

Un sistema financiero es el conjunto de instituciones, mercados, intermediarios financieros, instrumentos y regulaciones que facilitan la transferencia de dinero entre ahorradores e inversores, permitiendo que los recursos fluyan desde quienes tienen exceso de dinero hacia quienes necesitan financiación (Allen y Gale, 2000a). Este permite realizar una asignación de recursos financieros a través de una óptima gestión de costes de información y de transacción, una asignación equilibrada de rentabilidad-riesgo entre proyectos e inversores (Levine, 2005).

La relación entre los sistemas financieros, la economía real y la geografía se ha conceptualizado en torno a dos perspectivas: neutralidad espacial (O'Brien, 1992) y el efecto de proximidad (ver p. ej., Klagge *et al.*, 2017; Klagge y Martin, 2005; Martin y Pollard, 2017). Los primeros defienden que un proyecto viable obtendrá financiación sin importar su ubicación. Los segundos abogan que la función de distribución de los recursos que realiza el sistema financiero no es neutral respecto al espacio. Esta vertiente argumenta que existe un impacto positivo sobre la dinámica regional de contar con un centro financiero local eficiente (Hasan *et al.*, 2009).

Aliber y Kindleberger (2017) identificaron en 1974 que dentro del sistema financiero existen aglomeraciones en centros geográficos determinados que se especializan para dar servicio su mercado doméstico como internacional. Asimismo, señala que esta aglomeración tiende a amplificar tanto las decisiones financieras como los momentos de pánico, por lo que sus actuaciones tienen incidencia más allá del propio centro.

Hoy en día un centro financiero se puede definir como «la concentración en un área geográfica específica de servicios financieros que sirven como intermediarios y coordinan transacciones, administran pagos y facilitan la circulación de capital», Cassis (2010). Un centro financiero desarrollado, con su potencial, puede atraer factores importantes para el desarrollo, como personas altamente cualificadas, conocimientos e infraestructuras (Degl'Innocenti *et al.*, 2017). Y, en consecuencia, tiene un impacto positivo en el desarrollo económico de los territorios que están dentro de su influencia (Hasan *et al.*, 2009; Navarro, 2007).

Así este capítulo responde al objetivo de mejorar el conocimiento sobre los centros financieros locales periféricos, su configuración y relación con el tejido económico del territorio y con otros

centros financieros. Para ello aplica el marco conceptual propuesto (ver apartado 2.6.) al caso práctico del País Vasco, para comprender cómo se configura un centro financiero local en la práctica.

## 4.2. Los centros financieros y la económica regional

Siguiendo los trabajos sobre la proximidad y su importancia (Boschma, 2005), los centros financieros se pueden relacionar con la literatura del campo de la economía regional. La economía regional estudia a los denominados modelos de innovación territorial (Moulaert y Sekia, 2003) bajo distintas terminologías que implican conceptualizaciones y definiciones diferentes. Algunos ejemplos son los clústeres (Porter, 1998), los sistemas regionales de innovación (Cooke, 2001) y los distritos industriales (Becattini *et al.*, 2014), entre otros. En estas aproximaciones la atención se centra en la creación de valor económico y social a través de la generación y el acceso al conocimiento (es decir, la importancia de la innovación y su carácter sistémico) y el acceso a los recursos (por ejemplo, humanos o tecnológicos). Para ello, se destaca la importancia de la proximidad (basada en la confianza/capital social y el conocimiento mutuo) en sus diferentes dimensiones, como la cognitiva, organizativa, social e institucional (Balland *et al.*, 2015), como elemento esencial para fortalecer las interrelaciones en la red local de actores e instituciones.

El campo de la economía regional también aborda las oportunidades que la proximidad ofrece en la puesta en marcha de mecanismos de apoyo a empresas que tradicionalmente son más vulnerables (Ughetto *et al.*, 2019), como las pymes y las empresas de nueva creación. Lo anterior aterrizado a la actividad financiera se refiere a que un mejor y mayor conocimiento por parte de los agentes financieros locales (efecto oferta) con el tejido empresarial (p. ej., conocimiento de la propiedad, actividad económica, nivel de innovación, internacionalización, etc.) cubre mejor sus necesidades de financiación de las empresas del entorno (efecto demanda).

Los centros financieros se pueden clasificar en tres tipos en función de la influencia territorial de su actividad (Degl'Innocenti *et al.*, 2017): centros financieros globales (Tier 1), centros financieros nacionales (Tier 2) y centros financieros locales (Tier 3). Los centros financieros globales y nacionales tienen un ámbito de influencia territorial que excede a su ubicación, mientras que los centros financieros locales realizan su función mayormente en un espacio cercano a su ubicación y están ubicados en regiones periféricas. Los primeros se han reforzado y los segundos, centros financieros locales, se han debilitado en las últimas décadas como consecuencia del proceso de concentración de la actividad financiera (Gómez-Bezares *et al.*,

2001; Klagge y Martin, 2005). Esta concentración genera efectos económicos y sociales negativos en las regiones periféricas (Brown *et al.*, 2009; Corpataux y Crevoisier, 2016; Iammarino *et al.*, 2019; Rodríguez-Pose, 2018).

El debilitamiento de los centros financieros locales es relevante debido a las consecuencias negativas que implican su desconexión con el territorio en ámbitos como la economía, las conexiones entre agentes financieros y las oportunidades de financiación de las empresas. Un ejemplo de ello lo indican quienes constatan un desacople entre el crecimiento de los centros financieros y la economía real, donde el crecimiento exponencial del primero no ha tenido un efecto de arrastre en la economía real. Otro ejemplo lo señalan Corpataux *et al.* (2017), quienes ponen de relieve la creciente dependencia de agentes financieros locales de sedes centrales que están alejados de los lugares en los que actúan. Por último, Kochen (2022) constata que el contar con un centro financiero desarrollado permite cubrir mejor las necesidades del tejido empresarial más cercano en función de sus características estructurales.

La literatura ha estudiado principalmente los centros financieros globales y nacionales (Beaverstock *et al.*, 1999; Cook *et al.*, 2007; Degl'Innocenti *et al.*, 2017; Porter *et al.*, 2008; Volgmann y Münter, 2018; Wardle y Mainelli, 2023), mientras que se presta menos atención a los centros financieros locales. Algunos casos estudiados son Ontario (A. Graham *et al.*, 2008), Escocia (Larreina, 2008), o el País Vasco (Gómez-Bezares *et al.*, 2001). Aunque recientemente ha cobrado interés el desarrollo de centros financieros locales especializados en Fintech, como se observa en Francia (Gazel y Schwienbacher, 2021), el análisis de los centros financieros locales es insuficiente. Por lo tanto, existe todavía la necesidad de conocer mejor la configuración espacial de estos centros financieros locales (Clark, 2016; Dymiski, 2020) y de dar evidencias empíricas sobre su funcionamiento (Clark y Wójcik, 2007).

El argumento central sobre la importancia de disponer de un centro financiero local desarrollado en un territorio se basa en el concepto de proximidad, que fortalece la fluidez en su interacción con el tejido económico (Hasan *et al.*, 2009) y permite atraer factores de competitividad para el territorio como el talento o el conocimiento (Degl'Innocenti *et al.*, 2017).

Se pueden destacar dos contribuciones en este capítulo. En primer lugar, aplica por primera vez a una región el modelo conceptual de análisis de centros financieros locales, por lo que presenta metodologías para el mapeo de estos. En segundo lugar, aporta información cualitativa para mejorar el diseño e implementación de políticas públicas destinadas a establecer instrumentos (o programas) financieros que suplan fallos de mercado, y/o a reforzar su estructura. Además, el ejercicio realizado es novedoso en tanto y en cuanto no se ha encontrado abundante literatura empírica previa sobre la configuración de los centros financieros locales.

### 4.3. Marco conceptual y pasos aplicados

Un centro financiero local tiene una influencia positiva en el crecimiento de un territorio cuando ejerce un rol de complementariedad con el tejido económico local y no de sustitución de actividad (Ioannou y Wójcik, 2021). Así las regiones bajo la influencia de los centros financieros desarrollados se benefician de flujos favorables como el acceso a la financiación, la atracción de talento, conocimiento e infraestructura mientras que las regiones periféricas fuera de la influencia no pueden aprovechar estas ventajas.

Pese a ello la realidad indica que las últimas décadas se ha producido un proceso de concentración de las actividades financieras en los centros financieros internacionales (Cassis, 2010), debilitando algunos centros financieros locales y marginando así a las regiones más periféricas. Esta centralización presenta retos para los centros financieros locales, limitando su desarrollo y dificultando su conexión con los centros internacionales y afectando adversamente a su desarrollo.

Existe un conocimiento limitado sobre los centros financieros locales (Tier 3), ya que la literatura ha analizado principalmente los centros financieros globales y nacionales (Tier 1 y 2). El presente capítulo trata de cubrir este vacío e investiga sobre el centro financiero local del País Vasco. Este análisis utiliza el marco propuesto tras la revisión de literatura realizada en el capítulo 2 (ver [Figura 5](#)), que integra elementos relacionados con la configuración del propio centro financiero local.

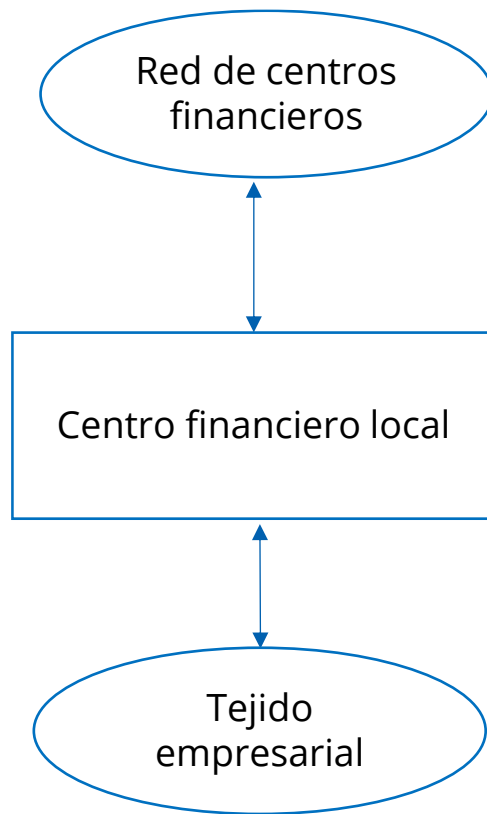


Figura 5. Marco conceptual. Fuente: Elaboración propia.

Existen diversos modelos de centros financieros en el mundo y aunque hay una «lógica» común en ellos, cada centro tiene sus propios patrones de comportamiento (Deeg, 2010). Por lo tanto, el análisis de un centro financiero local parte de estos patrones de comportamiento o características propias.

El marco conceptual relaciona tres elementos que son relevantes. Primero, un centro financiero local debe estar suficientemente desarrollado en elementos relacionados con instrumentos financieros, mercados financieros, e intermediarios. Estos elementos actúan dentro del territorio con un elemento de proximidad en el territorio.

Los elementos de proximidad (ver [Tabla 9](#) «Dimensiones de proximidad») se refieren a aquellas interrelaciones que ocurren dentro con la aglomeración en el territorio. Esta aglomeración tiene que ver con los agentes relacionados con la función de intermediación financiera más cercana, función que canaliza unidades superavitarias (dinero) con unidades deficitarias (empresas) de recursos financieros de manera directa o a través de la participación de agentes financieros. La intermediación financiera está sujeta a las instituciones o agentes que la llevan a cabo, según lo planteado por Merton (1995). Así la importancia de los agentes que intervienen en el centro financiero local es fundamental. En consecuencia, un centro financiero local debe disponer de una red de agentes lo suficientemente desarrollada para contribuir de manera

sistemática a su funcionamiento. Para lograrlo, es necesario disponer de una masa crítica, así como de diversos roles e instrumentos, y mantener una interacción fluida con el entorno empresarial y entre los agentes del centro financiero local.

Segundo, el centro financiero local tiene que ser parte de las redes y estar conectado con otros centros financieros (Dorry, 2015; Pan *et al.*, 2020). El marco conceptual integra elementos externos al centro financiero local estudiado; estos elementos externos se sitúan fuera de su ámbito de influencia natural. Así existen conexiones que el centro financiero local tiene con otros centros financieros, y con el sistema financiero en general. Estas conexiones son importantes dado que el sistema financiero global actúa dentro de un marco de relaciones establecido, donde un centro financiero local no puede incidir, pero sí puede aprovechar y encontrar nichos de especialización que le den ciertas ventajas competitivas respecto a otros centros financieros. Si no se logra un contexto que permita optimizar las relaciones del centro financiero local con sus otros centros, su función de intermediación financiera puede verse limitada (Palley, 2008). Finalmente, un centro financiero local debe contribuir al desarrollo del tejido económico y por lo tanto debe tener una función complementaria (Ioannou y Wójcik, 2021; Mader *et al.*, 2020).

## 4.4. Metodología de la investigación

La metodología de investigación adopta un enfoque de estudio de caso cualitativo. La metodología de investigación cualitativa es una aproximación utilizada anteriormente para el estudio de casos de centros financieros locales (Gómez-Bezares *et al.*, 2001; Graham *et al.*, 2008; Larreina, 2008; Larreina y Gómez-Bezares, 2007; Porter *et al.*, 2008; Volgmann y Münter, 2018).

La investigación aplica un marco conceptual por primera vez en un ámbito de investigación donde hay pocos estudios empíricos relacionados con centros financieros regionales. Es por ello por lo que la investigación incorpora un proceso de construcción de la teoría, en un campo donde se conectan diversos elementos que interactúan. Así se considera que el método utilizado permite generar teoría a partir de datos emergentes y profundizar en situaciones del «mundo real», planteando preguntas de investigación innovadoras (Eisenhardt, 1989; Eisenhardt y Graebner, 2007; Yin, 2017).

#### 4.4.1. Selección del caso de estudio

El caso de estudio se centra en la región del País Vasco. El País Vasco es una región de unos dos millones de habitantes, situada en la costa norte de España a orillas del océano Atlántico. El caso presenta características como objeto de estudio de centros financieros regionales, ya que presenta las dificultades ya mencionadas de las regiones periféricas. Es un centro financiero históricamente significativo, en particular en el contexto español, que ha experimentado un declive gradual desde la década de 1990 debido a la deslocalización de empresas a otros centros financieros como Madrid (Larreina y Gómez-Bezares, 2007). La elección se justifica por la vinculación histórica con la actividad manufacturera y el declive del centro financiero local en las últimas décadas. Para más información ver capítulo 3.3.

El estudio del caso se alinea con Berg (2001), quien destaca la utilidad de este método para acceder a aspectos no cuantificables, permitiendo estudiar el comportamiento e interacciones de manera rigurosa y sistemática. Otro factor relacionado con la selección del caso es la proximidad del investigador, que facilita el acceso a datos valiosos (Otley y Berry, 1994), aunque puede introducir sesgos. Por contra, la cercanía del autor a esta región es un elemento positivo según Corbetta (2003), ya que facilita investigaciones interactivas y abiertas, lo que permite el entendimiento profundo de los actores locales.

#### 4.4.2. Metodología y recogida de datos

Para explorar «la realidad, teorías existentes, el desarrollo progresivo de casos y la formulación del marco analítico», se ha adoptado un enfoque de análisis de datos no lineal (Dubois y Gadde, 2002, p. 554).

La investigación ha tenido tres fases diferenciadas. La fase 1 ha consistido en identificar los orígenes históricos, la evolución y las características propias actuales. La fase 2 ha consistido en mapear el centro financiero local e identificar los agentes. La fase 3 ha consistido en unificar y contrastar los resultados de la fase 1 y 2, y aplicarlo al marco conceptual utilizado en la investigación.

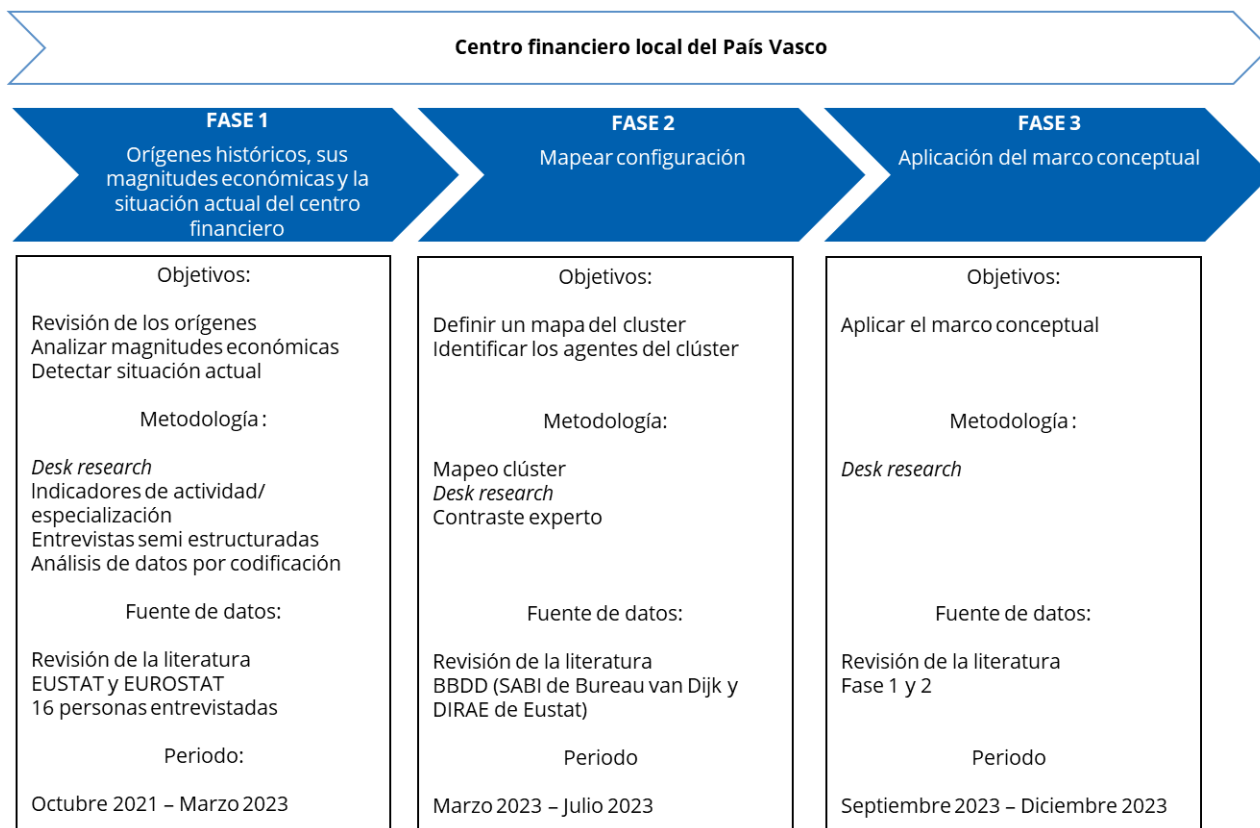


Figura 6. Fases de la investigación. Fuente: Elaboración propia.

#### 4.4.2.1. Fase 1. Orígenes históricos, sus magnitudes económicas y la situación actual del centro financiero

El propósito de esta fase es la de comprender la situación del centro financiero local. En esta fase se han realizado tres actuaciones: revisar los orígenes históricos, analizar las magnitudes económicas actuales y la percepción de actores financieros localizados en el territorio.

##### Antecedentes históricos

Los antecedentes históricos se han basado en una investigación documental detallada que se ha ido actualizando durante todo el proceso de investigación con el fin de identificar los elementos que han sido determinantes en el desarrollo del sector financiero en la región, así como los elementos que han tenido impacto en su estructura actual. Parte de estos fueron publicados en el trabajo (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).

## Magnitudes económicas

Para analizar la situación actual se han empleado datos de actividad del sector financiero de Eustat y realizado análisis de especialización a partir de Eurostat, comparando la situación del País Vasco con la de otras regiones europeas.

## Características propias actuales

Esta actuación tiene como objetivo entender las características propias relacionadas con la demanda y la oferta de financiación. Para el logro de estos objetivos se han realizado entrevistas a personas profesionales que son parte de los agentes del clúster.

Para ello se ha realizado dieciséis entrevistas semiestructuradas donde participaron veinte personas con experiencia en financiación e inversión que desarrollan su vida profesional como agentes activos del centro financiero del País Vasco (ver anexo 11.2.). Las entrevistas tenían como objetivo entender las características propias relacionadas con la demanda y oferta de financiación en el centro financiero menos estructurado y emergente. Para ello se ha realizado un mayor número de entrevistas a inversores y gestores, quienes como actores clave proporcionan información sobre las dinámicas y emergentes. Las personas profesionales trabajaban en entidades bancarias (dos entidades), empresas de inversión o gestores de activos (ocho entidades), en agentes de mercados (dos entidades) o agentes especializados (cuatro entidades).

La adopción de un enfoque multidisciplinar, mediante entrevistas con representantes de diversos agentes que operan en el centro financiero local, permite capturar una visión integral de los elementos relacionados con el marco de análisis.

El proceso metodológico de entrevistas realizado ha seguido los pasos propuestos por Eisenhardt (1989) y Yin (2017), desde la revisión de la literatura hasta el análisis de datos, utilizando entrevistas semiestructuradas, documentación y técnicas de triangulación. Esto asegura una investigación cualitativa coherente y sistemática, enfocada. Las personas entrevistadas fueron elegidas por ser profesionales en activo y que trabajan en el centro financiero local. La forma de realizar la búsqueda de las potenciales personas a entrevistar fue generando una amplitud de presencia de distintos tipos de agentes. Se elaboró una primera lista de candidatos, y tras contrastarlo con el Instituto Vasco de Finanzas, entidad que conoce el centro financiero local, se hizo la lista definitiva de personas entrevistadas.

La información se recogió en dieciséis entrevistas telemáticas de entre una y dos horas de duración y entre diciembre de 2021 y marzo de 2022. La recogida de datos fue realizada por

cuatro personas investigadoras dentro de un proyecto de investigación impulsado para el Instituto Vasco de Finanzas con un guion de entrevista semiestructurada y se hicieron *online* por precaución, debido a que existía una situación de alerta sanitaria por la pandemia. El proceso de entrevista fue la siguiente:

1. El equipo entrevistador acordó de manera conjunta el guion y el proceso de entrevista.
2. Las personas potenciales para entrevistar recibieron una carta explicando los objetivos de la entrevista y un consentimiento para participar (firmaron todas las personas), ver anexo 11.3.
3. Se concretó una reunión entre la persona entrevistada y la persona entrevistadora, en la mayoría de los casos telemática. Las entrevistas fueron transcritas por la persona entrevistadora. Todas las preguntas se formularon de forma no intrusiva e indirecta para evitar efectos como la escucha activa excesiva (McCracken, 1988).
4. En equipo entrevistador revisó la transcripción de las entrevistas y se solventaron posibles dudas de interpretación.

El procedimiento de clasificación de la información se ha dividido en tres etapas. Primero, se ha examinado detalladamente los datos de las entrevistas, aplicando tanto métodos deductivos como inductivos para identificar y codificar conceptos clave. Estos conceptos se organizaron según los conceptos identificados con el marco conceptual incluidos en el capítulo 2 «Revisión de la literatura». En la segunda etapa, se han ajustado las categorías basándonos en una revisión ampliada de la literatura, lo que llevó a la identificación de nuevos códigos, incluyendo la redefinición y adición de nuevas dimensiones. Finalmente, se ha realizado una ronda final de codificación, abarcando desde los datos originales de las entrevistas hasta el marco teórico revisado, cotejando los hallazgos iniciales y finales con la literatura revisada. Para profundizar en la comprensión de la información recopilada de las entrevistas se ha enriquecido el análisis con datos secundarios, incluyendo informes anuales y memorias de las empresas a las que pertenecen las personas entrevistadas, que ofrecen detalles sobre su oferta de servicios y operaciones de financiación.

### 4.4.2.3. Fase 2. Mapear el centro financiero y sus agentes

La fase 2 se ha dado en el contexto de la puesta en marcha de una iniciativa clúster en el País Vasco como herramienta para impulsar el centro financiero local del País Vasco. La política de clúster del País Vasco se inició a principios de la década de 1990 y ha sido objeto de una cantidad significativa de análisis (ver, por ejemplo, Elola *et al.*, 2017; Morgan *et al.*, 2020). Pese a la importancia histórica del País Vasco como centro financiero local, no se había conseguido la puesta en marcha de una iniciativa clúster que aglutinara a los agentes involucrados. Dentro de este proceso es necesario entender el potencial del clúster y la configuración actual de sus agentes. El objetivo de este proceso ha sido el sentar las bases analíticas para guiar la puesta en marcha del clúster financiero e inversor.

Para esta fase se ha diseñado y facilitado un proceso de investigación y reflexión entre investigadores y profesionales. Este proceso se ha llevado a cabo en una dinámica de colaboración entre el Gobierno Vasco<sup>12</sup> (entidad impulsora de la iniciativa) y Orkestra (instituto de investigación), en una dinámica de *desk research* por parte de Orkestra<sup>13</sup> que se complementa con reuniones periódicas con el grupo de expertos del Gobierno Vasco.

La investigación incluye el cartografiar la presencia de actividades de servicios financieros en el territorio vasco y analizar las características de las empresas y otras organizaciones (como universidades, centros tecnológicos y centros de formación profesional) utilizando fuentes estadísticas secundarias y conjuntos de datos a nivel de empresa. Las bases de datos utilizadas han sido SABI de Bureau van Dijk<sup>14</sup> (para las empresas con sede social en el País Vasco) y DIRAE de Eustat<sup>15</sup> (para los establecimientos en el País Vasco). Para el mapeo se ha construido una

---

<sup>12</sup> En concreto han participado personas del Departamento de Desarrollo Económico, Sostenibilidad, y Medioambiente (responsable de la política clúster), del Departamento de Economía y Hacienda (responsable de la política financiera), Gestión de Capital Riesgo Euskadi, Grupo Spri - Agencia Vasca de Desarrollo Empresarial, y el Instituto Vasco de Finanzas.

<sup>13</sup> Orkestra es un centro de investigación aplicada creado por la Universidad de Deusto. Su principal objetivo es realizar investigación transformadora sobre la competitividad regional. Trabaja en colaboración con empresas, gobiernos e instituciones para crear un efecto regional significativo. Para obtener más información sobre Orkestra, consulte los trabajos de Aranguren *et al.* (2016, 2021).

<sup>14</sup> SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) es una base de datos elaborada por INFORMA en colaboración con Bureau van Dijk. Permite manejar de forma sencilla y rápida la información general y cuentas anuales de más de 2,7 millones de empresas españolas y más de 800.000 portuguesas.

SABI permite el análisis financiero y marketing estratégico, se caracteriza por su extensa cobertura, la estandarización de los estados financieros, sirviendo como buscador de empresas clasificadas por combinaciones de criterios, búsqueda de balances con un histórico de hasta 25 años y conocer el posicionamiento de las empresas.

<sup>15</sup> El Directorio de Actividades Económicas (DIRAE) recoge información de todos los establecimientos y empresas en tanto unidades que ejercen actividades Económicas en la C.A. de Euskadi; proporciona información estructural básica sobre los diferentes sectores de actividad económica y sirve de marco de referencia para la realización de

metodología propia de cinco pasos siguiendo las recomendaciones de Ketels (2017).

#### 4.4.2.4. Fase 3. Aplicación del marco conceptual

La aplicación al marco conceptual se ha realizado a partir de los resultados de las fases 1 y 2. Así se ha realizado un análisis cruzado que vincula los análisis de la situación, las percepciones cualitativas obtenidas en las entrevistas y los datos cuantitativos del mapeo. A partir del análisis de esta triangulación, se han logrado identificar patrones y discrepancia entre las percepciones de los profesionales y la estructura actual del clúster financiero.

Con el fin de realizar este procedimiento, se ha elaborado una matriz analítica que integra las dimensiones del marco conceptual, desarrollado a partir de la literatura, con los atributos particulares del centro financiero local del País Vasco. La aplicación del marco conceptual ha permitido la adecuación y mejora de las teorías preexistentes sobre los centros financieros locales y su operatividad en el contexto del País Vasco.

La integración de este enfoque asegura que el análisis resultante no solo sea un reflejo preciso de la realidad empírica observada, sino que también aporte al progreso teórico en la investigación de los centros financieros locales.

## 4.5. Orígenes históricos, sus magnitudes económicas y la situación actual del centro financiero

El sistema financiero del País Vasco ha sido objeto de estudio debido a la importancia histórica que tuvo en el desarrollo del tejido económico, con una importante especialización en la actividad manufacturera (Gil de San Vicente y Sisti, 2022; Gómez Bezares *et al.*, 2001; Larreina y Gómez-Bezares, 2007). En el presente apartado describiremos el centro financiero del País Vasco, desde sus orígenes hasta la situación actual medida por las magnitudes económicas y por la percepción de actores clave que forman parte del este.

### 4.5.1. Orígenes históricos de sistema financiero de Euskadi

El centro financiero del País Vasco tuvo un crecimiento vinculado al desarrollo económico, y

---

censos y encuestas sectoriales; permite también el análisis de la población empleada en los establecimientos de la comunidad.

viceversa. Dinámicas globales han generado una pérdida de conexión entre ambas actividades y, segundo, un debilitamiento de la presencia de agentes financieros en el territorio. Con el objetivo de entender esta evolución se repasan (ver [Tabla 9](#)) las distintas etapas históricas que según Gil de San Vicente y Sisti (2022) han llevado a la situación actual.

	<b>Periodo</b>	<b>Resumen</b>
Nacimiento	Mediados XIX	Las primeras entidades de crédito y bancos públicos impulsaron la expansión financiera regional.
Expansión	Principios XX	La revolución industrial favorece el crecimiento económico y financiero, con los bancos ligados a la industria local financiando sectores clave como la siderurgia y la minería.
Creación de nuevas entidades y apertura	Mediados XX	La apertura de sucursales extranjeras y la creación de entidades cooperativas diversifican el sistema financiero, impulsando el modelo cooperativo y fortaleciendo la economía regional.
Debilitamiento y nuevas iniciativas	Último cuarto XX	La concentración y los cambios regulatorios reducen la importancia del País Vasco como centro financiero, mientras que el terrorismo agrava la desconexión del sistema con la economía local. Se generan nuevas iniciativas públicas.
Crisis financiera	Primer cuarto XXI	La crisis de 2008 afecta la estabilidad del sistema bancario, reduciendo su influencia y desconectando a los bancos de la economía regional. Se produce una reestructuración bancaria.

**Tabla 16.** Evolución histórica del centro financiero del País Vasco. **Fuente:** Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2022.

Las primeras entidades surgieron del impulso público; en 1850, se estableció la primera entidad de crédito moderna en el País Vasco para administrar los depósitos del Ayuntamiento de Vitoria. A esta se unieron otras iniciativas en los distintos territorios del País Vasco, creando diversas entidades de cajas de ahorro<sup>16</sup>.

En paralelo un cambio regulatorio en España, Ley de Bancos de Emisión de 1856, permitió la creación de instituciones de emisión y descuento en territorios en los que no tenía sucursales del Banco de San Fernando (principal entidad privada de la época). Así surgieron los primeros bancos ya en 1857 que estaban vinculados a las provincias<sup>17</sup>. Varios de los primeros bancos enfrentaron dificultades, como la crisis bancaria de 1868, que llevó al cierre de algunas entidades. A pesar de ello, desempeñaron un papel importante en el desarrollo financiero del territorio.

<sup>16</sup> En esos años se crearon la Caja de Ahorros de la Ciudad de Vitoria (1850), Caja de Ahorros de Donostia (1878), Caja de Ahorros Provincial de Gipuzkoa (1896), Caja de Ahorros Municipal de Bilbao (1907), Caja de Ahorros Provincial de Álava (1918), Caja de Ahorros Provincial de Bizkaia (1921).

<sup>17</sup> En estos años se crearon el Banco de Bilbao (1857), el Banco de San Sebastián (1862), y el Banco de Vitoria (1864).

La expansión de las actividades económicas relacionadas con la revolución industrial al principio del siglo XX (minería, siderurgia, construcción naval y ferrocarriles), la repatriación del capital de las colonias y el aumento de las exportaciones de suministros militares generaron un estímulo para la creación de nuevas entidades bancarias<sup>18</sup>. Estas estaban muy vinculadas a las principales familias industriales del territorio. También se crean las primeras entidades aseguradoras vinculadas al sector del transporte marítimo<sup>19</sup>, germen de un tejido de aseguradoras que aumentó en relevancia con el tiempo. Esta época destaca por la estrecha conexión entre las entidades financieras y el colectivo industrial; conexión que permitió la financiación de infraestructuras y nuevas actividades económicas, así como el crecimiento de las entidades financieras.

También se funda la Bolsa de Bilbao (1890), impulsada por el colectivo empresarial vinculado al sector industrial. Desde su creación, la Bolsa de Bilbao ha mantenido una estrecha conexión con el progreso económico, industrial y financiero del País Vasco y ha proporcionado financiación para proyectos de inversión significativos.

Continuó el nacimiento de nuevas cajas y bancos locales<sup>20</sup>, y la apertura de sucursales por parte de entidades financieras de fuera del territorio (tanto españolas como extranjeras). Asimismo, y ligado al movimiento cooperativo de segunda mitad de siglo se crea Lagun Aro (1967), que además de cubrir el régimen especial de trabajadores ofrecía financiación de las prestaciones a largo plazo por capitalización.

Son diversos los factores que hicieron debilitar el centro financiero en la última parte del siglo XX, y principios del siglo XXI. Algunos factores son externos, como los cambios regulatorios a nivel de España y de Europa, las tendencias globales de concentración en centros financieros nacionales/globales, o las fusiones en el sistema bancario (respuesta a las crisis o para ganar eficiencia). Otros factores fueron internos, muy condicionados por el terrorismo en especial al final del siglo XX. Un ejemplo de la desconexión entre el sector financiero y el resto de la economía es la pérdida en el accionariado de empresas por parte de las entidades financieras debido a las sucesivas crisis, especialmente la de 2008, y las exigencias regulatorias<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> En estos años se creó el Banco Guipuzcoano (1899), el Banco de Vitoria (1900), el Banco de Vizcaya (1901).

<sup>19</sup> Se crearon entidades como Seguros Aurora (1900), Seguros La Polar (1900), y Seguros Bilbao (1918).

<sup>20</sup> Se crearon entidades como Caja Laboral (1959), Caja Rural Vasca (1965) y Bankoa (1975).

<sup>21</sup> El BBVA e Iberdrola crearon en 1987 la corporación IBV para el impulso de actividades empresariales que todavía en el año 2007 tenía una cartera de participación valorada en 2.000€ (Basagoiti, 2007). Por su parte las cajas de ahorro cumplían un importante rol de capitalización de empresas del territorio (Martín Rodríguez, 2006; Valdalisio, 2007).

Estas tendencias negativas han sido compensadas en parte por nuevas iniciativas públicas y privadas<sup>22</sup> dirigidas a acompañar la transformación económica que estaba sufriendo el País Vasco, como parte del impulso de políticas del Gobierno Vasco, y por iniciativas de colaboración público privadas<sup>23</sup>. Pese a este esfuerzo el debilitamiento del País Vasco como centro financiero ha sido notable, especialmente tras la crisis de 2008, con la reestructuración del sector bancario en el siglo XXI. Cabe destacar que en Euskadi las cajas de ahorro no han desaparecido, sino que se han transformado, especialmente con la creación de Kutxabank. También ha supuesto el nacimiento de tres fundaciones bancarias que mantienen la totalidad de la propiedad de este banco.

#### 4.5.2. Magnitudes económicas del centro financiero

Una vez revisados los orígenes históricos, en el presente apartado se realiza un análisis de la situación actual del centro financiero; este tiene su base en el trabajo realizado por Gil de San Vicente *et al.* (2023)<sup>24</sup>. La situación actual se analiza a través de los indicadores de actividad y de especialización. Este trabajo sirve como base para entender la configuración del sistema financiero del País Vasco en su función de intermediación financiera.

En la última década el centro financiero ha ido perdiendo peso de manera progresiva. Si analizamos el peso en actividades financieras sobre empleos, ha reducido su peso en 8 puntos porcentuales<sup>25</sup>, de suponer el 2,3 en el año 2000 a tan solo 1,5 en el año 2020 (ver [Figura 7](#)). En cambio, la evolución en cuanto a Valor Añadido Bruto se mantiene en niveles similares al año 2000. Estos datos sugieren que la actividad financiera no se ha reducido a la economía, aunque sí su presencia física en el territorio.

---

<sup>22</sup> Se creo Talde (1976) como entidad pionera en el sector del capital riesgo en España.

<sup>23</sup> Se crearon iniciativas como Elkargi (1980), las Entidades de Previsión Voluntaria (1983), Gestión de Capital Riesgo Euskadi (1985), Bilbao Plaza Financiera (1989), Seed Capital Bizkaia (1989) y Luzaro (1992).

<sup>24</sup> Se basa análisis del clúster financiero e inversor en Euskadi realizado dentro de la fase 1 del proceso de identificación de retos y oportunidades del sistema financiero del País Vasco impulsado el Gobierno Vasco.

<sup>25</sup> Se basa análisis del clúster financiero e inversor en Euskadi realizado dentro de la fase 1 del proceso de identificación de retos y oportunidades del sistema financiero del País Vasco impulsado el Gobierno Vasco.

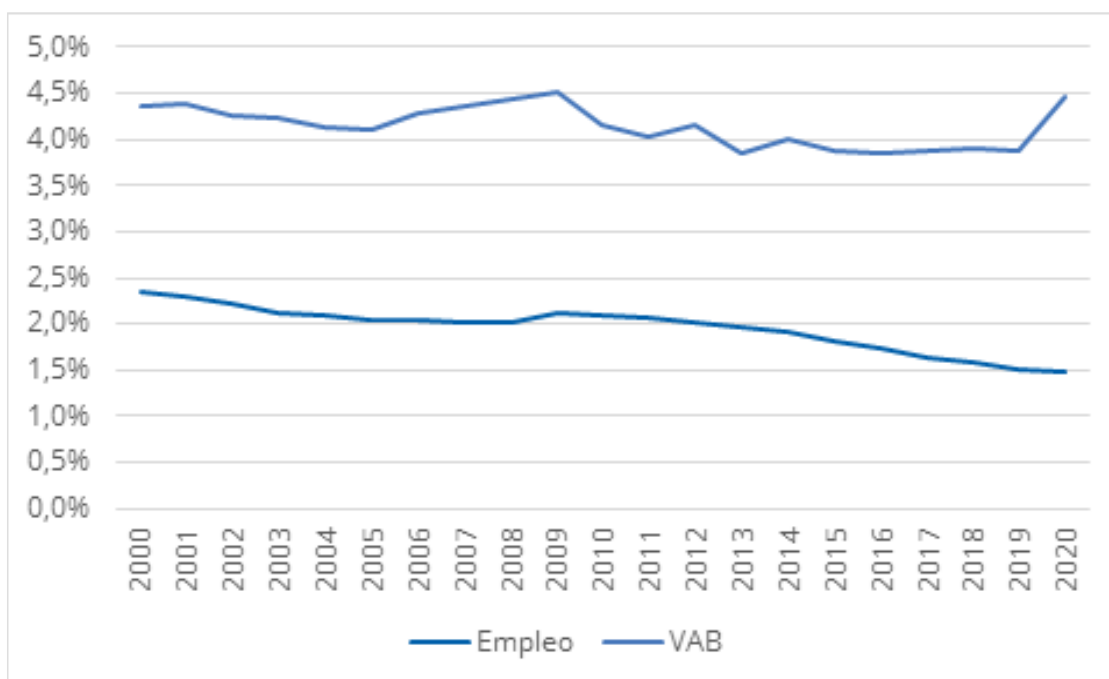


Figura 7. Empleo y Valor Añadido Bruto de las actividades financieras y seguros en Euskadi (% del total de Euskadi). Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

Esta disminución de la especialización en actividades financieras es una tendencia compartida con otras regiones europeas. Si ponemos en contexto la situación del País Vasco con la situación de otras regiones (ver Figura 8)<sup>26</sup>, se observa que el País Vasco está subspecializada (con un valor por debajo de uno en el eje vertical) y la especialización en el sector ha caído en la última década. Además, el volumen total del empleo (tamaño de la bola) no es muy significativo cuando se compara con otras regiones.

<sup>26</sup> En el eje vertical se presenta la especialización de las regiones europeas en el sector de actividades financieras y de seguros en el periodo inmediatamente anterior a la pandemia (2017-2019), la evolución que dicha especialización ha tenido desde 2012-2014 (en el eje horizontal), y el volumen de empleo en cada región (identificado por el tamaño de la burbuja).

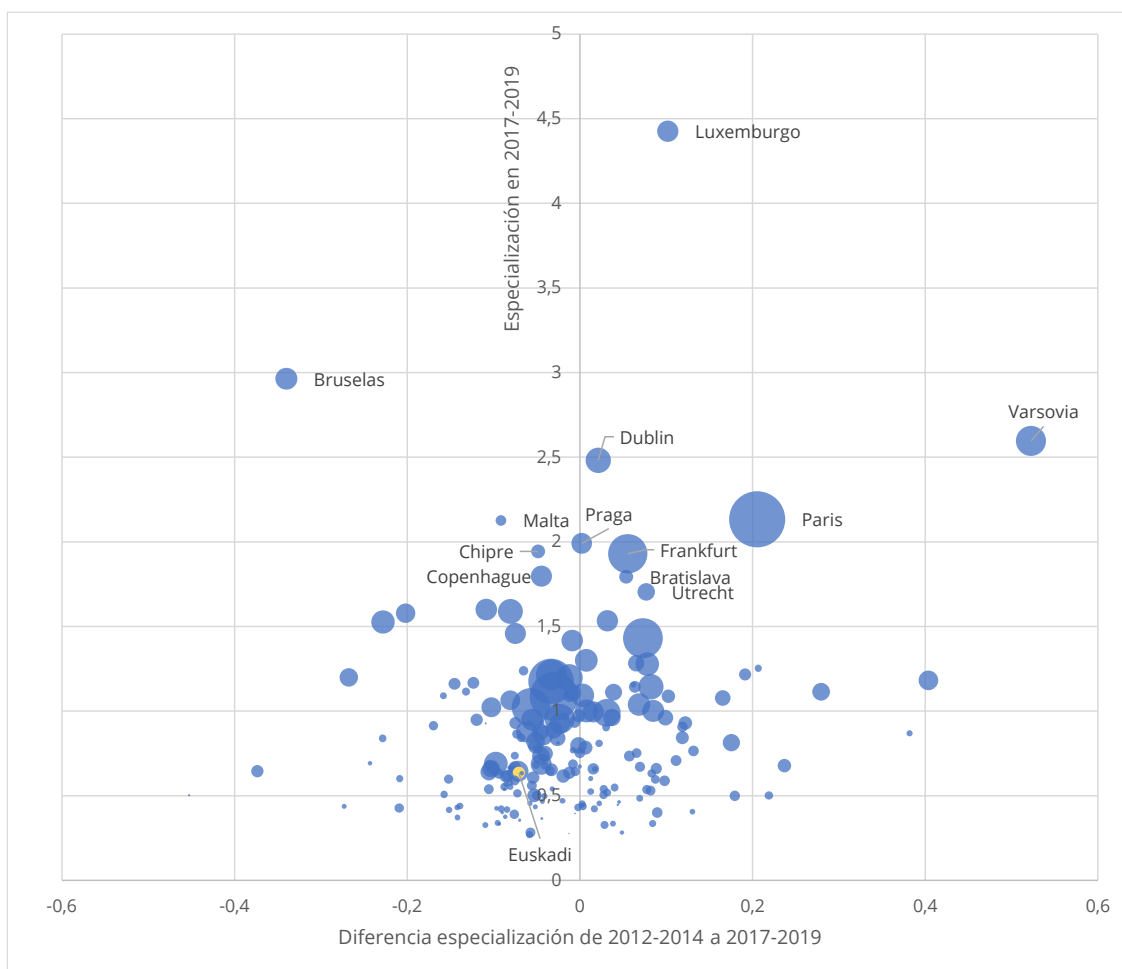
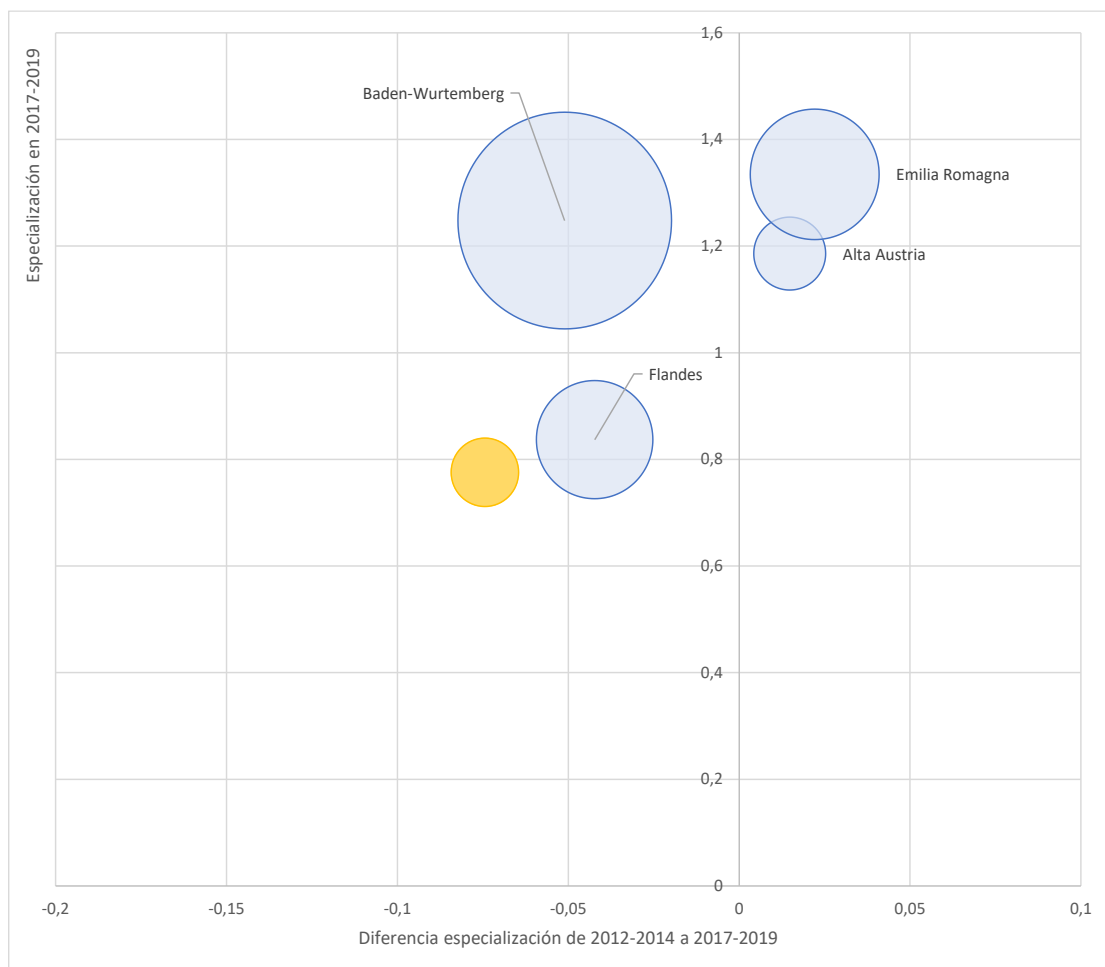


Figura 8. Especialización de regiones europeas en el sector de actividades financieras y de seguros.  
Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

El análisis de la Figura 8 puede estar condicionado por la concentración de la actividad en regiones que son centros financieros globales o nacionales. Para evitar este sesgo analizaremos la situación del País Vasco respecto a otras regiones de referencia en Europa (regiones industriales con características análogas), ver Figura 9. La justificación de la selección se basa en considerar regiones que en estudios anteriores ya se han considerado como comparables con la realidad del País Vasco. Así, tanto Alta Austria (Austria), Baden-Wurtemberg (Alemania), Emilia Romagna (Italia), y Flandes (Bélgica) han sido regiones incluidas en la comparación en los informes de competitividad del País Vasco (Orkestra, 2020a, 2021b).

Entre las cuatro regiones de referencia, Flandes tiene un perfil similar al del País Vasco. Sin embargo, las otras tres regiones sí tienen una alta especialización de empleo en actividades financieras. En el caso de Emilia Romagna y Alta Austria la especialización ha aumentado en el periodo más reciente. La comparativa con las regiones de referencia sugiere que hay regiones altamente industrializadas que sí mantienen un nivel de especialización en los servicios financieros, incluso aumentando esta especialización en la última década.



**Figura 9.** Especialización en el sector de actividades financieras y de seguros respecto a las regiones de referencia europeas. **Fuente:** Gil de San Vicente et al., 2023.

Por lo tanto, la pérdida de especialización del centro financiero del País Vasco es una tendencia compartida con otras regiones europeas; aunque también existen otras que no han vivido esta situación. Para comprender mejor la evolución del País Vasco analizaremos su situación respecto al resto de regiones españolas, con las cuales comparte mismo marco regulatorio. La [Figura 10](#) muestra que todas las regiones, excepto Madrid, están subespecializadas en servicios financieros. Los datos sugieren que dentro de las tendencias identificadas Madrid ha concentrado los servicios financieros de España, dentro de su rol de centro financiero nacional. Esta conclusión coincide con Pérez *et al.* (2020) que indican que Madrid es el centro financiero más importante de España y ha logrado establecerse como líder en la creciente internacionalización de la economía (especialmente de carácter terciario), recibiendo flujos de inversión directa extranjera que no tienen comparación en el resto de las regiones españolas.

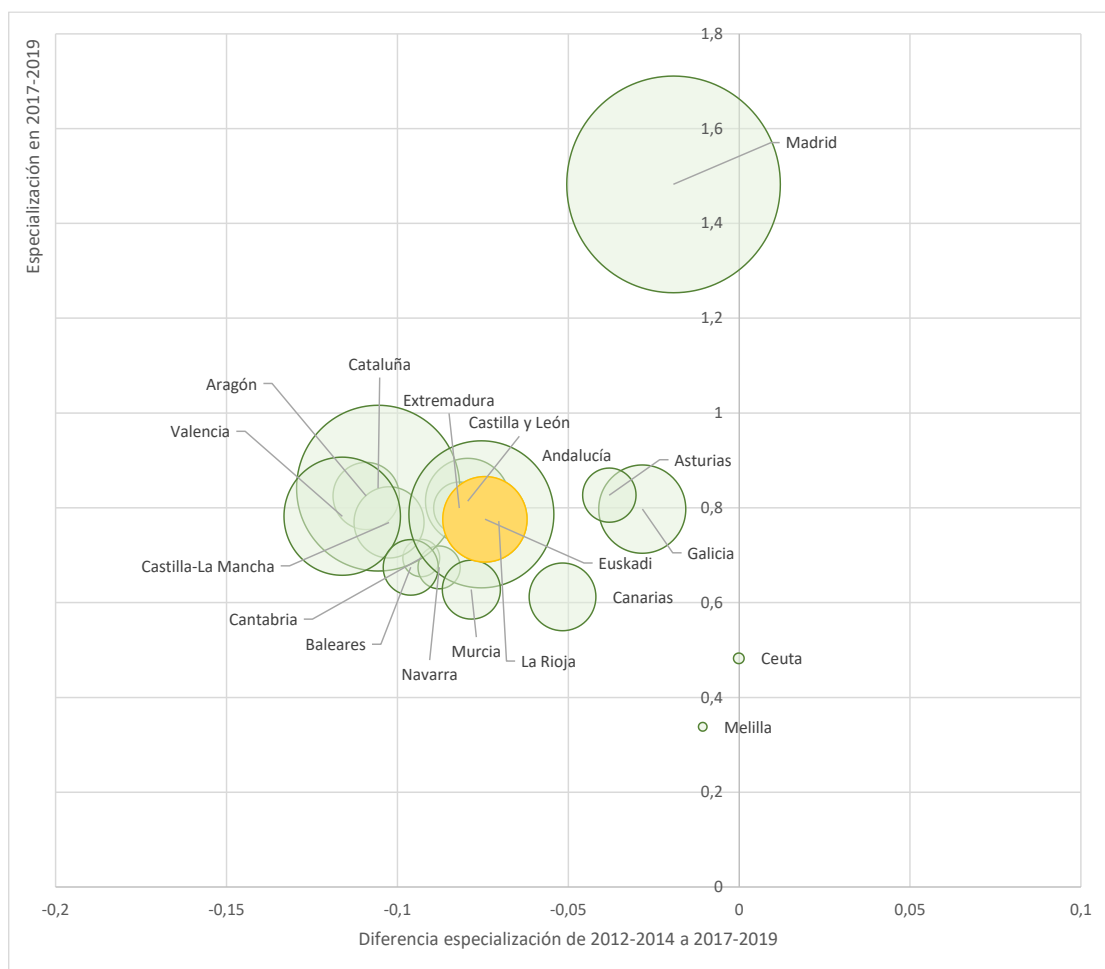


Figura 10. Especialización en el sector de actividades financieras y de seguros respecto a las regiones españolas. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

En síntesis, el empleo relacionado con el peso del empleo en actividades financieras ha caído en la última década en el País Vasco, en un contexto de aumento del peso de los servicios. Como resultado el País Vasco ha aumentado en la subespecialización de estas actividades. Este deterioro de la especialización (aumento de la subespecialización) ha sido aún mayor que en otras regiones industriales europeas de referencia. Los datos sugieren que el contexto español ha condicionado el debilitamiento, ya que Madrid es la única región especializada y ha concentrado gran parte de los servicios financieros del Estado.

#### 4.5.3. Identificar características propias del centro financiero

La revisión histórica y el análisis de datos indican que es un centro financiero que se desarrolló muy vinculado a su tejido económico y que como consecuencia de las tendencias (regulatorias y del propio sector) de la actividad financiera se ha visto debilitado en las últimas décadas. También se identifica un importante dinamismo de nuevas iniciativas, que han tratado de paliar

la situación de manera que se continúe cubriendo las necesidades del tejido económico.

El propósito de esta sección es ahondar en el conocimiento de las características propias del centro financiero (Deeg, 2010) mediante la realización de entrevistas a individuos vinculados con dicho sector. Los objetivos específicos de la investigación buscan determinar la percepción de los profesionales vinculados en cuatro áreas específicas:

- Demanda de financiación: los modos de financiación de las empresas.
- Oferta de financiación: se distinguen los modos de financiación bancaria de aquellas más orientadas a mercado.
- El rol de las Administraciones públicas en el fomento de la financiación empresarial.

Para ello se ha tomado como base las entrevistas realizadas en la investigación recogida en Gil de San Vicente y Sisti (2022). En general se observa un debilitamiento de la conexión entre «los grandes capitales del territorio», las entidades financieras y el entramado empresarial. En este sentido se señala que «se ha perdido la conexión con los estrechos lazos entre los capitales, la industria y las instituciones financieras (PE\_08)». Esta desconexión puede ser un limitante para la consolidación y crecimiento de actividades económicas, y por ende de la región.

#### 4.5.3.1. Demanda de financiación

Se considera que la demanda de financiación está insuficientemente desarrollada, especialmente basada en financiación propia y deuda tradicional. Al respecto se considera que «(la empresa) depende de la autofinanciación que genera y de un crecimiento orgánico; el resto depende de financiación tradicional que se ha diversificado mucho en los últimos años (PE\_15)». Por lo tanto, el entramado empresarial, especialmente las empresas de menor tamaño tienen una estrategia de crecimiento poco ambiciosa (orgánica) y dependiente de la financiación bancaria (tradicional).

Así la carencia de una demanda sofisticada se convierte en un obstáculo para el desarrollo de nuevas soluciones de oferta. En este sentido el PE\_09 constata que «existe una falta de ambición que se traslada a las finanzas ya que se buscan soluciones estándar». Esta demanda se basa en el mantenimiento de unos altos niveles de capacidad de financiación, y por ende de autonomía financiera. Esta necesidad de tener altos niveles de capitalización puede ser un limitante en aquellas empresas que requieran de unos mayores niveles de financiación. En

algunas empresas, la falta de capitalización suficiente representa una limitación significativa. Este es el ejemplo de las empresas de alto crecimiento, tal y como se destaca «hay dificultades para financiar empresas de alto crecimiento, que en muchos casos deben de ir fuera para buscarlo (PE\_04)».

Como parte de los motivos de esta situación se señalan problemas de tamaño, dificultades de profesionalización y falta de competencias internas: «El principal problema es doble: (i) la falta de profesionalización (se gestionan las empresas como hace veinte años) y (ii) el tamaño de las empresas y dificultades de crecimiento PE\_04».

#### 4.5.3.2. Oferta de financiación

##### 4.5.3.2.1 Oferta de financiación bancaria

En un contexto de abundante liquidez y costes bajos, así como de una variedad de soluciones financieras estandarizadas, se destaca la importancia de la financiación bancaria como la principal fuente de financiación externa para las empresas. Así lo pone de manifiesto PE\_01 que indica que «no hay un gap de liquidez en los últimos años, y la financiación tradicional cubre suficientemente las necesidades».

Pese a esta aparente situación estable se constata que la financiación tradicional está viviendo un proceso de transformación: «Las entidades tradicionales están en transformación, con una reducción de su plantilla (PE02)».

Fruto de este proceso y el distanciamiento se identifican situaciones donde la financiación tradicional no cubre las necesidades de las empresas. Por una parte, la concentración bancaria ha alejado los centros de decisión ya que las principales sedes de gestión se sitúan fuera del territorio. Este fenómeno es señalado por PE\_07 quien indica que «los grandes bancos están retirando unidades de decisión y de gestión en la región», lo cual genera una distancia entre los centros de decisión de la oferta y la demanda. Esto puede crear dificultades en ciertos colectivos relacionados con:

- Una excesiva orientación a resultados (corto plazo): «La banca ha evolucionado, visión a corto plazo (PE\_09)».
- Una desconexión con la realidad de las necesidades del territorio: «La percepción del riesgo es demasiado “financiera”, poco “industrial” (PE\_08)».

- Dificultades de acceso para ciertos colectivos de empresas, por ejemplo, pequeñas y micro empresas («el sistema de la financiación en el País Vasco para las PYMES está más restringido que para las grandes (PE\_14)») o empresas, nueva creación o innovadoras, con un riesgo alto («el gap fundamental de la banca es que no soluciona cuando hay mucho riesgo, el propio rol de la banca es mitigador de riesgo (PE\_10)»).

#### 4.5.3.2.2 Oferta de financiación de mercado

La financiación tradicional (bancaria) y no tradicional son complementarias y es necesario que se apoyen mutuamente. Las empresas deben integrar en sus estrategias nuevas soluciones financieras, tanto basadas en deuda como basadas en capital. Así PE\_04 subraya que «la inversión en capital debe apalancarse con financiación tradicional, para reforzar el proyecto». En este sentido se constata un aumento de nuevos actores e instrumentos de financiación tal y como indica PE\_ 11: «Hay una evolución positiva, hoy en día ha aumentado el número de alternativas público privadas». Pero esta apertura demanda que la empresa adopte nuevas perspectivas y desarrolle capacidades más sofisticadas que las actuales; «existen limitaciones para su uso debido al desconocimiento de soluciones relacionadas con el circulante y valoración de los activos (PE\_09)».

Por otro lado, las fuentes de financiación no tradicionales, especialmente las más orientadas al mercado, han aumentado, aunque poco a poco. La participación de las empresas directamente en mercados regulados es todavía insuficiente («(existen) pocas operaciones y relacionadas con mercados de deuda regulados (PE\_15)»). En este sentido la financiación tradicional tiene un rol de acompañamiento y complementario, y puede ser un aliado gracias al conocimiento de los mercados y de las empresas. Esto les hace adoptar nuevos roles tal y como indica PE\_04: «La banca tradicional sí tiene un papel de comercializador o de búsqueda de financiación».

La escasa utilización de medios de financiación de mercado limita la movilización del ahorro en el propio territorio. Un ejemplo de ello es el capital acumulado a través de los fondos de pensiones que invierte de manera limitada en empresas, «los planes de pensiones es un elemento que está poco orientado a crear riqueza en el territorio (PE\_04)». La limitada utilización de mercados regulados por parte de las empresas limita la presencia de estos fondos en empresas del territorio tal y como señala PE\_15: «Participan en empresas locales, pero a través de mercados organizados, y con criterios puramente de inversión». Pese a esta situación se reconoce un esfuerzo para revertir esta situación y activar dicho capital: «(Existe un) cambio en la “visión” o estrategia de fondos de pensiones desde hace cinco años con mayor énfasis de inversión en empresas locales (PE\_07)».

#### 4.5.3.2.3 Ofertas de financiación emergentes

Más allá de los mercados organizados el sector financiero está viviendo una importante evolución de sus cadenas de valor debido a la entrada de actores. En la actualidad, se reconoce que los nuevos modelos de financiamiento, como las finanzas descentralizadas (DeFi), podrían generar un cambio significativo en el ámbito financiero. Sin embargo, hasta el momento, no han tenido un impacto relevante en la financiación de las empresas en Euskadi. En este sentido PE\_13 señala que «nos queda mucho desarrollo en Euskadi, estamos muy lejos de otras economías como la anglosajona». En cambio, se constata una preocupación por la evolución de estas debido a la incertidumbre existente por la falta de regulación: «Sí que tendrán un papel (todavía no lo tienen), aunque en estos momentos potenciales abusos o fraudes que se pueden dar (PE\_09)».

#### 4.5.3.3. El rol de las Administraciones públicas en el centro financiero local

Se reconoce el rol tractor de las Administraciones públicas y su capacidad para intervenir de manera efectiva. En este sentido hay una percepción de que la reacción en el ámbito financiero en el contexto de la COVID-19 ha sido positiva («en la crisis se actuó adecuadamente proponiendo diversos instrumentos de liquidez y de garantías (PE\_014)»), aunque en otro tipo de intervenciones su eficacia es menor («el problema de la financiación pública es que tiene falta de flexibilidad por las normativas a las cuales están sujetas, y ante dificultades o evoluciones del proyecto puede no adaptarse a él (PE\_01)»). En este sentido la mayor parte de las personas entrevistadas ponen el foco en la necesidad de complementariedad de la Administración pública.

En relación a instrumentos de financiación la intervención debe incidir en aquellos ámbitos no cubiertos por los instrumentos privados existentes. En este sentido PE\_11 indica que «la administración no debería centrarse en empresas grandes y solventes, porque se financian sin problema. Tendría más sentido que centre su apoyo a acompañar a las empresas que puedan dar el salto a mercados como BME Growth, o a empresas de tamaño mediano que experimenten problemas de liquidez coyunturales». Asimismo, señalan que la administración puede reforzar los instrumentos existentes para tratar de ayudar a que sean más eficaces. Al respecto PE\_02 señala que «debería fondear a fondos y dejar que el privado gestione la inversión con parámetros de riesgo-retorno».

En relación a la función regulatoria de la administración, las personas entrevistadas ponen el foco en la fiscalidad, que es junto con la regulación de las EPSV una de las competencias propias en la región. En este sentido se están haciendo modificaciones con el objetivo de incentivar la

presencia de capital riesgo en el territorio; así lo reconoce PE\_02 cuando señala que «un tema positivo es las modificaciones legislativas en Gipuzkoa y Bizkaia que marcan un entorno favorable para fondos de capital riesgo». En esta línea se manifiesta PE\_04 y pide una estrategia compartida (y coordinada) entre los tres territorios forales «las administraciones deben coordinar las acciones fiscales y ser más valientes, aunque se valora muy positivamente las líneas creadas».

Finalmente, las entrevistas identifican un rol de impulsor a las Administraciones públicas, a través de mejorar el contexto del territorio y su capacidad de competir. Entre otros aspectos señalan acciones para el desarrollo y captación de talento, el impulso de sectores económicos de futuro, o el acompañamiento al tejido económico en ámbitos como el relevo generacional.

## 4.6. Mapear el centro financiero y sus agentes

La identificación de las empresas y actores que constituyen el sistema financiero del País Vasco es complejo debido a las limitaciones de información y a los errores de clasificación que pueda haber en las actividades económicas declaradas. Para ello se ha llevado a cabo un proceso donde han participado personas del Gobierno Vasco que han ejercido de contraste experto. Inicialmente se ha realizado un trabajo de *desk research* que se ha complementado con reuniones periódicas con el grupo de trabajo del Gobierno Vasco (para más información ver Gil de San Vicente *et al.* (2023)).

Para el mapeo, en línea de lo realizado por Aranguren *et al.* (2011), ha aplicado una nueva metodología que combina revisión de la literatura con metodologías cuantitativas y cualitativas dadas las limitaciones de conocimiento de la realidad. Esta metodología es en sí una aportación relevante, ya que las actividades de mapeo siguen por lo general métodos estructurados, por lo que su comparativa y replicabilidad es complicada (Ketels, 2017). La [Figura 11](#) muestra los cinco pasos que se han seguido como metodología, que cumple los tres principios definidos por Ketels (2017) para la realización de mapeo: definir la actividad, aplicar la definición y analizar los resultados.

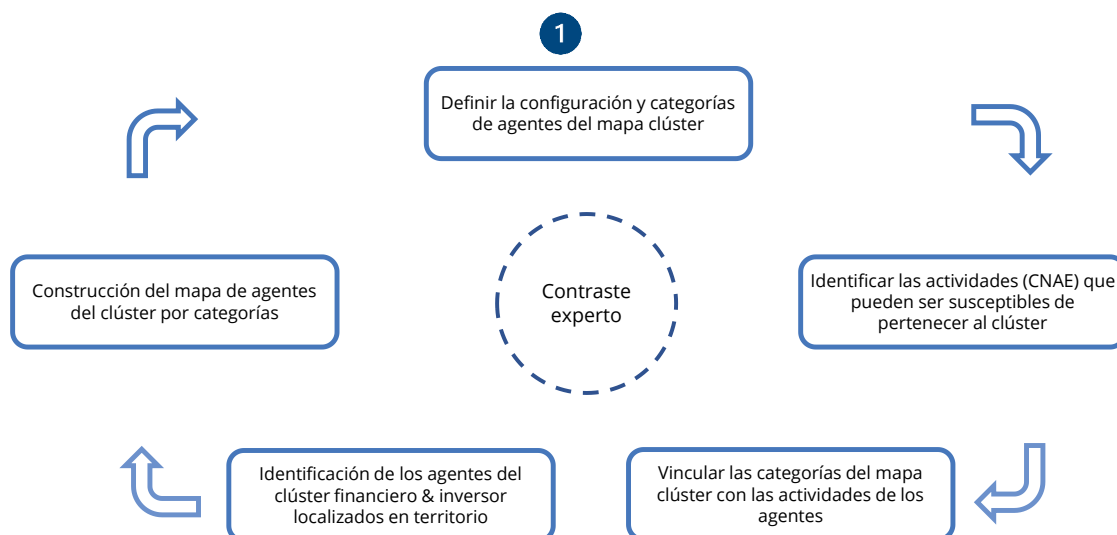


Figura 11. Fases de la metodología para la identificación de empresas y actores del centro financiero del País Vasco. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

### Paso 1: Definición de configuración y categorías

Un mapeo efectivo requiere de la adopción de definiciones basadas en evidencias y que son neutrales desde el punto de vista de la localización (Ketels, 2017). El mapa se centra en empresas y actores que canalizan o facilitan la financiación. Partiendo del apartado 2.1.1.1., del trabajo de Tirole (2010) y Gil de San Vicente y Sisti (2022), y completado con la revisión de literatura específica (por ejemplo, revisión de casos de mapeo clúster<sup>27</sup>), se han agrupado las instituciones y actores en cuatro principales roles relacionadas con la función financiera: intermediarios financieros (core del mapa), actividades de apoyo relacionadas y agentes reguladores.

Intermediarios financieros: ofrecen soluciones de deuda y capital (Tirole, 2010) o intermedian en los mercados financieros. Son el core de la actividad financiera, ya que canalizan

<sup>27</sup> Dubai Financial Services Cluster

[https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Dubai\\_Financial\\_Services\\_2006.pdf](https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Dubai_Financial_Services_2006.pdf)

Frankfurt Finance Cluster Map <https://www.hhs.se/contentassets/f51b706e1d644e9fa6c4d232abd09e63/sse-frankfurt-finance-cluster.pdf>

Hong Kong Financial Services Cluster

[https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Hong\\_Kong\\_Financial\\_Services\\_2008.pdf](https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Hong_Kong_Financial_Services_2008.pdf)

Icelandic Financial Services Cluster

[https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Iceland\\_Financial\\_Services\\_2008.pdf](https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/Iceland_Financial_Services_2008.pdf)

London financial cluster

[https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/UK-London\\_InternationalFinancialServicesCluster\\_2007.pdf](https://www.isc.hbs.edu/Documents/resources/courses/moc-course-at-harvard/pdf/student-projects/UK-London_InternationalFinancialServicesCluster_2007.pdf)

directamente la financiación a aquellas empresas que lo necesitan, prestan otros servicios relacionados y facilitan el acceso a los mercados financieros. Dentro de los agentes financieros se han identificado tres grupos de intermediarios identificados en la [Tabla 5](#) (entidades bancarias, inversores y gestores de activos, agentes de mercados financieros) y una nueva categoría para agentes intermediarios emergentes.

1.1. Entidades bancarias. Agrupa una oferta amplia de productos bien asentados en el mercado como préstamos a medio y largo plazo, *leasing*, *renting*, créditos a corto plazo, descuento comercial, productos de comercio exterior, avales, *confirming*, *factoring*, etc. Representan la fuente principal de la financiación externa de la empresa. Su actividad suele estar sometida a una normativa administrativa única, supervisada por entidades competentes como el Banco Central Europeo y el Banco de España, según corresponda, con el fin de garantizar su solvencia y estabilidad. Dentro de este colectivo identificamos cuatro subgrupos:

1.1.1. Bancos: entidades que hacen de intermediario entre los depositantes (quienes le prestan dinero) y los prestatarios (a quienes les presta dinero). Normalmente se clasifican en banca comercial (bancos, cajas y cooperativas) y banca de inversión. La banca comercial se enfoca en brindar servicios financieros a clientes individuales y empresas, como préstamos, cuentas de ahorro y servicios de pago.

1.1.2. Entidades de crédito: se limitan a realizar operaciones crediticias en diversas modalidades específicas, a gestionar o emitir tarjetas de crédito y a conceder avales y garantías. No les está permitido captar depósitos del público. Por ello, no hace falta que estén en un fondo de garantía de depósitos. En el caso de la financiación empresarial, en los últimos años ha aumentado el número de entidades especializadas, principalmente relacionadas con dos actividades como el *factoring*, *leasing*, *renting*, etc.

1.1.3. Entidades públicas: las entidades financieras públicas son instituciones controladas por la Administración pública o entidades gubernamentales que ofrecen servicios financieros. A nivel del estado el Instituto de Crédito Oficial (ICO), la SEPI o Cofides pueden aportar financiación. En el caso de Euskadi es el Instituto Vasco de Finanzas quien impulsa el apoyo financiero a las políticas de desarrollo económico y social definidas por el Gobierno Vasco.

1.1.4. Entidades bancarias avalistas: son entidades que facilitan crédito a través de avales a las entidades privadas para reducir el riesgo de la operación y que estas

puedan conceder la financiación a un precio adecuado. En el caso de las SGR posibilitan el acceso a la financiación bancaria, modalidad donde Euskadi ha sido un territorio muy activo.

1.1.5. Fundaciones bancarias: son las herederas de las cajas de ahorros que tuvieron un papel histórico de impulso y arraigo de la actividad empresarial en Euskadi con participaciones directas en los proyectos y empresas. En el caso del País Vasco ostentan el accionariado de Kutxabank, S. A. y tienen, además, una reconocida labor a través de su obra social.

1.2. Inversores y gestores de activos: invierten en empresas con diferentes perfiles a través del capital con diferentes posicionamientos en el mercado y trayectoria (*start-ups*, empresas en crecimiento, consolidadas, etc.). Estas diversas modalidades de capital riesgo (*business angels*, *venture capital*, fondos de inversión, *family offices*, etc.) suelen generar instrumentos de inversión (fondos) que les permiten captar capital con el objetivo de invertirlo con una política de inversión determinada (en plazo, orientación, objetivos de rentabilidad, etc.). Dentro de este colectivo identificamos dos subgrupos:

1.2.1. Fondos de capital riesgo: invierten en compañías privadas que ya están consolidadas o que tienen una posición en el mercado y adoptan diferentes denominaciones, casi todas ellas procedentes de la terminología inglesa (como el *private equity* o *venture capital*), para invertir en empresas con diferentes perfiles.

1.2.2. *Family offices*: relacionados con la anterior fuente de financiación, son inversores que representan a grupos familiares o allegados que tienen capacidad de inversión. Este tipo de inversor es difícil de identificar, ya que de alguna manera se asemeja a la gestión del patrimonio personal.

1.2.3. Fondos de pensiones: los fondos de pensiones reciben aportaciones de los empresarios, de los trabajadores o de ambos, invierten los fondos en activos de manera que las aportaciones pueden ser rescatadas en el futuro (Black *et al.*, 2017). En el País Vasco existe la figura de las EPSV (Entidades de Previsión Voluntaria), que son una figura específica del País Vasco. Son entidades sin ánimo de lucro y de carácter voluntario que tienen por finalidad principal constituir fondos de pensiones por parte de sus asociados. Así, las principales formas de EPSV son de empleo (nacidas en el seno de las empresas), individuales (promovidas por entidades financieras) y asociadas (promovidas por agrupaciones y asociaciones). En el caso del País Vasco están reguladas y supervisadas por el Gobierno Vasco.

1.2.4. Aseguradoras: son tres razones fundamentales las que explican por qué las aseguradoras son esenciales para la estabilidad del centro financiero local (Kaufmann *et al.*, 2024). En primer lugar, las compañías de seguros invierten en los mercados financieros de manera significativa. En segundo lugar, los problemas que afectan a una aseguradora pueden también afectar al sector bancario porque las aseguradoras y los bancos suelen estar estrechamente relacionados. En tercer lugar, las aseguradoras ayudan a disminuir el cubrir riesgos de empresas y hogares.

1.2.5. Corporate Finance (Den Hertog, 2002): son entidades profesionales especialistas en ámbitos jurídicos y económicos relacionados con los servicios de inversión. Asimismo, son fuente de innovación ya que asesoran en operaciones de una complejidad elevada o para las cuales se requieren ciertas competencias que no se tienen en la empresa.

1.3. Agentes de mercados financieros. Configuran entornos (mercados) organizados que permiten transacciones financieras (Damodaran, 2014). En estos mercados se llevan a cabo transacciones de instrumentos financieros, tanto relacionadas con la financiación del capital, deuda, u otros instrumentos financieros. Dentro de estos se encuentran las instituciones que organizan mercados; estas son plataformas de cotización diseñada para empresas de cierto tamaño que cumplen con emitir títulos de deuda como acciones. Los intermediarios de mercado, como consultoras y entidades especializadas facilitan estas transacciones conectando empresas con inversores, evaluando riesgos y asegurando el cumplimiento normativo para garantizar operaciones eficientes y seguras.

1.4. Agentes intermediarios emergentes. Incluyen entidades no convencionales que utilizan tecnologías emergentes y modelos empresariales para transformar la intermediación financiera.

1.4.1. *Fintech*: es una nueva industria financiera que aplica la tecnología para mejorar las actividades financieras (Schueffel, 2017). Estos agentes ofrecen directamente o facilitan tecnologías para implementar soluciones que superan la cadena de valor de financiación establecida. Entre otros, los roles que pueden tener son: asesoramiento y gestión patrimonial, financiación alternativa, servicios de pago, *big data*, identificación *online* de clientes o criptoactivos.

1.4.2. Empresas emergentes: la digitalización, el proceso de financiarización y la

alta liquidez que ha habido en las últimas décadas, ha traído la irrupción de nuevos actores financieros que provienen de otros sectores económicos no financieros (por ejemplo, Apple o Siemens Financial Services) (Fernández y Hendrikse, 2015).

2. Actividades de apoyo relacionadas: son agentes que facilitan la actuación de la función de canalización financiera de los agentes financieros y de inversión. Realizan actividades de apoyo sobre el proceso de canalización de financiación, como, por ejemplo: colaborando con el tejido empresarial (agentes facilitadores); impulsando competencias clave en las personas (educación financiera); ofreciendo servicios de consultoría (servicios de conocimiento); o fortaleciendo capacidad innovadora (centros tecnológicos).

2.1. Agentes especializados (Aernoudt, 2004): trabajan tanto desde el lado de la oferta (agentes financieros) como de la demanda (especialmente las empresas de nueva creación o menor tamaño) con diversos roles para facilitar la canalización de la financiación (por ejemplo, incubadoras, aceleradoras, agencias de desarrollo o redes de inversores.). Son instituciones clave para abordar los fallos de mercado (como la asimetría de información o la medición de riesgos) y mejorar el funcionamiento del clúster.

2.2. Educación financiera (Lusardi, 2019): las capacidades y el conocimiento de las personas en el ámbito financiero condicionan las decisiones y las estrategias que las empresas aplican. No puede existir un sistema financiero desarrollado sin personas que tengan capacidades financieras avanzadas, por lo que el rol de los agentes educativos es relevante.

2.3. Centros tecnológicos (Sangwan *et al.*, 2020): los centros tecnológicos pueden ayudar a los agentes financieros a mejorar su eficiencia, seguridad y capacidad de innovación en elementos como la investigación y desarrollo (*blockchain*, inteligencia artificial, algoritmos, ciberseguridad, etc.), experimentación (experimentar con nuevas tecnologías y soluciones financieras de base tecnológica) y análisis de datos avanzados.

3. Agentes reguladores, a nivel local (Bieri, 2017): la regulación financiera es un medio para generar un sistema que promueva la actividad financiera y la estabilidad de manera alineada a los objetivos del territorio. En el caso de los centros financieros locales parte de su regulación puede estar subsumida a los entornos regulatorios de sistemas financieros nacionales o supranacionales. Dentro de estos agentes diferenciamos dos subcategorías:

3.1. Reguladores fiscales: la política fiscal impacta en la demanda de inversión por el tratamiento de activos, lo cual puede condicionar el comportamiento de los

financiadores como de los receptores de la financiación.

3.2. Reguladores supervisores: los supervisores buscan la «estabilidad financiera» del sistema financiero, para lo cual le dotan de un marco regulatorio y supervisor de las actividades financieras que realizan los agentes financieros y de inversión.

La [Tabla 9](#) sintetiza los intermediarios financieros identificados en función de las tipologías:

<b>Tipo de intermediario</b>	<b>Descripción corta</b>	<b>Ejemplos</b>
Entidades bancarias	Ofrecen productos financieros tradicionales (préstamos, <i>leasing</i> , <i>factoring</i> ) y son la principal fuente de financiación externa.	Bancos comerciales, entidades de crédito, entidades públicas, bancos avalistas, fundaciones bancarias.
Inversores y gestores de activos	Invierten en empresas con distintos perfiles mediante capital riesgo, fondos de inversión o <i>family offices</i> .	Fondos de capital riesgo, <i>family offices</i> , fondos de pensiones, aseguradoras, <i>corporate finance</i> .
Agentes de mercados financieros	Configuran mercados organizados donde se transaccionan instrumentos financieros, como capital o deuda.	Plataformas de cotización, consultoras, bancos de inversión, mercados de deuda y acciones.
Intermediarios emergentes	Actores no tradicionales que aprovechan nuevas tecnologías para transformar la intermediación financiera.	<i>Fintech</i> (asesoramiento patrimonial, financiación alternativa, servicios de pago), empresas como Apple o Siemens.
Agentes especializados	Facilitan la canalización de financiación.	Incubadoras, aceleradoras, agencias de desarrollo, redes de <i>business angels</i> , centros tecnológicos.
Agentes regulatorios	Supervisan, regulan y establecen las políticas fiscales relacionadas con el sistema financiero.	Supervisores financieros, reguladores fiscales (Banco Central Europeo, Banco de España, Gobierno Vasco para EPSV).

[Tabla 17](#). Intermediarios financieros en función de las tipologías. [Fuente](#): Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente et al., 2023.

Siguiendo esta clasificación se plantea una primera versión del mapa de los agentes financieros en el País Vasco (ver [Figura 12](#) «Esquema para el mapa de empresas y actores»). Los agentes core son las empresas e instituciones que realizan la intermediación financiera (en color verde). En esta sección podemos encontrar entidades financieras, la mayoría son privadas, aunque existen también entidades públicas. En este ámbito se identifican dos figuras de agente no identificados en la literatura. Por una parte, entidades financieras avalistas, cuya función es

avaluar a empresas para que puedan acceder a financiación en mejores condiciones; por otra parte, existen las fundaciones bancarias, ya mencionadas, que son una consecuencia del proceso de evolución de las cajas de ahorro. También se identifica un colectivo de capital riesgo que engloba una diversidad de agentes que aportan capital a las empresas.

Por otro lado, las EPSV (figura propia del País Vasco equivalente a fondos de pensiones en la literatura) y las compañías de seguro se consideran parte del mapa, ya que canalizan de manera importante excedentes o ahorro. En el caso de las EPSV algunas de ellas ejercen la figura de capital riesgo y han generado instrumentos de inversión en capital. En la parte derecha del mapa se incorporan actores que la literatura identifica como actores emergentes, las compañías Fintech y otros actores emergentes (por ejemplo, actividades relacionadas con el *shadow banking* o nuevos actores financieros con origen en grandes empresas digitales). Finalmente, y en la parte inferior, se sitúan los mercados financieros, que son un espacio de negociación de activos financieros, y las instituciones de intermediación que posibilitan su intercambio.

En la parte derecha del mapa se identifican las actividades de apoyo (en azul) que incluyen aquellos agentes que ayudan y acompañan a los agentes core (verde) en su labor. Así se diferencian los agentes especializados, la educación financiera, los servicios de conocimiento y los centros tecnológicos. Acompañan a estos, aunque en un bloque separado, actividades relacionadas que pertenecen a otros clústeres y que pueden ser colaboradores naturales.

Finalmente, en la parte izquierda del mapa (en naranja) se identifican todos aquellos agentes que la literatura identifica como agentes reguladores e incentivadores. Se diferencian en dos bloques. Por una parte, los agentes que desarrollan política fiscal, cuyas competencias en el caso del País Vasco están principalmente en las diputaciones forales. Por otra parte, los agentes que generan las normas y fiscalizan la intermediación financiera, donde destacan los bancos centrales (principalmente para la actividad bancaria), la CMNV (encargado de la supervisión de los mercados de valores españoles, de la actividad de los agentes y de la protección de los inversores) y el Gobierno Vasco (a quien le corresponde la normativa y supervisión de las EPSV).

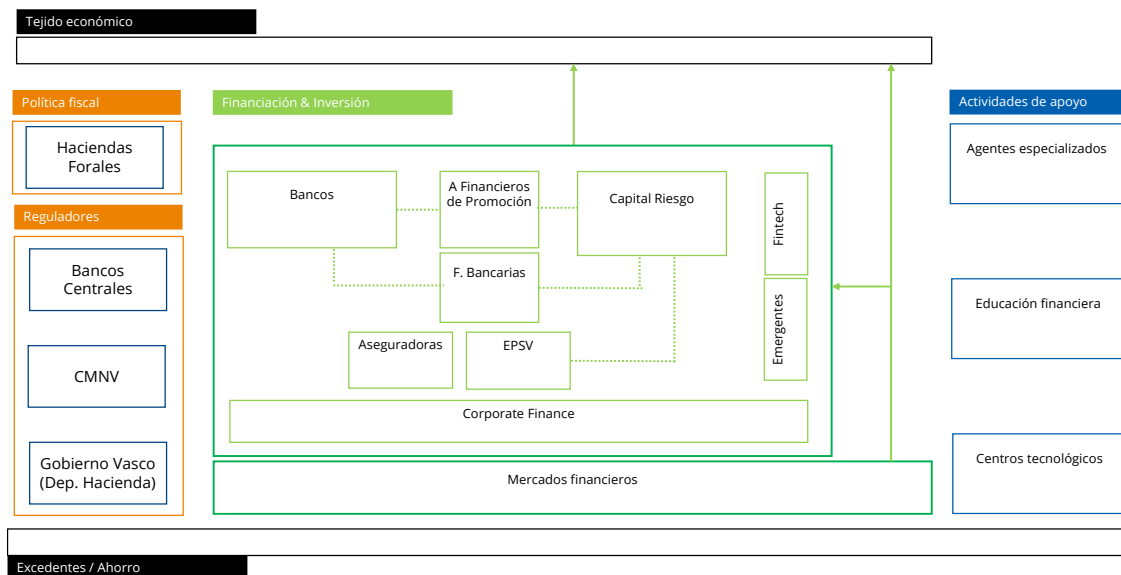


Figura 12. Esquema para el mapa de empresas y actores. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

En el proceso de mapeo, y con los contrastes de expertos, este mapa ha evolucionado, aunque mantiene los principales bloques identificados.

## Paso 2: Identificación de las actividades financieras

Los códigos CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) son el principal instrumento para identificar la actividad de una empresa. Su uso tiene limitaciones debido a la falta de especificidad de la actividad, existencia de diversas actividades en una empresa, o los cambios de actividad que se pueden producir y que no son reflejados (Christensen, 2013).

La CNAE en su sección «K» incorpora de manera específica las actividades económicas relacionadas con el sector financiero y de seguros en tres categorías principales: servicios financieros (grupo 64); seguros y fondos de pensiones (grupo 65); y actividades auxiliares relacionadas con finanzas y seguros (grupo 66). Dentro de estas categorías se clasifican dieciocho subactividades que son el máximo nivel de desagregación existente (CNAE 4 dígitos).

6411 - Banco central
6419 - Otra intermediación monetaria
6420 - Actividades de las sociedades <i>holding</i>
6430 - Inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares
6491 - Arrendamiento financiero
6492 - Otras actividades crediticias
6499 - Otros servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones n.c.o.p.
6511 - Seguros de vida
6512 - Seguros distintos de los seguros de vida
6520 - Reaseguros
6530 - Fondos de pensiones
6611 - Administración de mercados financieros
6612 - Actividades de intermediación en operaciones con valores y otros activos
6619 - Otras actividades auxiliares a los servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones
6621 - Evaluación de riesgos y daños
6622 - Actividades de agentes y corredores de seguros
6629 - Otras actividades auxiliares a seguros y fondos de pensiones
6630 - Actividades de gestión de fondos

Tabla 18. CNAE financieros primarios. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

De manera adicional, y a partir de una identificación experta de CNAE<sup>28</sup>, se han identificado unas subactividades no incluidas en el «Grupo CNAE principal relacionados con el sector financiero y de seguros» que pudieran incluir agentes/empresas que pertenecen al clúster financiero e inversor. Este «Grupo CNAE secundario» incorpora nueve subactividades.

6201 - Actividades de programación informática
6202 - Actividades de consultoría informática
6209 - Otros servicios relacionados con las tecnologías de la información y la informática
6910 - Actividades jurídicas
6920 - Actividades de contabilidad, teneduría de libros, auditoría y asesoría fiscal
7010 - Actividades de las sedes centrales
7022 - Otras actividades de consultoría de gestión empresarial
7112 - Servicios técnicos de ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico
8299 - Otras actividades de apoyo a las empresas n.c.o.p.

Tabla 19. CNAE financieros secundarios. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

### Paso 3: Vincular las categorías del mapa con las actividades financieras

En el paso 1 se han identificado cinco categorías de agentes. El paso 3 consiste en vincular las subactividades identificadas dentro del paso 2 («Grupo CNAE principal» y «Grupo CNAE

<sup>28</sup> Proceso realizado junto con el grupo de trabajo del Gobierno Vasco: Departamento de Desarrollo Económico, Departamento de Economía y Hacienda, Instituto Vasco de Finanzas, Gestión de Capital Riesgo, y SPRI.

secundario») con las categorías de agente definidas en el paso 1. Exceptuamos de este análisis la categoría de «Agentes reguladores», al ser pocos organismos y todos ellos de régimen jurídico público.

Este proceso se ha hecho siguiendo la literatura y posteriormente se ha corregido la tabla de correspondencia con el grupo de trabajo impulsado con el Gobierno Vasco.

	Agentes Financiación & Inversión	Mercados financieros	Actividades de apoyo
<b>Grupo CNAE principal</b>			
6411 - Banco central	x		
6419 - Otra intermediación monetaria	x		
6420 - Actividades de las sociedades <i>holding</i>	x		
6430 - Inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares	x		
6491 - Arrendamiento financiero	x		
6492 - Otras actividades crediticias	x		
6499 - Otros servicios financieros, excepto seguros y pensiones n.c.o.p.	x		
6511 - Seguros de vida	x		
6512 - Seguros distintos de los seguros de vida	x		
6520 - Reaseguros	x		
6530 - Fondos de pensiones	x		
6611 - Administración de mercados financieros		x	
6612 - Actividades de intermediación en operaciones con valores y otros		x	
6619 - Otras actividades auxiliares a los servicios financieros			x
6621 - Evaluación de riesgos y daños			x
6622 - Actividades de agentes y corredores de seguros			x
6629 - Otras actividades auxiliares a seguros y fondos de pensiones			x
6630 - Actividades de gestión de fondos			x
<b>Grupo CNAE secundario</b>			
6201 - Actividades de programación informática			x
6202 - Actividades de consultoría informática			x
6209 - Otros servicios de tecnologías de la información y la informática			x
6910 - Actividades jurídicas			x
6920 - Actividades de contabilidad, auditoría y asesoría fiscal			x
7010 - Actividades de las sedes centrales	x		
7022 - Otras actividades de consultoría de gestión empresarial			x
7112 - Servicios técnicos de ingeniería y otras actividades			x

8299 - Otras actividades de apoyo a las empresas n.c.o.p.			x
--	--	--	---

Tabla 20. Categorización de subactividades por categoría de agentes. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

#### Paso 4: Identificación de los agentes financieros localizadas en territorio

La primera parte de la identificación se centra en el «Grupo CNAE principal», ya que son las principales subactividades que *a priori* están relacionadas directamente con la actividad financiera. Para su identificación utiliza como base de datos principal SABI<sup>29</sup>, que incorpora aquellas empresas mercantiles que tienen sede jurídica en el País Vasco. Una de las limitaciones de la identificación es la pertenencia a grupos, por lo que se ha optado por utilizar la empresa como unidad de análisis, sin importar que pertenezcan al mismo grupo empresarial. La explotación se ha realizado en el mes de mayo del año 2023.

Tras una primera revisión de los resultados se han eliminado dos códigos de actividad, ya que tienen un rol principal no financiero y pueden generar distorsión en el mapa:

- 6420 - Actividades de las sociedades *holding*: son 731 empresas *holding* de grupos que tienen una actividad económica principal no financiera (bajo este epígrafe aparecían empresas como Siemens Gamesa, Iberdrola España, Amenabar Grupo Promotor o Tubacex).
- 6622 - Actividades de agentes y corredores de seguros: son 374 empresas cuya actividad es la venta de productos de seguros.

El resultado ha permitido identificar un primer listado de 717 empresas cuya actividad primaria pertenecen al «Grupo CNAE principal» y que tienen sede social en Euskadi. En la Tabla 21 se observa que el 65,3 % de estas empresas son pymes (de estas el 2,2 % medianas), el 1,1 % son grandes empresas y el 33,6 % no se han podido clasificar debido a la no disponibilidad de datos (por lo que probablemente sean microempresas). Por otro lado, las subactividades más importantes son: «6499 - Otros servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones n.c.o.p.» (33,1 %), «6612 - Actividades de intermediación en operaciones con valores y otros

---

<sup>29</sup> Como fuente complementaria se ha explotado la base de datos DIRAE (fecha a 1 de enero de 2022), el directorio de actividades económicas y demografía empresarial de Eustat, que incorpora además personas autónomas y los establecimientos presentes en Euskadi pero que no tienen sede jurídica en el territorio. Si comparamos los resultados obtenidos, la base de datos SABI tiene 1.822 empresas perteneciente al "Grupo CNAE principal", mientras que DIRAE identifica 2.652 empresas; esto quiere decir que el nivel de cobertura de SABI es adecuado ya que representa el 68,7% de la población registrada en DIRAE.

activos» (19,9 %) y «6619 - Otras actividades auxiliares a los servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones» (10,7 %).

	Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro	n.d.	Total	Peso
6419 - Otra intermediación monetaria				4	1	5	0,7 %
6430 - Inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares			1	13	22	36	5,0 %
6491 - Arrendamiento financiero				2		2	0,3 %
6492 - Otras actividades crediticias		1		3	9	13	1,8 %
6499 - Otros servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones n.c.o.p.	4	4	10	136	83	237	33,1 %
6511 - Seguros de vida			2	16	2	20	2,8 %
6512 - Seguros distintos de los seguros de vida	1		1	30		32	4,5 %
6520 - Reaseguros				3		3	0,4 %
6530 - Fondos de pensiones		1	4	28	2	35	4,9 %
6611 - Administración de mercados financieros		2		5	5	12	1,7 %
6612 - Actividades de intermediación en operaciones con valores y otros activos	1	1	4	69	68	143	19,9 %
6619 - Otras actividades auxiliares a los servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones	1		1	41	34	77	10,7 %
6621 - Evaluación de riesgos y daños		1		37		38	5,3 %
6629 - Otras actividades auxiliares a seguros y fondos de pensiones		2	2	24	2	30	4,2 %
6630 - Actividades de gestión de fondos	1	4	4	12	13	34	4,7 %
	8	16	29	423	241	717	
	1,1 %	2,2 %	4,0 %	59,0 %	33,6 %		

Tabla 21. Distribución de empresas del grupo primario con sede en Euskadi. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

Asimismo, se han identificado 168 empresas (ver Tabla 22) que tienen presencia en Euskadi (781 establecimientos), pero cuya sede social se sitúa fuera del territorio. Un ejemplo son las entidades bancarias o la delegación del Banco de España en Euskadi.

	Total empresas	n.º Establecimientos	Empleo en Euskadi			
			Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro
6411 - Banco central	1	1	0	0	1	0
6419 - Otra intermediación monetaria	31	506	4	2	8	17
6430 - Inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares	2	2	0	0	0	2
6492 - Otras actividades crediticias	4	6	0	0	1	3
6499 - Otros servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones n.c.o.p.	9	11	0	0	1	8

6511 - Seguros de vida	26	59	0	2	10	14
6512 - Seguros distintos de los seguros de vida	30	90	0	5	10	15
6520 - Reaseguros	6	10	0	1	2	3
6612 - Actividades de intermediación en operaciones con valores y otros activos	3	3	0	0	0	3
6619 - Otras actividades auxiliares a los servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones	4	4	0	0	0	4
6621 - Evaluación de riesgos y daños	6	7	0	0	2	4
6622 - Actividades de agentes y corredores de seguros	35	66	0	2	5	28
6629 - Otras actividades auxiliares a seguros y fondos de pensiones	9	14	0	1	1	7
6630 - Actividades de gestión de fondos	2	2	0	0	0	2
	168		4	13	41	110
			2,4 %	7,7 %	24,4 %	65,5 %

**Tabla 22.** Distribución de empresas del grupo primario con establecimientos y sin sede en Euskadi.

**Fuente:** Gil de San Vicente et al., 2023.

Por otro lado, se han identificado 3882 empresas cuya actividad principal declarada es una de las subactividades del «Grupo CNAE secundario». La gran mayoría de este colectivo tiene actividad financiera. Debido a la cantidad de empresas se decide incorporar al listado siguiendo el conocimiento experto.

	Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro	Total	Peso
6201 - Actividades de programación informática	4	4	10	146	164	4,2 %
6202 - Actividades de consultoría informática	2	7	27	159	195	5,0 %
6209 - Otros servicios relacionados con las tecnologías de la información y la informática	9	5	15	254	283	7,3 %
6910 - Actividades jurídicas	9	1	9	318	337	8,7 %
6920 - Actividades de contabilidad, teneduría de libros, auditoría y asesoría fiscal	18	7	18	856	899	23,2 %
7010 - Actividades de las sedes centrales	15	1	6	35	57	1,5 %
7022 - Otras actividades de consultoría de gestión empresarial	49	2	35	724	810	20,9 %
7112 - Servicios técnicos de ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico	29	23	94	644	790	20,4 %
8299 - Otras actividades de apoyo a las empresas n.c.o.p.	22	5	25	295	347	8,9 %
	157	55	239	3431	3882	
	4,0 %	1,4 %	6,2 %	88,4 %		

**Tabla 23.** Distribución de empresas del grupo secundario con sede en Euskadi. **Fuente:** Gil de San Vicente et al., 2023.

### Paso 5: Construcción del mapa de actores financieros del País Vasco

Partiendo de la base de datos construida, y en un proceso de interacción entre los investigadores y los agentes expertos, se clasifican individualmente a los agentes/empresas dentro del mapa y se genera una base de datos unificada que contiene 853 registros de empresas que potencialmente pueden ser incorporados al mapa. De estos la gran mayoría están clasificados en algunos de nuestros CNAE principales, el 5,5 % en CNAE secundarios y 3,5 % en CNAE que inicialmente no se consideraron. La tipología de empresa más identificada ha sido la de financiación e inversión (72 % de las empresas) y actividades de apoyo (27 %). Destaca que las entidades identificadas como reguladoras están todas clasificadas en otros CNAE.

	Agentes Financiación & Inversión	Actividades de apoyo	Reguladores	Total
Grupo CNAE principal	563	173	0	736
Grupo CNAE secundario	1	44	0	45
Otros CNAE	51	16	5	72
	<b>615</b>	<b>233</b>	<b>5</b>	<b>853</b>

Tabla 24. Distribución base de datos unificada mapa clúster. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

Asimismo, se ha hecho un análisis de la potencial implicación de los agentes/empresas identificadas, con una distinción entre tres categorías:

- **Parte clúster:** se considera que es un agente/empresa si realiza algunas de las actividades definidas.
- **Potencial:** se considera que es un agente/empresa que podría realizar algunas de las actividades definidas, aunque se descarta por falta de seguridad.
- **No parte de clúster:** se considera que es un agente/empresa que realiza ninguna de las actividades identificadas o que pertenece a una empresa matriz que ya ha sido considerada.
- **No hay información:** se desconoce la información sobre la empresa que permite una clasificación.

Finalmente se ha conseguido clasificar 181 empresas o entidades dentro del mapa (sin incluir entidades fiscales ni reguladoras), 62 se han identificado con potencial de ser parte del clúster (aunque se ha decidido no incluirlas en un primer momento por no tener suficiente información), y 104 se han descartado y no se consideran parte del clúster. Hay 506 empresas que no se han podido clasificar, son mayoritariamente micro (o no hay datos financieros) y pertenecen a actividades relacionadas con otros servicios financieros (164 empresas en el código 6499), otras actividades auxiliares (71 empresas en el código 6619) y evaluación de riesgos (127 empresas en el código 6621).

A partir de la clasificación realizada y dentro del proceso de fomento de la iniciativa del clúster financiero e inversor para País Vasco, se realizan diversos contrastes con expertos y con entidades participantes en la iniciativa. Estos contrastes fueron positivos para reclasificar algunas subcategorías de agentes. La principal reclasificación fue incorporar el Corporate Finance (especializados en finanzas) como parte de los agentes core «Financiación & Inversión» del mapa.

### 4.6.1.1. Mapa final del centro financiero del País Vasco

Así el resultado del mapeo de agentes del centro financiero del País Vasco ha permitido identificar 181 empresas/entidades que son parte del mapa del clúster.

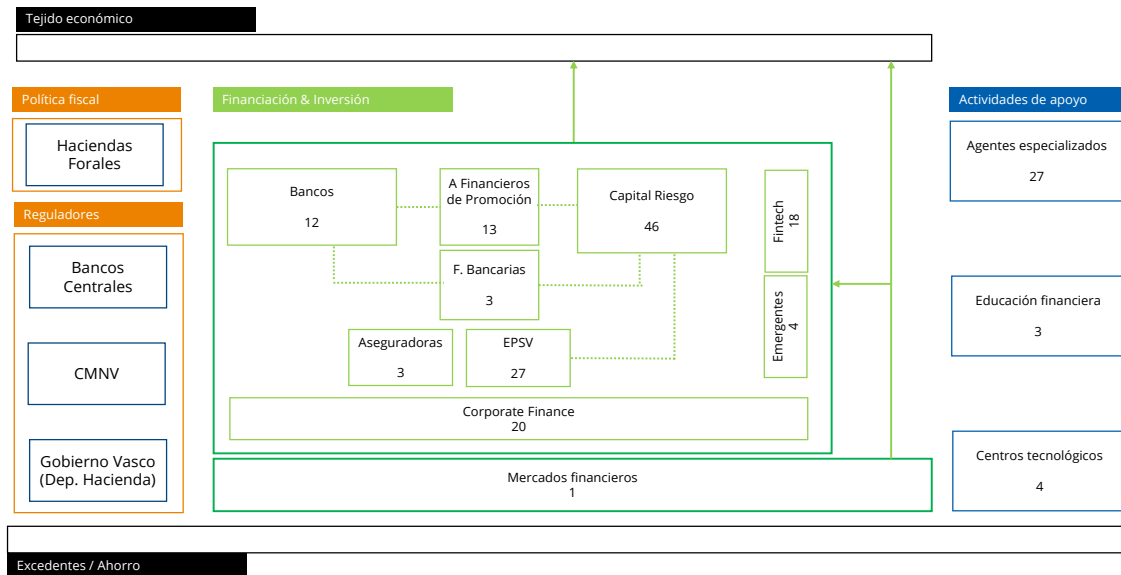


Figura 13. Mapa de empresas y actores. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

## 4.7. Aplicación al marco conceptual

En los apartados 4.5 y 4.6. se ha recogido la información necesaria para aplicar el marco conceptual de análisis de centros financieros locales al País Vasco. Para ello se analizarán los tres elementos que se relacionan en el modelo: las características del sistema financiero local, los agentes que participan en él y sus conexiones con otros sistemas financieros.

### 4.7.1. El centro financiero local

#### 4.7.1.1. Tipología de centro

El País Vasco está ubicado en el norte de España, junto al mar Cantábrico y Francia. Está situada

pues en una zona geográfica que la literatura ha identificado por tener las características de un sistema bancarizado (Allen y Gale, 2000a; Zogning, 2017). En los orígenes históricos se puede observar que la evolución del centro financiero ha estado muy vinculada a entidades bancarias, entidades que han visto reducida su presencia en el territorio, especialmente en los últimos años, pero que se mantienen como principales intermediarios. Así, de 2008 a 2017 el número de sucursales en Euskadi se redujo un 31 %, algo menos que en el Estado, que alcanzó el 39 % (Jiménez Gonzalo y Tejero Sala, 2018).

La presencia de mercados financieros activos en el territorio, y aunque existe la Bolsa de Bilbao, está integrada en un grupo internacional y el nivel de actividad en el propio territorio es pequeño. El número de empresas cotizadas es reducido. Veintiún empresas<sup>30</sup> cotizan en mercados de bolsa (SABI Informa, octubre de 2024), aunque se detecta que cuatro de estas han empezado a cotizar después de 2020. Diecisiete empresas cotizan en el mercado de Madrid, tres en Barcelona y una en París.

Por otro lado, existe un control del accionista principal en las empresas. El 80 % de las empresas ostentan el control del accionista principal, lo que evidencia el alto nivel de concentración de la propiedad existente en el entramado empresarial de Euskadi (Garmendia-Lazcano *et al.*, 2023). Asimismo, existe una gran presencia de empresas familiares, donde la importancia de las personas directivas es limitada dado que normalmente pertenecen a las propias familias (Neubauer y Lank, 2016).

En España el principal centro financiero es Madrid (Tier 2), el resto de centros financieros locales de España están infraespecializados. Esto es congruente con el estudio realizado por Capelle-Blancard *et al.* (2024), que identifican una concentración de la actividad a nivel nacional en ciertos centros financieros. Por otro lado, en Europa el centro financiero internacional más cercano es París, que se puede considerar un centro financiero global (Tier 1). En todo caso no parece que el País Vasco esté de manera significativa influenciada por París, y sí por Madrid. Madrid concentra de manera creciente las sedes centrales. Por lo tanto, Madrid (Tier 2) hace las funciones de centro financiero nacional influenciando y proveyendo de servicios al País Vasco, que ejerce como centro financiero local (Tier 3) (Degl'Innocenti *et al.*, 2017). De hecho, destaca que, aunque las empresas vascas tienen ciertas características propias, presenta las mismas dinámicas que el de las empresas del resto de España (desde 2008 aumento de

---

<sup>30</sup> La Bolsa de Barcelona son: Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, SA; Vocento, Sociedad Anónima; e Iberpapel Gestión, SA. En la Bolsa de Madrid, el Mercado Continuo Español y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) cotizan: Iberdrola, Sociedad Anónima; Vidrala, SA; Global Dominion Access Sociedad Anónima; Tubos Reunidos, SA; Minerales y Productos Derivados, SA; Urbar Ingenieros, SA; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Sociedad Anónima; Gestamp Automoción Sociedad Anónima; CIE Automotive, SA; Tubacex, SA; Neinor Homes Sociedad Anónima; Faes Farma, SA; Artechelantegi Elkarte, SA; Agile Content SA; NBI Bearings Europe SA; Aeternal Mentis, S.A.; e Indexa Capital Group Sociedad Anónima. En Euronext Paris cotiza Virtualware 2007 SA.

capitalización, menor endeudamiento o menores costes de financiación).

#### 4.7.1.2. Características propias

La demanda de financiación es tradicional con un mayor nivel de capitalización y menor uso de financiación externa. El crecimiento es orgánico basado en la autofinanciación y financiación basada en deuda. Así, la empresa vasca muestra una persistente preferencia por financiarse con recursos propios, siguiendo la *pecking order theory*, característica de sectores maduros con crecimiento limitado. Este comportamiento y el limitado tamaño del territorio no se dan en economías de escala suficiente que estimulen la demanda.

El tejido empresarial es preminentemente pequeño, con gran peso de las empresas familiares que controlan las decisiones empresariales. Aunque se han identificado empresas que pese no tener un tamaño grande han optado por acceder a los mercados financieros, estos son una minoría en comparación con el número total de empresas. Por otro lado, la rentabilidad del accionista es menor, las empresas vascas no aprovechan óptimamente su apalancamiento positivo, seguramente debido a que los accionistas son de carácter familiar y tienen carácter de continuidad.

Las empresas que quieren aplicar modelos de negocio con estructuras de financiación avanzadas requieren de mayores niveles de competencias dado que las técnicas y valoración de riesgo son más complejas (Chiapello, 2020; Ehret y Wirtz, 2017; Perona *et al.*, 2017). La percepción es que las empresas tienen unas capacidades financieras no sofisticadas, que puede ser tanto por su perfil de riesgo como por las dificultades para generar/atraer personas con perfiles financieros sofisticados.

El desarrollo de la oferta se ha visto influenciado por su profunda tradición industrial a través de los años. Las empresas presentan una mayor rentabilidad basada principalmente en la actividad manufacturera. Se observa una conexión con la economía real en la estructura del centro financiero, que mantiene su enfoque en la financiación industrial y en los servicios financieros orientados al desarrollo de las empresas locales. Esta conexión se ha debilitado en las últimas décadas tal y como se puede ver en la revisión histórica realizada. Esta pérdida de conexión puede debilitar la capacidad de tracción que tiene la actividad financiera en el tejido del territorio (Cecchetti y Kharroubi, 2015).

En la actualidad el peso del sector financiero en el Valor Añadido Bruto (VAB) del País Vasco es aproximadamente del 4,5 %. Este porcentaje es comparable con el de otras regiones industriales de Europa, aunque se encuentra por debajo de lo observado en regiones con

centros financieros más desarrollados. A lo largo de la última década, a pesar de la disminución de puestos de trabajo en el sector de actividades financieras, este ha logrado mantener una relativa estabilidad gracias a la actividad bancaria y a su integración en el sistema financiero europeo. No obstante, el empleo en este sector se está enfocando cada vez más en tareas de menor valor agregado, lo que indica una especialización más limitada del centro financiero vasco en contraste con otros centros financieros más desarrollados (Hashimoto *et al.*, 2022). Esto puede ser una debilidad a la hora de atraer personas especializadas en el ámbito financiero al territorio, lo cual afecta de manera negativa a la sofisticación de la función financiera, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta (Turkina *et al.*, 2016).

En cambio, el centro financiero en el País Vasco ha experimentado un notable aumento en la especialización en áreas específicas en especial en lo relativo al capital de riesgo. Estos nuevos agentes están contribuyendo a la diversificación de la oferta en la región, si bien su influencia aún es reducida en relación con las instituciones más convencionales. Según la CMNV (marzo 2024), el País Vasco cuenta con diecinueve gestoras de capital que tienen su domicilio en el territorio y que gestionan ciento tres instrumentos de inversión. Un ejemplo del alto dinamismo de este tipo de agentes de inversión es que a finales de 2021 había inscritas diez gestoras con cuarenta y dos instrumentos (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).

Actualmente, las finanzas descentralizadas (DeFi) no son un elemento relevante en la financiación de empresas en Euskadi, pero se reconoce que en el futuro podrían provocar una transformación. El desarrollo y posicionamiento de Euskadi es más incipiente que en otros lugares, lo que puede significar una debilidad en el futuro.

Se puede identificar la existencia de figuras singulares (Deeg, 2010) relacionadas con el impulso público. Como son los fondos de pensiones, debido a que se tiene competencias fiscales, las fundaciones bancarias, que surgen de las cajas de ahorro y que mantienen un peso importante, e instituciones con un fuerte apoyo público que son singulares y que tienen como objetivo paliar el acceso a la financiación de ciertos colectivos empresariales. Por el contrario, aunque se han dado pasos en los últimos años, parece que existe recorrido para generar una fiscalidad, armonizada en los tres territorios históricos, que acompañe de manera más intensa a la función financiera y a los agentes que lo desarrollan.

En suma, el País Vasco tiene unas características de propias relacionadas con la demanda, oferta y rol de la Administración pública:

Dimensión	Características identificadas
<b>Demanda de financiación</b>	- Enfocada en autofinanciación y deuda tradicional. El conocimiento sobre otras fuentes de financiación es limitado.

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresas familiares y de reducido tamaño.</li> <li>- Existen empresas de alto crecimiento y con modelos de negocio innovadores con dificultades para cubrir toda la financiación necesaria.</li> <li>- Barreras de diversificación financiera por falta de competencias.</li> </ul>
Oferta	de financiación bancaria	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Financiación bancaria abundante, pero las entidades están en transformación.</li> <li>- Creciente desconexión entre los centros de decisión y las necesidades locales.</li> <li>- Enfoque en soluciones a corto plazo.</li> <li>- Problemas de acceso para pequeñas empresas y empresas de riesgo.</li> </ul>
	de financiación de mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Oferta limitada de financiación de mercados de capital en el territorio.</li> <li>- Existe una industria de inversión local emergente.</li> </ul>
	de financiación emergentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las finanzas descentralizadas (DeFi) aún no tienen un impacto relevante.</li> <li>- Potencial para generar cambios significativos en el futuro.</li> </ul>
Rol de las Administraciones públicas		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Implicada en tratar de paliar los fallos de mercado (clave en la crisis de la COVID-19).</li> <li>- Es activa y ha ayudado a generar instituciones propias del territorio que se mantienen.</li> <li>- Tiene unas competencias limitadas, entre las que destacan políticas de promoción económica y regulación de EPSV y fiscal.</li> </ul>

Tabla 25. Características propias identificadas. Fuente: Elaboración propia.

Así el análisis realizado ha identificado ciertas características propias que afectan a su desarrollo como centro financiero local: el limitado tamaño del territorio y la escala de su economía; las características propias de las empresas (alta concentración de empresas pequeñas, familiares y cooperativas); una cultura tradicional (adversa al riesgo financiero) por parte de las empresas; el rechazo a ciertos tipos de instrumentos de inversión; y diversas características culturales marcadas por una economía altamente bancarizada.

#### 4.7.1.3. Aglomeración de intermediarios

El análisis de los intermediarios que integran un centro financiero muestra una configuración compleja y variada, donde conviven entidades tradicionales junto a nuevos actores en desarrollo (Aramonte *et al.*, 2022; Tirole, 2010). En este mapa se encuentran representadas diversas instituciones, tales como bancos, fundaciones bancarias, entidades de capital riesgo, agentes de desarrollo e impulso económico, centros tecnológicos y universidades, que desempeñan un papel fundamental en el impulso de la innovación y el desarrollo del sector financiero.

En este mapa, las instituciones tradicionales como los bancos mantienen su relevancia al desempeñar un papel central. Estas organizaciones han ajustado sus modelos de operación para hacer frente a los retos del mercado. Un problema para la financiación puede ser la distancia operativa entre las sucursales localizadas en el País Vasco y las sedes centrales. En estos casos, se pierde conocimiento y capilaridad en el territorio (Clark *et al.*, 2009).

Las nuevas entidades, como las firmas de inversión de riesgo, están generando un impacto positivo en la industria local al incorporar nuevos modelos de financiación hasta ahora poco utilizados como el capital. Se puede ayudar a diversificar las fuentes, aunque por el contrario también requieren de competencias nuevas por parte de las empresas y pueden generar un desarraigo de la propiedad en el medio plazo.

El examen del mapa de agentes pone de manifiesto que el País Vasco está habituado a tener un importante desarrollo de un ecosistema local rico y diverso (Morgan, 2016). La relevancia de las instituciones de respaldo, tales como los centros tecnológicos y las universidades, las cuales desempeñan una función fundamental en la transmisión de conocimiento y en la capacitación de personal especializado. Por el contrario, estas entidades están más habituadas a trabajar orientadas a otros sectores de actividad, por lo que requiere tiempo el que pueda haber una transferencia efectiva de capacidades.

El mapa de agentes locales, en su totalidad, muestra un centro financiero local en proceso de cambio, en el cual conviven instituciones tradicionales y emergentes. Cada una de ellas desempeña un papel específico que colabora en el desarrollo del centro financiero del País Vasco. La variedad de participantes en el sistema constituye una fortaleza, pero también genera desafíos en cuanto a la coordinación y cohesión.

#### 4.7.2. Conexiones con otros centros financieros

Es fundamental analizar las relaciones entre el centro financiero del País Vasco y otros centros financieros, tanto a nivel nacional como internacional, con el fin de comprender su posición competitiva en el mercado global. El centro financiero del País Vasco ha mantenido un cierto grado de aislamiento de los principales centros financieros internacionales a lo largo de la historia. Esta situación se debe en parte al enfoque de las políticas en la economía real y al terrorismo que limitaba la atracción de capitales y personas. Es decir, no se han trabajado las conexiones sistémicas con otros centros financieros internacionales. La principal conexión identificada es con Madrid, cuya influencia como centro financiero nacional es evidente.

Madrid funciona como un centro nacional que facilita el acceso a mercados internacionales y a

agentes en todo el Estado. Este es un rol muy típico de las capitales que permite estar cerca del poder político y financiero (Ioannou y Wójcik, 2021). Tener un centro financiero más desarrollado le permite ser un fuerte polo de atracción de inversiones y talento (Zhu *et al.*, 2022). Los datos muestran el deterioro de especialización de los centros financieros locales en España, lo cual puede ser una causa de desigualdades entre Madrid y el resto de regiones (Corpataux *et al.*, 2017; Giannakis y Bruggeman, 2017).

A nivel internacional, las conexiones son más restringidas, sin embargo, existen conexiones formales dentro del proceso de integración europea, especialmente en el ámbito regulatorio. Por el contrario, existen dificultades para atraer a grandes actores financieros que operan en los centros globales. Estos actores desarrollan operaciones en el territorio, pero no destacan por generar una interacción con el resto de los actores financieros.

### 4.7.3. Alineación con el tejido empresarial

No se ha identificado un gap o desalineación generalizado entre el sistema financiero local y el tejido empresarial del territorio. La actividad del sector va dirigida sobre todo a suplir las necesidades de su entorno, y no realiza actividades puramente financieras, por lo que existe una complementariedad en las actuaciones (Ioannou y Wójcik, 2021). Dadas las características y cultura del tejido empresarial, estas no requieren de manera generalizada unas soluciones financieras sofisticadas, y el diverso entramado de actores parece que cubre esta necesidad.

Las entidades bancarias ofrecen productos estandarizados, lo cual sí puede hacer que ciertas empresas no vean atendidas sus necesidades. Esto indica que, a pesar de las relaciones estrechas, la oferta financiera pudiera separarse de las necesidades de las empresas debido a las necesidades de transformación del sector de las manufacturas. Para tratar de paliar esta situación, existen diversos instrumentos de la Administración pública, para tratar de paliar las dificultades de financiación, que van dirigidos sobre todo a pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado, hay una figura singular como las EPSV, que por motivos de diversificación de riesgos y limitaciones normativas invierten de manera limitada en el territorio. Su principal destino de inversión son los instrumentos de los mercados de capitales. En este caso pese a que existe una actividad financiera muy desarrollada, parece que su capacidad de arrastre para generar actividad económica en el territorio es limitada (Cecchetti y Kharroubi, 2015).

En estos momentos se están dando tres fenómenos relacionados con los vínculos entre el centro financiero y el tejido empresarial. Primero, como consecuencia del desarrollo del sector financiero y del resto de sectores productivos se ha debilitado la conexión que aparentemente

hubo en el desarrollo inicial de ambos. Segundo, se constata la entrada de nuevos actores, relacionados con el capital riesgo, que tienen la sede en otros centros financieros. Estos últimos actores no tienen por qué tener los mismos objetivos que los actores del territorio, ya que están orientados por maximizar el valor de los accionistas y tener unas altas rentabilidades (Orhangazi, 2008). Tercero, hay una industria de inversión local en desarrollo que busca invertir en el territorio, pero también generar una mayor actividad del sector, y de alguna manera revertir la situación de subespecialización que se ha dado.

#### 4.7.4. Resumen del marco de análisis

Por otro lado, la investigación cualitativa sobre la demanda, oferta y rol de la Administración pública arroja los siguientes resultados. La [Figura 14](#) muestra el resumen del caso del País Vasco utilizando el marco conceptual.

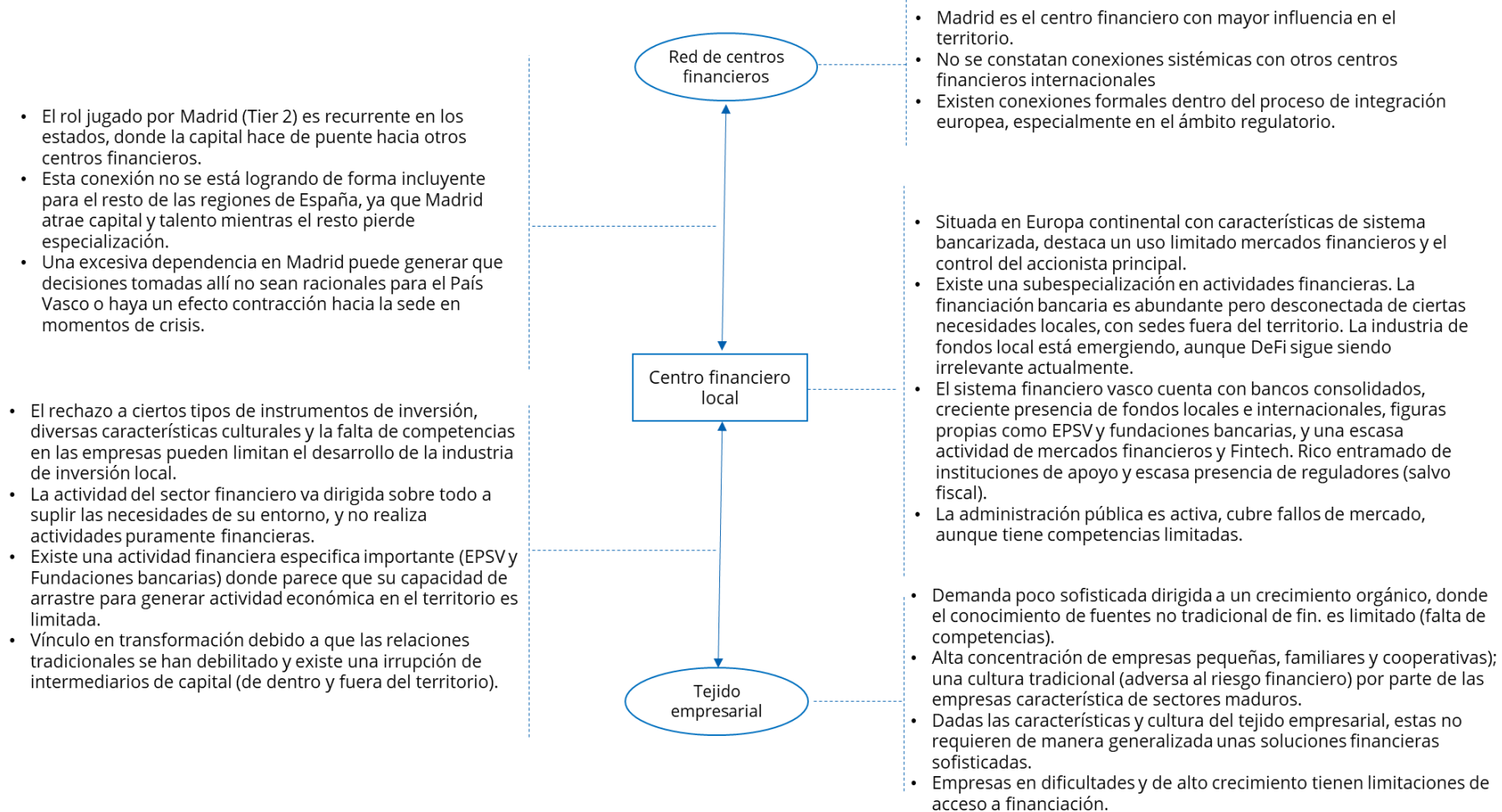


Figura 14. Análisis del centro financiero del País Vasco. Fuente: Elaboración propia.

## 4.8. Análisis de la eficiencia del centro financiero local del País Vasco

Según Levine (2005), hay cinco dimensiones críticas que definen la eficiencia de un centro financiero. A continuación, se proporciona una visión crítica sobre estas dimensiones y cómo el centro financiero del País Vasco se sitúa en ellas: (i) debe existir un flujo de información adecuado para conectar a las empresas con los inversores; (ii) el centro financiero debe tener liquidez para permitir el intercambio de activos y la gestión del riesgo; (iii) debe existir infraestructura para facilitar las transacciones; (iv) debe haber seguridad jurídica, regulación y supervisión para garantizar los derechos de empresas e inversores; y (v) el centro debe ser abierto, conectando el ahorro propio con el exterior y el ahorro externo con las empresas del territorio.

En el presente apartado se identifican ámbitos de trabajo o a vigilar que se deberían aplicar en el contexto del País Vasco (ver [Tabla 26](#)).

Dimensión	Características identificadas
Suministro de información sobre oportunidades de inversión	Las pequeñas empresas requieren seguimiento cercano y reputacional que las entidades bancarias no siempre pueden ofrecer (Clark & Wójcik, 2007; Nelson & Katzenstein, 2014). Las mediciones estándar de riesgo (como ratings) no son adecuadas para empresas en crecimiento con alta necesidad de financiación y riesgo (Chiapello, 2020; Clark et al., 2009). Las empresas tienen limitadas competencias para generar oportunidades de inversión comprendidas por actores externos.
Liquidez, supervisión y gestión de las inversiones	El País Vasco es un centro financiero Tier 3, con flujo de dinero más rápido en Tier 1 y 2 (Martin & Pollard, 2017). Madrid concentra instituciones e intermediarios, generando concentración en tiempos de crisis (Papi et al., 2017). La subespecialización financiera limita la gestión de inversiones en el País Vasco (Hashimoto et al., 2022).
Facilitan el intercambio, la diversificación y la gestión del riesgo	El País Vasco no está conectado con centros financieros internacionales, lo que lo desconecta de redes clave (Petry, 2020). Las políticas financieras estandarizadas pueden ir en contra de las inversiones del País Vasco, como en la industria (Monk, 2009). La transformación bancaria ha llevado a concentración de decisiones y pérdida de capilaridad (Claessens & van Horen, 2015).
Marcos regulatorios para la movilización y asignación del ahorro	Actores globales con más poder de supervisión limitan la influencia del País Vasco (Fernandez & Hendrikse, 2015). Nuevos actores externos están activos en financiación e inversión, sin conexión con el centro financiero local (Pozsar et al., 2010).

	La complejidad de la regulación dificulta aprovechar los ahorros del País Vasco (Cecchetti & Kharroubi, 2015).
Facilitación del comercio de bienes y servicios.	La capacidad para operar en mercados financieros regionales es limitada (Čihák et al., 2012). La menor aglomeración limita la capacidad para competir por inversiones y talento (Wardle & Mainelli, 2023).

Tabla 26. Desafíos del País Vasco para mejorar la eficiencia del centro financiero. Fuente: Elaboración propia.

De esta reflexión se identifican varios desafíos importantes. Estos incluyen elementos relacionados con la desconexión con los centros internacionales, la subespecialización en actividades financieras y la complejidad del marco regulatorio local. Los factores descritos restringen la capacidad de la región para atraer inversiones, administrar eficientemente riesgos y realizar plenamente su potencial económico.

### Suministro de información sobre oportunidades de inversión

La primera dimensión implica que haya un suministro adecuado de información para facilitar flujos de inversión. En la práctica, las empresas deben tener la oportunidad de identificar qué fuentes de financiación disponen, mientras que los inversores deben acceder a oportunidades de inversión donde poder alojar la financiación de que disponen. La transformación de los bancos y el distanciamiento de su centro de decisión ha debilitado su rol como financiadores de cercanía que sirven como base del tejido económico del territorio. Por lo tanto, las entidades bancarias corren el riesgo de perder el rol de financiador de las pequeñas y medianas empresas, o de sectores que requieren de un conocimiento específico como el de las manufacturas. En este sentido diversos autores como Clarky y Wójcik (2007), Nelson y Katzenstein (2014) señalan que las empresas de menor tamaño requieren un seguimiento más personalizado, de proximidad, donde la relación y reputación tiene un valor. La estandarización y centralización de procedimientos y tomas de decisiones puede generar fallos de mercado de financiación especialmente en las pymes. A estos últimos a menudo les falta la posibilidad de acceso a información interna y de propiedad necesaria para generar oportunidades de inversión altamente específicas.

Relacionado con el anterior párrafo se puede dar un desajuste de las mediciones de riesgo que se están estandarizando por la concentración bancaria y los requerimientos regulatorios. En las últimas décadas se han creado técnicas estándares de medición de riesgo que definen fuera del territorio (por ejemplo, *ratings*) (Chiapello, 2020); estas mediciones no recogen bien situaciones singulares (Clark *et al.*, 2009). En este sentido pueden no siempre reflejar la realidad

de las empresas vascas debido a que es necesario un conocimiento técnico (en el caso de las manufacturas) o visión a largo plazo, en el caso de las empresas en fase de crecimiento. La excesiva dependencia de modelos de evaluación que no están adaptados a las necesidades locales puede dificultar las oportunidades para obtener financiación.

Finalmente, desde el punto de vista de la oferta la falta de competencias financieras dificulta que las empresas puedan presentar propuestas de inversión que sean perceptibles y comprensibles para las financiadoras. Quizá por ello las empresas siguen dependiendo de los financiadores tradicionales y todavía no son capaces de trabajar con financiadores no tradicionales.

### Liquidez, supervisión y gestión de las inversiones

Levine sugiere que un centro financiero eficiente debe permitir el intercambio de activos y la gestión del riesgo. Así un centro financiero eficiente facilita la toma de decisiones relacionadas con la asignación y el riesgo de los recursos. La concentración de la actividad financiera fuera de los centros financieros periféricos, en el caso de España en Madrid, puede llevar a un efecto de «desconexión» con los mercados. De alguna manera el País Vasco es un centro financiero Tier 3, y el dinero fluye de manera más rápida en centros financieros Tier 1 y 2 (Martin y Pollard, 2017).

Durante las crisis, este fenómeno generalmente empeora en las ubicaciones más distantes, como el País Vasco, ya que las decisiones relevantes se toman en las oficinas centrales que representan los intereses de una región y no reflejan las necesidades específicas de otras regiones, por ejemplo, los territorios periféricos. Así la concentración de sedes en Madrid puede generar en tiempos de crisis un efecto de concentración en las sedes centrales (Papi *et al.*, 2017).

Por otro lado, aunque en los últimos años se ha incrementado su presencia, sigue habiendo una limitada presencia de agentes financieros con experiencia en áreas como la inversión de capital riesgo. Esto puede frenar el desarrollo de los sectores innovadores en la región manifestados por la falta de actores especializados. En consecuencia, la subespecialización y menores competencias en actividades financieras puede limitar la capacidad de gestión de inversiones en el territorio (Hashimoto *et al.*, 2022).

## Facilitan el intercambio, la diversificación y la gestión del riesgo

Un centro financiero eficiente debe proporcionar una infraestructura óptima para facilitar el intercambio y la diversificación de los flujos de financiación, productos de inversión e información. En este sentido, el País Vasco tiene la significativa desventaja de la carencia de un mercado financiero desarrollado. Aunque existe una Bolsa, depende en gran medida de las sedes centrales por lo que directamente no está completamente integrado en los mercados financieros globales. Así el País Vasco no está conectado con centros financieros internacionales, lo cual se desconecta de las principales redes de centros financieros (Petry, 2020). Esto dificulta a las empresas locales, especialmente las pequeñas y medianas empresas, oportunidades para diversificar los riesgos fuera de esta región debido a la misma desconexión.

Por otro lado, aunque el modelo de estandarización de las políticas financieras es altamente eficiente en muchos aspectos, la falta de integración del centro financiero local en la red de centros financieros puede ser un obstáculo añadido. Por ejemplo, las decisiones que se toman en esta red de centros financieros, sus políticas y técnicas financieras estandarizadas, pueden ir en contra de los intereses estratégicos y las políticas de inversión del País Vasco (por ejemplo, relacionadas con la financiación de la industria) (Monk, 2009).

Por último, la ya comentada transformación del sector bancario hacia los grandes conglomerados ha creado también una concentración de la toma de decisiones, lo que ha erosionado su capacidad de respuesta a las necesidades locales. Tal y como apuntan (Claessens y van Horen, 2015), esa centralización y unificación de políticas financieras se traduce en la limitación de la flexibilidad necesaria para la gestión efectiva de los riesgos financieros en el marco local.

## Marcos regulatorios para la movilización y asignación del ahorro

Un centro financiero eficiente presupone un marco regulatorio robusto y apropiado para la movilización de los recursos. En este aspecto, el País Vasco tiene limitaciones de la supervisión local en contraposición a los actores globales: a pesar de tener su sistema regulatorio, el País Vasco no tiene competencia con los actores que tienen un peso creciente en la actividad financiera. Es decir, existen actores globales cuya capacidad de supervisión excede a las autoridades (Fernández y Hendrikse, 2015), y en especial al País Vasco que tiene competencias limitadas.

En este sentido los actores globales como los fondos de inversiones o nuevos actores no tradicionales operan en el sector sin la disciplina de las autoridades locales, lo que representa un desafío en la cuestión de la regulación del campo financiero del País Vasco. De manera adicional crece el número de actores que operan en el territorio y que no están vinculados con el centro financiero local (Pozsar *et al.*, 2010).

Finalmente, la normativa vigente en el País Vasco no favorece la orientación y uso de los ahorros con gran potencial en el propio territorio. Existe margen para que las EPSV tengan un espacio de una mayor flexibilización que permitiría aprovechar la oportunidad de inversión en las áreas clave de la economía del País Vasco, como las industrias innovadoras o los proyectos de infraestructura sostenible. Por otro lado, no existen instrumentos o activos financieros que cumplan los estándares internacionales que son aceptados para que entren en la política de inversión de los fondos de pensión e inversores globales; por lo tanto, los fondos de pensión locales también tienen limitaciones para invertir. En suma, la regulación y políticas de inversión de las EPSV tiene limitaciones, lo cual dificulta el aprovechamiento de los ahorros del País Vasco en el propio territorio (Cecchetti y Kharroubi, 2015).

### Facilitación del comercio de bienes y servicios

Un centro financiero eficiente tiene que facilitar el comercio de bienes y servicios, acción que incluye que el centro financiero tenga capacidad de competir en el mercado internacional y atraer inversiones extranjeras. En este contexto el centro financiero del País Vasco opera a nivel regional. A pesar de tener una economía dinámica, la capacidad del País Vasco en los mercados que son regionales tiene limitaciones para operar y el intercambio de bienes y de servicios (Čihák *et al.*, 2012).

En este sentido existen menos actores financieros y empresas en comparación con otros centros más desarrollados, como Madrid. Es decir, tanto desde el lado de la oferta y demanda de financiación existen dificultades para alcanzar una «masa crítica». En consecuencia, la capacidad de competir por inversiones y talento es limitada debido a la menor aglomeración en relación con centros financieros más desarrollados (Wardle y Mainelli, 2023).

## 5. Implementación de modelos de negocio financiarizados en empresas manufactureras innovadoras

El contenido de este capítulo se basa en el trabajo de investigación publicado en *Journal of Business & Industrial Marketing*. Gil de San Vicente, I. y Kamp, B. (2023). So you want to servitise, but are you ready to financialise? *Journal of Business & Industrial Marketing*, 38(10), 2107-2121. <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2022-0223> (ver anexo 11.4)

En el capítulo 4, se ha analizado el centro financiero del País Vasco. Uno de los desafíos es que el centro atienda a las necesidades de la demanda de financiación, especialmente de aquellas empresas que tienen necesidades diferentes y que por sus características pueden ser de interés para el territorio. Siendo el País Vasco una región altamente especializada en manufacturas, el presente capítulo profundiza en el caso de empresas manufactureras que quieren empezar a implementar soluciones de servicios avanzados.

La presión económica hace que las empresas manufactureras se orienten más a las necesidades del cliente, pasando de servicios orientados al producto a «servicios orientados a los procesos del usuario» y de una interrelación basada en las transacciones con el cliente a otra basada en las relaciones (Baines *et al.*, 2009). Además, los servicios ayudan a las empresas a distinguirse del resto de la oferta de la competencia y a establecer nuevas posiciones competitivas (Kamp y Alcalde, 2014). Este fenómeno es conocido en la literatura como un proceso de servitización.

Vandermerwe y Rada (1988) definieron la servitización como la tendencia creciente de las empresas manufactureras en basar sus propuestas de valor en servicios, de manera que mejoran su facturación, competitividad y posicionamiento en el mercado. En este sentido diversos autores (ver por ejemplo Penttinen y Palmer (2007) o Kindström *et al.* (2012)) interpretan la servitización como una transición desde un modelo transaccional entre cliente y proveedor transaccional, a un modelo relacional.

La literatura identifica diferentes implicaciones para la empresa (como cambios en sus propuestas de valor, estructura organizativa, relaciones con los clientes o métodos de cobro) en función del grado de sofisticación de los servicios que se desarrollan y ofrecen (Kamp y Gil de San Vicente, 2021b). Diversos autores (Baines y Lightfoot, 2013a; Ng *et al.*, 2009) han

analizado las diferentes implicaciones que tiene para una empresa la prestación de servicios básicos (piezas de repuesto, reparación, mantenimiento) y servicios intermedios (formación, servicio de asistencia), frente a la prestación de servicios avanzados (contratos basados en el rendimiento o que incluyen soluciones financieras). Un ejemplo de estos servicios avanzados financierizados son los contratos basados en rendimiento, que se refiere a los servicios prestados sobre la base del pago por uso o resultado o mediante contratos con compensación de riesgo/recompensa relacionada con objetivos de rendimiento. Estos modelos de servicios avanzados financierizados implican un cambio en la gestión financiera de las empresas, ya que modifica el esquema de cobro y financiación con el cliente. Internamente las empresas que prestan estos servicios avanzados pueden evolucionar en su modelo de negocio (Krippner, 2005), ya que sus ingresos se derivan no solo de la venta de bienes y servicios, sino también de la prestación de soluciones financieras a los clientes.

El resto de este capítulo 5 se estructura como sigue. En primer lugar, revisamos la literatura sobre financiación y servitización de la prestación de servicios avanzados. A partir de esta revisión de la literatura, propondremos un marco analítico que aplicamos en el estudio de caso de cuatro empresas manufactureras que han implantado servicios avanzados financierizados. Por último, analizamos nuestras conclusiones, así como las implicaciones y limitaciones de nuestros resultados.

## 5.1. Revisión de la literatura

### 5.1.1. Financiación de las empresas manufactureras

Según Crotty (2005), las empresas manufactureras son más propensas a incluir soluciones financieras en sus productos debido al exceso de capacidad y al bajo margen de su actividad tradicional. Se trata de una tendencia asociada a la financierización de la economía. La financierización puede entenderse como el aumento de la importancia de los activos financieros, y por ende de los mercados, actores e instituciones financieras en la conducta empresarial (Epstein, 2005). En relación con la financierización French *et al.* (2011) señalan que, aunque afecta a toda la economía, lo hace con mayor intensidad en aquellos ámbitos geográficos con características de los sistemas financieros anglosajones.

Pese a las implicaciones de la financierización, hasta la fecha sus consecuencias a nivel empresarial están insuficientemente entendidas (Su y Liu, 2021). A este respecto Erturk (2008) señala que la financierización de las empresas manufactureras implica un cambio desde una

gestión industrial a una gestión financiera, lo cual incluye que las empresas tienen un conjunto de activos financieros que debe gestionar y rentabilizar. Relacionado con estos cambios Rosemary y Appelbaum (2013) indican que las empresas manufactureras modifican gradualmente la estructura de sus cuentas de pérdidas y ganancias, con un aumento del peso de las actividades financieras en sus beneficios y una disminución de sus actividades, de producción, tradicionales. Otros autores apuntan a consecuencias relacionadas con un mayor uso de métodos de tarificación basados en los gastos operativos (OPEX) (Gebauer y Haldimann *et al.*, 2017), unas mayores necesidades de liquidez lo que sofisticada la gestión del flujo de caja y la tesorería (Toxopeus *et al.*, 2018), y un incremento de la deuda lo que obliga a la empresa a prestar más atención a sus ratios y sus calificaciones financieras (Froud *et al.*, 2000). Del mismo modo, puede llevar a las empresas a incluir novedosas propuestas de financiación en sus soluciones de comercialización, incluyendo servicios de planes de arrendamiento financiero o modelos de pago por uso (Kamp y Gil de San Vicente, 2021b).

La financierización implica, por tanto, una nueva perspectiva empresarial en la que la experiencia de los agentes financieros y las técnicas financieras desempeñan un papel cada vez más importante en el diseño y la ejecución de operaciones comerciales para atraer a los inversores (Chiapello, 2020).

### 5.1.2. Implicaciones financieras de la servitización

El interés académico por los aspectos financieros de la servitización se remonta a hace más de una década y comenzó centrándose en el estudio de la rentabilidad financiera de la servitización. Los estudios fundamentales se centran en lo denominado paradoja de los servicios, que aborda por una parte la incapacidad de la empresa de obtener mayores beneficios (Gebauer *et al.*, 2005) y, por otra, el aumento de los riesgos financieros por parte de las empresas que implantan estas soluciones (Neely, 2008). En esta línea según Benedettini *et al.* (2015), es más probable que las empresas manufactureras que prestan servicios se enfrenten a dificultades financieras debido a los mayores riesgos que genera el proceso de servitización. En este sentido, Gebauer y Haldimann *et al.* (2017) mencionan la complejidad de la gestión financiera y los riesgos asociados a los servicios (avanzados) y los recursos necesarios para implementarlos. Del mismo modo, Oliveira *et al.* (2018) abordan la cuestión de contar con recursos financieros internos suficientes para el desarrollo exitoso de un negocio de servicios por parte de empresas manufactureras. Además, Perona *et al.* (2017) destacan el aumento de la importancia de los recursos financieros para dotarse de las capacidades necesarias, así como para afrontar las adquisiciones inorgánicas que sean necesarias.

Más recientemente Kamp (2020) argumenta que ciertas competencias y aptitudes influyen en la propensión de las empresas manufactureras a aplicar innovaciones financieras en sus soluciones de servicios; entre ellos se incluyen la posesión de las habilidades (internas) para tratar la gestión financiera (del riesgo), la familiaridad con las técnicas de contabilidad relacionados con sus gastos operativos, y el acceso a actores con *know-how* especializado en financiación de activos y la gestión de activos industriales. Es por ello por lo que la implantación de estas soluciones de servicios avanzados se ve favorecida cuando la empresa dispone de conocimientos financieros necesarios (por ejemplo, contabilidad analítica) y sofisticada su cartera de proveedores financieros.

### 5.1.3. Implicaciones financieras de los servicios avanzados

Los servicios avanzados implican cambios más profundos en la empresa que la prestación de servicios básicos e intermedios (Eggert *et al.*, 2014; Ulaga y Reinartz, 2011). En esta línea Baines *et al.* (p. 269, 2017) afirman que los servicios avanzados «exigen que los fabricantes vayan más allá de una mentalidad de producción y adopten un paradigma empresarial diferente».

Relacionado con lo anterior, trabajos publicados sobre las implicaciones financieras de los servicios avanzados desarrollan estos cambios de paradigma y añaden otros relacionados con la función y gestión financiera. Por ejemplo, Huikkola y Kohtamäki (2018) y Kamp (2020) afirman que la comercialización de servicios avanzados puede requerir innovaciones financieras. En este sentido, Ulaga y Kowalkowski (2022) afirman que, en tiempos de crisis, cuando la actividad de los clientes disminuye, los servicios avanzados basados en contratos por resultados o de pago por uso pueden tener un impacto negativo en la empresa ofertante. Dadas estas implicaciones los servicios avanzados exigen por parte de la empresa tomarse más en serio la gestión del riesgo (financiero).

En consonancia con lo anterior, a las empresas que ofrecen servicios avanzados financierizados requieren de competencias y recursos internos y externos para hacer frente a las oportunidades y los riesgos que entrañan estas soluciones de servicios avanzados (Ehret y Wirtz, 2017); un ejemplo de estos riesgos atañe a la rentabilidad de la empresa (Chesbrough *et al.*, 2018). Otro elemento relacionado es la posible alteración de las relaciones entre las empresas manufactureras con sus clientes, ya que estos servicios añaden reciprocidad a las relaciones usuario-proveedor y asignan al proveedor de servicios mayores responsabilidades, lo que conlleva mayores riesgos. En este sentido Schaeffers *et al.* (2021) mencionan que los acuerdos contractuales son un elemento clave para que la empresa manufacturera regule los

riesgos asociados.

Para abordar las complejidades mencionadas, Bagozi *et al.* (2019) sugieren que los servicios avanzados pueden requerir la participación de terceros agentes especializados (ponen como ejemplo los relacionados con los seguros financieros). Del mismo modo, Kamp y Gil de San Vicente (2021a) ponen de ejemplo a los proveedores de servicios financieros independientes, como las empresas de financiación de activos, como aliados para hacer frente a los riesgos financieros de los servicios avanzados. En el caso de estos últimos, proveedores externos de servicios financieros pueden apoyar a las empresas manufactureras a través de sus redes y experiencia en el reacondicionamiento, la recomercialización y el reposicionamiento de los activos financieros que la empresa necesite volver a sacar al mercado (véase la gestión del ciclo de vida de los activos (Belkadi *et al.*, 2010; Rabetino *et al.*, 2015).

Por consiguiente, prever los riesgos y los costes a la hora de llevar a la realidad servicios avanzados es primordial para las empresas manufactureras que las implanten; esto implica unas capacidades de gestión adecuadas, tanto para elementos internos de la empresa como para elementos externos a esta.

#### 5.1.4. Estado del arte en el cruce entre la servitización y la financierización

A partir de la revisión bibliográfica de los apartados anteriores (5.1.1., 5.1.2. y 5.1.3.) hemos revisado las principales publicaciones que relacionan los servicios avanzados y la dimensión financiera de la empresa. Estos estudios se pueden distinguir entre aquellos estudios que analizan las consecuencias financieras (análisis *expost*) de aquellos que analizan las condiciones relacionadas con la financiación que son necesarias (análisis *exante*) en torno a la empresa de servicios. El siguiente cuadro ofrece una comparación de estas publicaciones.

	Focalizadas en las condiciones financieras ex ante de los servicios avanzados.	Focalizadas en las condiciones financieras ex post de las empresas de servicios.
Centradas en las condiciones internas de los servicios financieros	Oliveira <i>et al.</i> (2018): un estudio de caso empírico.	Benedettini <i>et al.</i> (2015); Gebauer <i>et al.</i> (2005); Neely, (2008).
Centradas en las condiciones internas y externas de los servicios financieros	Kamp (2020); Kamp y Gil de San Vicente (2021b): enfoque conceptual.	
Centradas las condiciones externas de los servicios financieros	Gebauer y Haldimann <i>et al.</i> (2017): un estudio de caso empírico.	

Tabla 27. Clasificación de las publicaciones sobre la servitización y la financierización.  
Fuente: Elaboración propia.

De esta revisión destaca la ausencia de estudios empíricos que adoptan un enfoque ex ante, centradas tanto en las condiciones internas y externas de los servicios financieros relacionados con los servicios avanzados. En consecuencia, el capítulo 5 tratará de cubrir este gap identificado.

## 5.2. Marco conceptual

Esta sección presenta el marco conceptual (como se muestra en la Figura 15 «Marco conceptual») y presenta las preguntas de investigación para explorar los aspectos ex ante que son relevantes para las empresas manufactureras que desean implantar servicios avanzados financierizados. Como complemento al capítulo «Revisión bibliográfica», se considera que la capacidad de las empresas manufactureras para implantar con éxito los servicios avanzados financierizados se ve influida por: su propia aptitud financiera, el potencial comercial/de mercado de los servicios avanzados que ofrecen y la posibilidad de estructurar los servicios avanzados en forma de productos financieros para aumentar su atractivo para los financiadores externos.

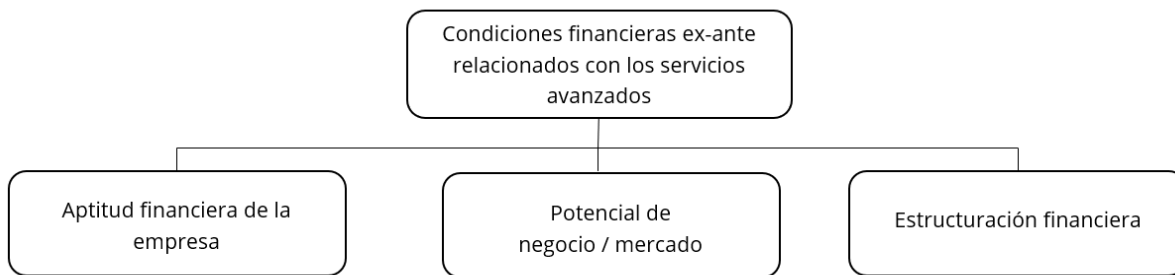


Figura 15. Marco conceptual. Fuente: Elaboración propia.

El elemento constitutivo «aptitud financiera» se relaciona con las ideas de Kamp (2020), mientras que la necesidad de generar una «estructuración financiera» se extrae de Chiapello (2020). El bloque central del marco conceptual, es decir, «potencial de mercado/negocio», fue incluido anteriormente por Kamp y Gil de San Vicente (2021a), sin embargo, está relacionado con la idea de evitar la paradoja de los servicios (Gebauer *et al.*, 2005; Neely, 2008): una nueva propuesta de servicio avanzado requiere de un público objetivo que esté dispuesto a pagar dicha solución. En consecuencia, partimos de un marco ecléctico para el análisis. A continuación, operacionalizamos cada uno de estos tres componentes básicos en los siguientes apartados.

### 5.2.1. Aptitud financiera de la empresa

Kamp (2020) denomina la aptitud financiera como la disposición (interna) de una empresa para desarrollar/adoptar servicios avanzados financierizados. Como indicadores de la aptitud financiera, se proponen dos cuestiones principales. Por una parte, se analiza la evolución de las funciones financieras de las empresas; por otra parte, se analizan las capacidades financieras que se requieren en la empresa para su implantación. Con respecto a la primera cuestión, implica disponer internamente una función financiera suficientemente sofisticada (Perona *et al.*, 2017). En cuanto a la segunda cuestión, las empresas deben poseer las competencias y los conocimientos necesarios para financierizar sus actividades, lo que implica la formación o captación de los recursos humanos adecuados. Así este proceso puede poner a prueba la capacidad de la empresa para desarrollar las competencias y los conocimientos necesarios para afrontar la nueva situación y las modalidades de financiación (Gebauer y Saul *et al.*, 2017; Kamp, 2020). En consecuencia, se formula la siguiente hipótesis relacionada con la capacidad de las empresas que pretenden desarrollar servicios financierizados:

H1. La implantación de servicios avanzados financierizados requiere que las empresas desarrollen una capacidad financiera más sofisticada.

La capacidad de las empresas para adquirir financiación externa depende de su acceso a los diversos mercados de financiación y de su relación con todos los agentes financieros. Una función financiera más compleja implica desarrollar nuevas relaciones externas, lo que requiere que las empresas sean receptivas a colaborar con otras empresas o agentes con las cuales no se haya colaborado anteriormente (Kamp y Gil de San Vicente, 2021a; Raddats *et al.*, 2017). En consecuencia, se formula la siguiente hipótesis relacionada con los proveedores financieros para empresas que desarrollan servicios avanzados:

H2. Los servicios avanzados generan una apertura hacia nuevos proveedores financieros y a marcos de colaboración más complejos.

### 5.2.2. Potencial de negocio/mercado

En algún momento cualquier empresa o mercado puede pasar de comprar un producto/servicio a pagar por su beneficio o prestación. Estos casos son reflejo de que una parte del mercado tiene interés por recibir servicios avanzados, que incluyen soluciones (Neely, 2008) financieras (Kamp y Gil de San Vicente, 2021a). Sin embargo, lanzar estos servicios avanzados al mercado puede no mejorar los resultados financieros de la empresa (Gebauer *et al.*, 2005) y puede conllevar mayores riesgos financieros. Así pues, el potencial de mercado de los servicios avanzados es una cuestión de segmentación del mercado y de evaluación del número (potencial) de clientes interesados en soluciones financieras entre el volumen total de ventas de una empresa. Además, esta solución de servicio avanzado implica una transferencia de riesgos del cliente a la empresa (Benedettini *et al.*, 2015; Schaefers *et al.*, 2021). Por este motivo, es crucial para la empresa conocer tanto al cliente como los usos del producto/servicio ofrecido. En consecuencia, se formula la siguiente hipótesis relacionada con la necesidad de segmentar el mercado potencial:

H3. Las empresas deben llevar a cabo una segmentación del mercado e identificar las motivaciones de sus clientes a la hora de buscar una nueva fuente de ingresos a partir de servicios avanzados financierizados.

Una vez realizada la segmentación del mercado, la empresa debe estimar el potencial de este y hacer un seguimiento del crecimiento de los clientes que desean pagar por los servicios

financierizados. Los servicios avanzados suelen suponer una innovación dentro del mercado cuando se implantan inicialmente. Por lo tanto, la incertidumbre o la baja demanda del nuevo producto/servicio puede ser una de la principal barrera que impida a las empresas adoptar servicios financieros avanzados de manera exitosa (Carbonell e Isabel, 2006). Relacionado con lo anterior, Ehret y Wirtz (2017) destacan la importancia de evitar expectativas erróneas sobre el mercado; es decir, sobreestimar la disposición a pagar de los clientes por el nuevo servicio. En consecuencia, se formula la siguiente hipótesis relacionada con el potencial de nuevos mercados para el desarrollo de servicios avanzados financierizados:

H4. El potencial de mercado previsto es un factor crucial en el proceso de toma de decisiones de la empresa a la hora de ofrecer soluciones financieras en servicios avanzados.

### 5.2.3. Estructuración financiera de los servicios avanzados

El acceso a recursos suficientes que permitan escalar los nuevos servicios financierizados requiere redefinir su estructura en términos de inversión, rentabilidad y riesgo si se quiere atraer agentes financiadores ajenos a la empresa (Chiapello, 2020). Para ello, las empresas deben generar una estructura financiera adecuada basada en el producto/servicio ofrecido que sea reconocible por parte de agentes ajenos a la empresa. Entre otros, es necesario identificar la inversión necesaria, el riesgo y la capacidad de pago del propio producto/servicio, separándola de los flujos del resto de las actividades de la empresa (Yescombe, 2013). En consecuencia, se formula la siguiente hipótesis relacionada con la estructuración financiera del producto/servicio:

H5. La habilidad de la empresa para estructurar los riesgos y el flujo de caja en torno a los servicios avanzados determina su capacidad para atraer financiación.

Las empresas pueden diseñar diversas estructuras en función de los objetivos de captación de recursos que tengan. Por un lado, la empresa puede implantar los servicios avanzados como una línea de negocio integrada sin diferenciarla explícitamente de sus actividades principales. En este caso, las empresas podrían tener una mayor exposición al riesgo frente al efecto sobre su balance debido al alto volumen de inversión necesaria y a la no identificación del flujo de caja que retorna de esta inversión (Hou y Neely, 2018). Por otro lado, una empresa puede diferenciar sus operaciones de servicios avanzados y gestionarlas como una línea de negocio independiente. Esto podría implicar el desarrollo de una perspectiva de financiación de proyectos y un proyecto de inversión de capital económicamente separado (Finnerty, 2013). En

consecuencia, se formula la siguiente hipótesis sobre la tipología de agentes financieros que una empresa puede atraer dependiendo del tipo de estructura financiera construya:

H6. La estructura financiera de la operación determina la capacidad de las empresas para atraer financiadores externos directamente al negocio de servicios avanzados.

## 5.3. Metodología de la investigación

Hemos aplicado una metodología de estudio de casos para examinar los requisitos ex ante de las empresas manufactureras que pretenden adoptar servicios avanzados financierizados. Se han utilizado estudios de casos cualitativos y entrevistas para investigar sobre las teorías emergentes en servitización (Ciasullo *et al.*, 2021; Dmitrijeva *et al.*, 2020; Gebauer, Haldimann, *et al.*, 2017; Gebauer, *et al.*, 2017; Momeni y Martinsuo, 2018; Oliveira *et al.*, 2018). En esta línea, utilizamos los casos aquí presentados como herramienta para el desarrollo de la teoría a través de datos emergentes y configuramos el estudio de caso (Dubois y Gadde, 2002, 2014). Esta metodología permite un análisis en profundidad de las condiciones del «mundo real» (Eisenhardt, 1989) a la vez que nos permite plantear preguntas de investigación novedosas (Yin, 2017), avanzando así en nuevos conocimientos.

### 5.3.1. Selección de casos

Se han identificado cuatro empresas manufactureras para la realización de un análisis exploratorio de casos prácticos, a través de un análisis cruzado de casos (Eisenhardt y Graebner, 2007). Para su identificación se ha partido de un muestreo de casos empresariales de servicios avanzados de una encuesta de cincuenta y seis empresas industriales que aplican modelos de servicios avanzados realizado por Kamp (2020). Las cuatro empresas son del País Vasco (España), una región altamente industrializada, cuya economía/VAB depende en un 24,2 % de su actividad industrial (Eustat, 2023). Se considera que el País Vasco puede servir de modelo para otras economías manufactureras históricamente fuertes que deben adaptarse a las transformaciones económicas (Iammarino *et al.*, 2019). En esta región europea domina un modelo de mercado financiero bancarizado (ver [Tabla 6](#) «Clasificación tipos de centros financieros según los modelos dominantes»).

En el estudio inicial de Kamp (2020) se constató que, aunque las empresas vendían servicios avanzados, la aplicación de soluciones financierizadas ligadas a estos era residual. Por lo tanto,

se utilizó un muestreo basado en criterios teóricos para encontrar ejemplos relevantes que pudieran aportar pistas sobre los atributos que poseían los casos que incluyan servicios avanzados financierizados. Se utilizaron los siguientes criterios: el análisis interno del modelo de negocio indicaba que era (desde el punto de vista de inclusión de servicios) avanzado, disponían de un producto/servicio financierizado diseñado o listo para su lanzamiento, y tenían cierta experiencia real en el mercado (como mínimo pilotos realizados). Solo cuatro empresas cumplían los criterios anteriores y fueron elegidas casos de estudio de la muestra inicial. El cuadro 2 resume los casos seleccionados.

	(A)	(B)	(C)	(D)
<b>Actividad principal</b>	Sistemas integrales de movilidad sostenible	Vehículos de transporte colectivo	Vehículos industriales	Maquinaria de envasado
<b>Personalidad jurídica</b> <sup>31</sup>	Sociedad limitada	Cooperativa	Cooperativa	Cooperativa
<b>Empleados/facturación</b>	+ 10,000 +/- 1000 millones de €	2,500-5,000 +/- 750 millones de €	50-250 31-40 millones de €	50-250 5-10 millones de €
<b>Ingresos por servicios</b>	Aprox. 25 %	Aprox. 5 %	Aprox. 65 %	Aprox. 16-20 %
<b>Experiencia con servicios avanzados financierizados</b>	Proyectos financierizados de soluciones de movilidad (incluidos productos y servicios)	<i>Renting</i> y financiación a clientes	<i>Renting</i> y soluciones de pago por uso (pilotos)	Soluciones de pago por uso

Tabla 28. Casos seleccionados. Fuente: Elaboración propia.

### 5.3.2. Recogida de datos

La recogida de datos de los cuatro casos se llevó a cabo entre mayo de 2018 y enero de 2020. En línea con Goffin *et al.* (2019), se emplearon varias fuentes de datos para establecer la validez del constructo de la teoría a través de la triangulación de datos para estudios de casos. La recopilación a través de entrevistas comprendió dos rondas de entrevistas semiestructuradas de 60-90 minutos con cada empresa. Estas entrevistas se grabaron en audio y posteriormente

<sup>31</sup> Nótese que tres de las empresas son cooperativas, lo que puede tener implicaciones que se destacarán más adelante.

se transcribieron. Todas las preguntas se formularon de forma no intrusiva e indirecta para evitar efectos como la escucha activa excesiva (McCracken, 1988).

Entrevistamos a personas responsables del desarrollo del negocio de servicios y de la gestión financiera de cada empresa. Gracias a este enfoque multidisciplinar (entrevistas con representantes de distintas áreas funcionales), se ha podido obtener una perspectiva única de los aspectos financieros ex ante que intervienen en el desarrollo de servicios avanzados. Además, se tuvo correspondencia de seguimiento con las personas entrevistadas para mejorar la comprensión de sus experiencias y aclarar cuestiones que iban más allá de lo tratado durante las entrevistas. Los datos de las entrevistas se han complementado con datos secundarios, como los informes (anuales) de las empresas, que revelan información sobre su cartera de productos y servicios, su situación financiera y su estructura.

### 5.3.3. Análisis de datos

Utilizamos un análisis no lineal de datos para investigar «lo que ocurre en la realidad, las teorías disponibles, la evolución gradual de los casos y la construcción del marco analítico» (Dubois y Gadde, 2002, p. 554). Se ha realizado en un proceso en tres fases. En primer lugar, se analizan los datos de las entrevistas en profundidad, por separado, de forma deductiva e inductiva, codificando los conceptos emergentes. Estos códigos se han clasificado según los bloques de construcción del marco teórico inicial (Kamp, 2020). En este proceso parte de la información no se podía clasificar según el esquema de codificación. En segundo lugar, los bloques de construcción se revisaron de acuerdo con la literatura adicional revisada, de manera que se han identificado códigos. Este proceso ha permitido que el marco teórico evolucione (véase la [Figura 15](#) «Marco conceptual») mientras se redefinían las dimensiones incluidas y se determinaban nuevas dimensiones no consideradas anteriormente. Por último, se llevó a cabo una nueva ronda de codificación, que ha abarcado desde la información primaria de las entrevistas hasta el marco teórico evolucionado, contrastando los resultados iniciales con los últimos y los presentados en la bibliografía analizada.

## 5.4. Resultados

La investigación desarrollada ha permitido conocer y profundizar las condiciones ex ante necesarias para que las empresas manufactureras adopten servicios avanzados financierizados. Durante el análisis de caso se identifican dos situaciones entre los cuatro casos

analizados. Las empresas A y D están desarrollando (productos) soluciones de servicios financierizados en el mercado. En cambio, las empresas B y C han desarrollado la tecnología y la estructura necesaria para implantar soluciones de servicios financierizados; sin embargo, la experiencia en el mercado es incipiente.

Se han examinado los cuatro casos para determinar sus retos en este proceso. En la [Tabla 29](#) «Resultados relacionados con las hipótesis formuladas», se resumen los resultados obtenidos en cada empresa a la luz de las hipótesis propuestas.

	<b>Resultados</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C</b>	<b>D</b>
<p>H1. La implantación de servicios avanzados financierizados requiere que las empresas desarrollen una capacidad financiera más sofisticada.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Las empresas deben mejorar su capacidad financiera.</p>	<p>(i) Implica una mayor coordinación entre los departamentos de las empresas.</p> <p>(ii) Desarrollar una visión integrada de las necesidades del cliente, incluyendo diversas soluciones financieras.</p> <p>(iii) Conduce a empoderamiento del rol del departamento financiero, rompiendo con dinámicas establecidas.</p> <p>(iv) Requiere competencias más especializadas, en muchos casos relacionadas con la financiación de proyectos.</p> <p>(v) Aumenta la colaboración con asesores externos especializados.</p>	<p>La empresa cuenta con una unidad de financiación de proyectos. Dirigen todas las licitaciones del grupo basado en concesiones a través de canon o pago por uso. Esta unidad financiera es independiente del Dep. Financiero central (rol tradicional). Los perfiles iniciales de la empresa A eran en su mayoría ingenieros. La empresa ha contratado a ingenieros reconvertidos en financieros con conocimientos en financiación de proyectos. Han generado equipos multidisciplinarios y contratado a expertos financieros en función de la importancia/complejidad de los proyectos.</p>	<p>El Departamento Financiero desempeña un papel tradicional (contable) en la empresa y apoya a los demás departamentos, aunque cada uno mantiene su independencia. El Departamento Financiero sabe que el desarrollo de servicios financierizados alteraría sus responsabilidades. Está especializado en diversas modalidades de financiación y facturación. Sus profesionales tienen un perfil (avanzados) típico y no ha contratado profesionales híbridos ni expertos en financiación de proyectos.</p>	<p>El Departamento Financiero gestiona el crédito y los proveedores de financiación y apoya a otros departamentos. Cada uno es responsable de sus funciones. Consideran que sus competencias técnicas y su conocimiento sobre los productos (especialmente la amortización/degradación de los bienes comercializados) son más una fortaleza en comparación con otros conocimientos financieros.</p>	<p>El Departamento Financiero gestiona los contactos de la empresa con fuentes de financiación externas y trabaja con otros departamentos, pero cada uno tiene su trabajo. Ofrecen financiación de proyectos y se centran en el cliente. Son expertos en financiación de proyectos ya que tienen cierta complejidad. La organización tiene capacidades financieras sofisticadas porque ha trabajado con clientes importantes en mercados complejos.</p>
<p>H2. Los servicios avanzados generan una apertura hacia nuevos proveedores financieros y a marcos de colaboración más complejos.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Las empresas amplían sus proveedores, de proveedores financieros tradicionales a especializados.</p>	<p>(i) Los proveedores tradicionales cubren las necesidades diarias de las empresas.</p> <p>(ii) Conlleva un alto nivel de incertidumbre --&gt; dificultades para medir el riesgo.</p> <p>(iii) Existen reticencias a colaborar con agentes financieros externos especializados (abrir nuevas relaciones).</p> <p>(iv) El papel de los nuevos financiadores no implica el cese total de la colaboración con los financiadores tradicionales.</p>	<p>El negocio de financiación de proyectos de la empresa ha ampliado sus relaciones con nuevos financiadores alternativos, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Al inicio se apoyaron en empresas especializadas en financiación de activos y de aquí evolucionaron a generar estructuras de financiación de proyectos.</p>	<p>Tienen acuerdos con empresas de financiación de activos y especialistas en renting/leasing. El Departamento Financiero es consciente de que una mayor financiación de la oferta de la empresa requeriría evolucionar en sus colaboraciones con otros tipos de proveedores financieros.</p>	<p>La empresa ha comenzado a interactuar con proveedores financieros alternativos (financiadores de activos y compañías de seguros).</p>	<p>La empresa tiene clientes más grandes que ellos y en mercados geográficos complejos. Operar en este contexto de gran variedad también les ha puesto en contacto con una amplia gama de proveedores de servicios financieros.</p>

	Resultados	A	B	C	D
<p>H3. Las empresas deben llevar a cabo una segmentación del mercado e identificar las motivaciones de sus clientes a la hora de buscar una nueva fuente de ingresos a partir de servicios avanzados financierizados.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>La nueva fuente de ingresos requiere una segmentación precisa de los clientes y la identificación de sus motivaciones.</p>	<p>(i) Ajustar su propuesta de valor.</p> <p>(ii) Del culto a la propiedad al culto al uso.</p> <p>(iii) Los servicios avanzados ofrecidos deben centrarse y alinearse con las necesidades del cliente para evitar dificultades de monetización.</p>	<p>El mercado se divide en compras "convencionales" e iniciativas de pago basadas en los resultados (aún minoritarias). Cada operación es única. Por ello, se ofrecen soluciones a medida.</p>	<p>Segmentan por regiones y productos. La empresa ofrece leasing de baterías para vehículos eléctricos en algunos mercados.</p>	<p>Cuentan con una amplia cartera de clientes. Un gran porcentaje del producto es estándar, aunque también adaptan sus productos a las necesidades del cliente. Sus clientes alquilan y arriendan. La facturación por resultados es distinta de la venta o la remanufacturación, lo cual lo hace más complejo.</p>	<p>La organización busca activamente nuevas posibilidades (de nicho). Las grandes empresas recurren a ellos para soluciones de envoltura para sus mercancías. Al ofrecer soluciones sofisticadas adaptadas al cliente, la organización promueve una mentalidad orientada al servicio. Los clientes piden cada vez más soluciones llave en mano.</p>
<p>H4. El potencial de mercado previsto es un factor crucial en el proceso de toma de decisiones de la empresa a la hora de ofrecer soluciones financieras en servicios avanzados</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Los servicios financieros avanzados impulsados por el mercado tienen menos incertidumbres sobre la demanda en las primeras fases.</p>	<p>(i) El nuevo mercado puede generar una mayor rentabilidad o ampliar sus mercados naturales.</p> <p>(ii) La principal barrera es una demanda incierta o insuficiente.</p> <p>(iii) La evolución tecnológica puede generar oportunidades en el mercado, pero con un alto grado de incertidumbre.</p> <p>(iv) Responder a una demanda de un nicho conlleva un menor riesgo de mercado y un menor grado de incertidumbre.</p>	<p>Los clientes exigen mecanismos de pago orientados a los resultados para aumentar la eficiencia de los proyectos, compartir los riesgos (en el mercado anglosajón) o reducir la financiación por déficits (países en desarrollo). Su adaptabilidad les ha permitido crear opciones de financiación únicas y entrar en nuevos mercados.</p>	<p>La electrificación puede ofrecer nuevas oportunidades comerciales a la empresa (incluidas nuevas modalidades de cobro), pero su viabilidad es cuestionable debido a la intermitencia de la demanda de soluciones financieras (sólo algunos contratos públicos). Los sistemas de facturación basados en los resultados de los clientes rara vez son financiados por la empresa. En esos casos se lo derivan a una financiación de activos estándar.</p>	<p>Por el momento la demanda de estas soluciones es tímida. Sin embargo, como los competidores aún no la ofrecen, la empresa C argumenta que esto puede darle una ventaja de competitiva y capacidad de diferenciación.</p>	<p>Aunque el mercado llave en mano es una opción de crecimiento prometedora, causaría tensiones financieras dado que el volumen económico que implican y las limitaciones financieras propias (financian principalmente con recursos propios).</p>

	Resultados	A	B	C	D
<p>H5. La habilidad de la empresa para estructurar los riesgos y el flujo de caja en torno a los servicios avanzados determina su capacidad para atraer financiación.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Determinar la capacidad de reembolso y el riesgo que conlleva la solución propuesta es difícil, pero la clave para atraer financiación.</p>	<p>(i) Las soluciones son novedosas para las empresas y para el mercado.</p> <p>(ii) El flujo de caja asociado es incierto y los riesgos son difíciles de evaluar.</p> <p>(iii) El coste de financiación es más elevado, lo que hace que la operación no sea rentable.</p> <p>(iv) El flujo de caja de la operación usarse como garantía ante los financiadores para asegurar el reembolso de la deuda.</p> <p>(v) Los contratos aumentan su importancia y cada vez son más complejos.</p>	<p>Proyectos <i>greenfield</i> (novedosos) frente a proyectos <i>brownfield</i> (con experiencia anterior), lo cual cambia la capacidad de evaluar el riesgo.</p> <p>Comprender y medir el riesgo operativo es clave, ya que afecta a las provisiones de flujo de caja. El modelo de precios incluye descuentos por la calidad del servicio, la frecuencia de los desplazamientos, el mantenimiento y los plazos.</p> <p>El cliente y los miembros del consorcio comparten el riesgo.</p>	<p>Corren riesgos previsibles (controlan la tecnología y el producto) y disponen de herramientas de seguimiento para establecer el valor residual y la previsibilidad del mantenimiento.</p>	<p>Controlan el valor residual del producto, que es una cuestión clave (ya que se permite operaciones de remanufactura); han desarrollado herramientas de seguimiento para controlar el consumo. Una vez finalizado el contrato, pueden refabricar y revender el producto.</p>	<p>Saben que una operación llave en mano implica un riesgo por el material asociado y dificultades de rentabilidad.</p>
<p>H6. La estructura financiera de la operación determina la capacidad de las empresas para atraer financiadores externos directamente al negocio de servicios avanzados.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Una estructura financiera separada aumenta la capacidad de las empresas para atraer a nuevos inversores.</p>	<p>(i) Dos formas de recursos externos: capital nuevo o deuda para financiar el crecimiento (más limitado para la un crecimiento rápido).</p> <p>(ii) Algún inversor exige un tamaño mínimo de operación.</p> <p>(iii) La sociedad instrumental (SPV) puede atraer a inversores puramente financieros.</p> <p>(iv) Si la operación se convierte en puramente financiera, permite la entrada de financiadores externos que asumen el riesgo a cambio de mayores niveles de rentabilidad.</p> <p>(v) Creación de un mercado secundario para la operación estructuradas.</p>	<p>La reestructuración financiera ha mejorado la financiación de capital de la empresa. Los financiadores son diversos (principales inversores que buscan diversificar su cartera y obtener un mayor rendimiento). Los contratos son complejos contienen pactos, ratios de cobertura y garantías de admisión. Algunos inversores venden derechos de explotación para crear productos derivados. Los bancos han evolucionado hasta convertirse en asesores financieros.</p>	<p>La empresa suele obtener financiación de las instituciones habituales. Negocia con ellas para ofrecer a los clientes unas condiciones únicas. No tienen intención de cambiar el modelo de financiación mientras la demanda de esta solución siga siendo baja. No obstante, han considerado la posibilidad de emitir bonos. Han considerado la financiación de proyectos para atraer a más inversores.</p>	<p>Aspiran a movilizar financiación externa para ofrecer una solución integral de tarificación basada en los resultados (financiación, mantenimiento, seguros, etc.). Sin embargo, tienen serias dificultades para cerrar los tratos relacionados con la captación de la financiación.</p>	<p>Sus proveedores son en su mayoría financieras tradicionales y empresas de leasing. Tienen dificultades para encontrar alternativas de financiación para la tarificación basada en resultados. Los tipos de prestamistas a los que pueden recurrir son limitados debido a su (pequeño) tamaño. Se dirigieron a fondos de inversión que no mostraron interés.</p>

Tabla 29. Resultados relacionados con las hipótesis formuladas. Fuente: Elaboración propia.

### 5.4.1. Las empresas deben mejorar su capacidad financiera

El desarrollo de servicios avanzados financierizados requiere que las empresas mejoren sus capacidades financieras, lo que es coherente con la hipótesis 1. En consecuencia, aquellas empresas que dispongan de capacidades financieras más sofisticadas pueden gestionar mejor la adopción de estos modelos. Asimismo, se identifica la necesidad de una mayor coordinación entre las diferentes áreas de las empresas (principalmente entre la comercial y financiera), donde se refuerza el rol del departamento financiero en el proceso de desarrollo. En este sentido, la empresa A menciona que «tenemos un comité formado por personas de distintos departamentos, incluidos el comercial y financiero, con el objetivo de poder mirar a todos los aspectos del negocio».

Del mismo modo, una colaboración más profunda entre departamentos permite a las empresas adquirir una visión integral de las necesidades del cliente, lo que conduce a soluciones financieras más acotadas a sus demandas. Esta coordinación requiere valorar diversas posibles soluciones de servicios financieros, lo que conduce a una actualización del rol del departamento financiero, rompiendo con la dinámica establecida. Por ejemplo, la empresa D declaró que «(el cliente quiere la solución, incluida la financiera... no la máquina) hace diez años no podíamos decir eso, porque nuestro discurso era diferente entre departamentos».

Sin embargo, en los casos B y C, con un menor apetito por implementar una estrategia de financierización en el mercado, los respectivos departamentos financieros tienen un papel más tradicional (exclusivamente centrado en la función financiera). En contra, estas empresas son conscientes de que financierizar su oferta implicaría sofisticar sus servicios financieros internos.

Esta sofisticación de los servicios financieros de las empresas requiere competencias más especializadas, en muchos casos relacionadas con la financiación de proyectos. Por lo tanto, la falta de competencias y conocimientos técnicos durante las fases iniciales puede requerir que las empresas colaboren con consultores externos especializados. Una vez que las empresas avanzan en su estrategia de financierización, incorporan nuevos perfiles de empleados con capacidades financieras avanzadas (acotadas a las nuevas necesidades). En este sentido, la empresa A subraya que «la clave de este tipo de operaciones (planteamientos financieros) son los expertos y los modelos de específicos a través del cual se operativizan». En muchos casos, dichos perfiles son híbridos, ya que poseen un componente de ingeniería (que se traduce en una comprensión del producto) y un componente económico (que completa la dimensión

financiera).

### 5.4.2. Las empresas amplían sus proveedores, de proveedores financieros tradicionales a especializados

Las soluciones financieras tradicionales cubren las necesidades diarias de las empresas con gran previsibilidad. En cambio, la implantación de servicios avanzados financierizados implica una gran incertidumbre durante las primeras fases; por lo tanto, a los proveedores financieros tradicionales (por ejemplo, los bancos) les resulta difícil medir el riesgo de estos planes financieros. Según la empresa C, «los comités de riesgo de los financiadores tradicionales no lo entienden y dudan un poco». La empresa D subraya que «en las conversaciones mantenidas con los financiadores tradicionales se observa que les da miedo... De hecho, los bancos tienen miedo de todo, especialmente de las ramificaciones legales».

Debido a la complejidad de los servicios ofertados, las empresas son menos reacias a relacionarse con agentes financieros externos especializados. Por ejemplo, los casos estudiados muestran que las empresas abren nuevas relaciones con proveedores de servicios como proveedores de gestión de activos (*renting, leasing* o similares). Así, la empresa B destaca que «cuando quieres abordar una operación, aunque creas que tienes compañeros de viaje... siempre exploras otros financiadores, por si acaso», mientras que la empresa C comenta que «en la estructuración financiera, estamos hablando con un par de proveedores de activos, y estamos hablando con un corredor de seguros... Se requiere algo diferente, algo más específico».

Por tanto, podemos deducir que se cumple la hipótesis 2, ya que las empresas tienen que empezar a colaborar con financiadores especializados con los que crean nuevos marcos de colaboración complejos.

Sin embargo, el papel cada vez más importante de los nuevos financiadores no implica el cese total de la colaboración con los financiadores tradicionales. De hecho, incluso con esta creciente diversificación de proveedores, los financiadores tradicionales siguen desempeñando un papel vital para las empresas. Por ejemplo, los financiadores tradicionales (como las entidades bancarias) pueden desempeñar un papel importante cuando las empresas establecen su estructura financiera o sirven de puente para la financiación de sus operaciones. A este respecto, la empresa A destaca que «hoy en día, los bancos siguen estando ahí, pero solo a corto plazo. A largo plazo, están las compañías de seguros, los inversores institucionales

y los fondos de pensiones». Continúa diciendo que «un banco tradicional te asesora, estructura el balance del plan de financiación, consigue/capta la financiación y luego se queda con una comisión por sus servicios». A este respecto la empresa D indica que «existen diferentes métodos y entidades que pueden ofrecer financiación en función de su uso y aplicación, es decir, la banca tradicional tiene su lugar. Sin embargo, ya no ocupa el lugar que ocupaba antes».

### 5.4.3. La nueva fuente de ingresos requiere una segmentación precisa de los clientes y la identificación de sus motivaciones

Los servicios avanzados implican un cambio en las operaciones de demanda de las empresas. Por ejemplo, los servicios avanzados financierizados implican una transición desde culto a la propiedad hacia el culto por la solución. Al segmentar el mercado en clientes que desean poseer el bien en cuestión y clientes potenciales que desean pagar en función de los resultados, es posible evaluar el tamaño relativo del mercado y su crecimiento futuro. Los clientes potenciales de servicios avanzados tienen motivaciones y necesidades diferentes, por lo que las empresas deben adaptar sus servicios. En este caso, la empresa debe ajustar su propuesta de valor, incorporando nuevos servicios a una solución integral. Por ejemplo, la empresa A indica que «adoptas lo que pide el mercado y, a partir de ahí, empiezas a ofrecer tus servicios: servicios que incluyen la parte financiera, mantenimiento dentro de la parte OPEX, haces un paquete integral de la fase CAPEX... Todo ello en una bonita caja con un envoltorio que le dice al cliente "mira, esta es mi propuesta de valor"».

Si la empresa es capaz de identificar los diferentes segmentos de clientes dentro del mercado potencial, también podrá posicionarse claramente ante sus competidores, especialmente en lo que se refiere a productos que pueden considerarse *commodities*. En este sentido, la empresa C afirma que «cuando se trata de ofrecer una propuesta de valor diferente, buscamos ofrecer un trato nuevo, que nos permita diferenciarnos en nuestra oferta. Sabemos que será más cara que la de los competidores, pero los clientes verán que pagarán por su utilización». Sin embargo, los servicios avanzados deben centrarse y ajustarse a las necesidades del cliente para evitar dificultades de monetización. A este respecto la empresa D, sostiene que «el problema es que los clientes están acostumbrados a que sea un servicio gratuito, pero los servicios gratuitos dejan de tener valor. Ya que no se consideran servicios, sino un regalo, y [esos servicios] no les aporta un valor».

En conclusión, la hipótesis 3 se cumple, ya que las empresas deben identificar los segmentos de mercado dispuestos a pagar por el servicio financierizado y conocer sus motivaciones.

#### 5.4.4. Los servicios financieros avanzados impulsados por el mercado tienen menos incertidumbres sobre la demanda en las primeras fases

Desde el punto de vista del potencial de mercado, una demanda incierta o escasa complica la adopción de tales servicios avanzados innovadores. En otras palabras, como se indica en la hipótesis 4, las empresas necesitan identificar previamente el potencial de mercado. Si la empresa decide lanzar una estrategia de financierización, es porque prevén que el nuevo mercado puede generar una mayor rentabilidad o significará un aumento de sus mercados naturales; si la empresa no está suficientemente convencida, no lo hará.

Las empresas de los casos B y C están preparadas para lanzar unas soluciones de servicios financierizados desde el punto de vista tecnológico y han detectado oportunidades en el mercado. La empresa B tiene nuevas oportunidades de negocio debido al proceso de electrificación, que implica una revolución en la configuración del sistema de mantenimiento, donde las baterías son responsabilidad de la empresa de cara a la vida útil de su producto. Así afirman que «el motor eléctrico es muy fiable y dura tanto como la vida útil del producto. El elemento más caro y de duración más incierta son las baterías. Por lo tanto, no es razonable que ellos (los clientes) compren las baterías». En cuanto a la empresa C, ha digitalizado su producto mediante sensores y ha creado un sistema predictivo que controla el uso y el mantenimiento del producto. Afirman que «los clientes no lo demandan; sin embargo, creemos que una oferta de este tipo nos permitirá atraer a más clientes». En ambos casos, el mercado es difícil de medir, por lo que las empresas se muestran más prudentes a la hora de lanzar la solución.

Por contra, las empresas de los casos A y D responden a una demanda de soluciones «llave en mano» que incluyen financiación, con características de soluciones de financiación de proyectos. Al tratarse de proyectos «cerrados», los riesgos de mercado son menores, por lo que las empresas tienen un menor grado de incertidumbre sobre el potencial de la operación. La empresa A declara que «cambiamos nuestra perspectiva industrial como grupo, adaptándonos a las necesidades del mercado, no tanto en los esquemas de pago o financiación sino a nivel industrial, entendiendo lo que el mercado necesita. Ese fue el primer cambio fundamental para nosotros». Mientras que la empresa D sostiene que «el primer proyecto lo aceptamos porque el cliente era muy solvente. Ellos pagaban el envase, nosotros poníamos el personal y las materias primas, y el resto; precio y los costes de mercado estaban controlados».

### 5.4.5. Determinar la capacidad de reembolso y el riesgo que conlleva la solución propuesta es difícil, pero es la clave para atraer financiación

La obtención de financiación puede ser un obstáculo para promover modelos de servicios avanzados financierizados. Todos los casos ponen de manifiesto la necesidad de movilizar importantes recursos financieros a la hora de implantarlos. Esto significa que las empresas con limitaciones financieras son menos adecuadas para ponerlos en marcha.

Estos servicios son novedosos para las empresas y el mercado, por lo que su flujo de caja asociado es incierto, y los riesgos son difíciles de evaluar. En consecuencia, el financiador externo (proveedor o inversor) de la empresa requiere aún más claridad sobre los riesgos para garantizar una medición del riesgo adecuada. Por lo tanto, según la hipótesis 5, las empresas deben presentar claramente a los agentes externos el flujo de caja potencial y los riesgos inherentes a la obtención de su dinero.

Pero lo anterior no es sencillo, y a este respecto la empresa C alega que los proveedores de financiación «no entienden la operación (modelo de negocio)». Además, el coste de la financiación está directamente relacionada con el riesgo de la operación. Si los financiadores no saben medir el riesgo o no lo entienden, tenderán a pedir un coste de financiación más elevado, lo que hará que la operación no sea rentable. La empresa D comenta «si temes los riesgos, es probable que fijes unos costes que no serán competitivos».

En algunos casos, el flujo de caja de la operación puede ser una de las garantías utilizadas por los financiadores para asegurar el reembolso de la deuda. En estos, los contratos son fundamentales, ya que los flujos de caja de la empresa están comprometidos para reembolsar la deuda. En este sentido la empresa A declara que «si todo va bien, tengo flujos de tesorería a largo plazo (previsibles). Así la financiación y su devolución tiene que casar con los flujos de tesorería previstos a largo plazo». En caso de impago, el financiador podría reclamar a ambas empresas (vendedor y cliente), en función de las condiciones contractuales, lo cual le otorga una garantía adicional.

### 5.4.7. Una estructura financiera separada aumenta la capacidad de las empresas para atraer a nuevos inversores

Las empresas pueden recurrir a dos formas de recursos externos: nuevo capital o deuda para financiar el crecimiento. La financiación mediante deuda tiene limitaciones en cuanto al importe que puede obtenerse, por ejemplo, debido a las dificultades para medir el riesgo de las operaciones. La alternativa es recurrir al capital externo (a cambio de parte de la propiedad). Como se indica en la hipótesis 6, la estructura financiera determina el tipo de financiación, entre capital o deuda, que se puede obtener.

De los casos analizados, solo la empresa A ha podido atraer esta financiación de capital. Una de las razones por las que el resto de los casos no han podido hacerlo es que sus operaciones son de tamaño insuficiente para crear un vehículo de inversión independiente relacionado con el negocio. Cuando las operaciones tienen insuficiente tamaño, se limita drásticamente el tipo de proveedores financieros/inversores con los que puede contar la empresa. Por ejemplo, los grandes financiadores alternativos (como los fondos) no son adecuados para entrar en proyectos de financiación pequeños debido a los requisitos mínimos de dichos financiadores. En este sentido, la empresa D afirma que «los fondos de inversión han hecho algunos intentos a través del capital riesgo. Sin embargo, la verdad es que, debido al tamaño de nuestra empresa, no nos han dado nada».

En cambio, la empresa A ha financiado sus operaciones a través de sociedades instrumentales creadas para la operación (*Special Purpose Vehicles*<sup>32</sup>), que pueden atraer a inversores puramente financieros. Además, la empresa A indica que crea recurrentemente este tipo de entidades, lo que ha dado lugar a un aumento significativo de las participaciones financieras en su balance. Así, este SPV se convierte en vehículo que atrae inversión, suficientemente grande con riesgos asociados y rendimientos de flujo de caja. Los inversores que se incorporan a través de una SPV se centran en los beneficios financieros, y deciden su cartera de inversiones en función del riesgo percibido y de la tasa de rentabilidad esperada del vehículo. A este respecto la empresa A señala que «el negocio es puramente una inversión, y se exige rentabilidad porque se trata de una inversión financiera».

Una vez se estructura y coloca la operación, esta pasa a ser puramente financiera y permite la

---

<sup>32</sup> Una *Special Purpose Vehicle* es una entidad jurídica creada por una empresa mediante la transferencia de activos a la SPV, para llevar a cabo algún propósito específico, actividad relacionada con un negocio, o una serie transacciones económicas (Gorton & Souleles, 2005)

entrada de financiadores externos dispuestos a asumir directamente el riesgo a cambio de mayores niveles de rentabilidad. Los socios económicos e industriales acuerdan las ratios de cobertura de la operación, con garantías adicionales a los inversores. Además, este modelo posibilita que el socio financiero (inversor) tome el control de este si las cosas van mal, reflotarlo o venderlo a un tercero. De este modo la empresa A destaca que «los inversores establecen una serie de ratios de cobertura que les aseguran el retorno de su inversión... Además, [el socio financiero tiene] las acciones de la empresa están pignoradas, es decir, si el proyecto va mal, pueden ejecutar la pignoración y quedarse con la empresa».

Estos SPV permiten generar cierta liquidez, ya que los inversores pueden vender su participación a otros fondos una vez alcanzados los objetivos de rentabilidad o cuando la orientación de la operación deje de coincidir con su política. La sustitución de distintos tipos de fondos puede producirse en ese momento, creando un mercado secundario para la operación estructurada. La empresa A afirmó que «existen muchos mercados secundarios en los que los fondos venden y compran participaciones en estos vehículos».

## 5.5. Discusión

Cabe señalar que los casos no ilustran una situación económica predeterminada relacionada con la aptitud financiera tal y como lo define Kamp (2020). Por lo tanto, ningún elemento indica que la situación económica *per se* sea una barrera para la adopción de estas prácticas (Böhm *et al.*, 2017). Sin embargo, las condiciones de partida ilustran ciertos casos identificados por la literatura, como las restricciones de acceso a la financiación para las empresas más pequeñas (De Guevara *et al.*, 2022). Este es especialmente el caso de las dos empresas más pequeñas, C y D, que tienen opciones de financiación limitadas. Algunas empresas dudan en aplicar estas soluciones, sobre todo porque no pueden delimitar los riesgos financieros y de mercado. Una de las razones podría ser el hecho de ser una cooperativa, dada la aparente aversión al riesgo que tienen este tipo de empresas, lo que puede limitar su crecimiento (Gagliardi, 2009).

La investigación muestra la necesidad de aumentar la relevancia del papel de la función financiera de las empresas, mejorar la posición de autoridad de sus respectivos departamentos financieros, y su relación con los agentes internos y externos (Goretzki *et al.*, 2013). Por ejemplo, la empresa A creó una unidad financiera especializada separada del departamento financiero tradicional. Las empresas C y D crearon grupos de trabajo multidepartamentales, centrados en los departamentos financiero y comercial. Estos casos muestran que las empresas con funciones financieras más sofisticadas y con mejores relaciones con otros departamentos

pueden gestionar mejor la adopción de modelos de servicios avanzados financierizados, lo que es congruente con otros estudios sobre los procesos de innovación en las empresas (Emsley, 2005). Construir una visión compartida entre los distintos departamentos implicados en el lanzamiento de servicios avanzados también es esencial para adquirir una visión holística del servicio centrado en el cliente, más allá de un concepto excesivamente centrado en el producto (Klein *et al.*, 2018).

Los casos muestran que, a medida que las empresas avanzan por las etapas de la financierización de los servicios, sus competencias financieras se sofistican. Es el caso de la empresa A, que ha atraído nuevos perfiles con competencias en ingeniería financiera/proyectos. Además, las empresas están abiertas a colaborar con consultorías externas especializadas, como han hecho las empresas B, C y D. La financierización requiere un aumento de las nuevas formas de conocimiento y saber relacionarlas con estas operaciones, así como el desarrollo de las técnicas –principalmente financieras– necesarias (Chiapello, 2020).

En cuanto al potencial de negocio/mercado, las empresas deciden explorar los servicios avanzados financierizados porque prevén que es un nuevo nicho que puede generar potencialmente una mayor rentabilidad (como es el caso de la empresa C) o que puede permitirles ampliar sus mercados tradicionales (como es el caso de las empresas A y D). En estos casos, podríamos identificar dos de los principales impulsores para que los fabricantes adopten servicios avanzados. Según Bigdeli *et al.* (2018) estos impulsores son: (i) reaccionar a una demanda incipiente de clientes que quieren nuevos tipos de soluciones (*market pull*), o bien (ii) ofrecer nuevas soluciones al implementar innovaciones y nuevas formas de explotación (*technology push*).

Las empresas A y D, como de *market pull*, responden a una demanda de soluciones llave en mano que incluyen financiación, con un fuerte componente en modelos de financiación de proyectos. Estos mercados están impulsados por agentes que proporcionan bienes públicos y contratistas que adquieren una línea de producción de una planta (Gatti, 2007). Al tratarse de proyectos «cerrados», los riesgos de mercado son más previsibles en este caso. Por el contrario, Gatti (2007) señala que los riesgos tecnológicos o de país pueden acentuarse en el caso de las licitaciones internacionales.

Por otro lado, las empresas B y C están impulsadas por un desarrollo tecnológico (*technology push*) cuyo potencial es difícil de predecir; en un caso, debido a la digitalización y, en el otro, a la irrupción de la tecnología de electrificación. En ambos casos, el tamaño del mercado es difícil de medir debido a su falta de madurez. En este caso, las empresas temen sobrestimar el

número de empresas dispuestas a pagar por el nuevo servicio ofrecido (Ehret y Wirtz, 2017). En este sentido Cusumano *et al.* (2014) mencionan que existe una fase de fermentación en los mercados potenciales en la que los clientes pueden mostrarse reticentes respecto a las nuevas propuestas de valor, dado que no están familiarizados con ellas. A pesar de ello, los mercados en fase de fermentación permiten la inclusión de nuevos servicios, como los financieros, que alivian el riesgo de los clientes.

Una vez que una empresa ha detectado una oportunidad de negocio, existen tres barreras principales que debe superar: el tamaño del (potencial) mercado, la complejidad y los riesgos implícitos. Por ejemplo, en lo que respecta al potencial del mercado, las empresas B y C no lo consideraron suficientemente desarrollado; por lo tanto, desde la perspectiva del mercado, la incertidumbre o la escasa demanda de servicios financierizados complican la adopción de estos. Además, existe una clara necesidad de segmentación de los clientes. Desde la perspectiva de la demanda, no todos los clientes están dispuestos a adoptar los servicios o no los valoran. Desde la perspectiva de la oferta implica identificar las motivaciones de los clientes para que las empresas se diferencien y consigan un rendimiento monetario sostenible; asimismo, las empresas deben comunicar eficazmente el valor añadido de los servicios financieros a su servicio principal (Kindström *et al.*, 2012).

En el caso de la empresa D, ha creado y aplicado soluciones a medida, difícilmente transferibles a otros clientes. Este requisito de personalización es una de las dificultades identificadas para la implementación de servicios avanzados. En este sentido, mientras que los servicios básicos e intermedios tienden a ser estandarizados, los servicios avanzados suelen ser más a medida (Baines y Lightfoot, 2013b). Por último, la empresa A opera en el sector de concesiones de movilidad, que es más complejo que su actividad principal, a saber, el suministro de vehículos. Estas ofertas más complejas implican asumir algunos riesgos que antes asumía el cliente (Benedettini *et al.*, 2015; Josephson *et al.*, 2016; Schaefers *et al.*, 2021).

Las cuatro empresas deben captar financiación en un entorno dominado por los bancos (deuda), lo que implica un menor nivel de competencia en comparación con otros canales de financiación (Zogning, 2017) y una mayor aversión de la incertidumbre en la cultura financiera (Kwok y Tadesse, 2006). En consecuencia, los casos ilustran las dificultades de las empresas para hacer frente a sus crecientes necesidades financieras. Como consecuencia, su *pool* de financiación evoluciona, abriéndose a nuevos proveedores financieros (Kamp, 2020). Además, las empresas tienen dificultades con los financiadores tradicionales para medir el riesgo asumido debido a los problemas asociados a la determinación de los rendimientos esperados y a la complejidad de las relaciones contractuales/legales. Por lo tanto, los servicios

financierizados requieren una comprensión exhaustiva de las operaciones en las que se regulan los riesgos, lo que exige competencia para gestionar el riesgo y descubrir vías de innovación (Bigdeli *et al.*, 2018). En cambio, los financiadores tradicionales también pueden adoptar un papel facilitador concediendo préstamos puente en las primeras fases de su asesoramiento, contribuyendo a la estructuración y la obtención de financiación de otros agentes financieros.

Dada la dificultad de los financiadores tradicionales para comprender las operaciones, existe una prima de riesgo en su calificación de riesgo, lo que aumenta el precio y disminuye el incentivo de la empresa para lanzar esta solución innovadora (Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Para reducir el riesgo, existe una posibilidad para ofrecer garantías vinculadas a la operación mediante la pignoración de los flujos de caja esperados o a través de garantías relacionadas con el contrato entre el cliente y la empresa. Estos casos implican tratar la operación como un proyecto/unidad económicamente independiente. El financiador se fija principalmente en el flujo de caja del proyecto, ya que proporciona un rendimiento de su inversión en el proyecto (Finnerty, 2013).

En cambio, si la financiación propia es insuficiente y la empresa no puede atraer suficiente financiación de deuda, puede intentar atraer a inversores dispuestos a entrar en la operación con nuevos fondos propios a través de vehículos de inversión (por ejemplo, SPV). Solo la empresa A, que impulsa grandes operaciones relacionadas con las concesiones, ha obtenido financiación mediante fondos propios. En ese caso, la creación de vehículos de inversión, estando legalmente separado de la actividad principal, podría ayudar a manejar las dificultades de información y llegar al mercado de financiación, en consonancia con un proceso de financiarización (Chiapello, 2020). Para atraer capital, este SPV debe considerarse un «producto financiero», que debe ser suficientemente atractivo (en términos de rentabilidad frente al riesgo) y estar bien capitalizado (por encima de los umbrales mínimos de fondos). Este fenómeno ayuda a explicar ciertas iniciativas empresariales como la creación de una división financiera o de crédito dentro de su organización, como es el caso de GE Capital, Siemens Financial Services o ABB Finance (Kamp y Gil de San Vicente, 2021b).

Las tres empresas B, C y D, sin embargo, han explorado principalmente estructuras de financiación basadas en la deuda. Estas empresas son cooperativas que pueden depender excesivamente de las instituciones bancarias locales (Gagliardi, 2009) y, por tanto, tienen un acceso limitado a los fondos adicionales. Del mismo modo, los casos demuestran las dificultades para desarrollar productos financieros lo suficientemente grandes y atractivos como para atraer a determinados financiadores o inversores. Si el tamaño del producto

financiero es demasiado pequeño, como en el caso de las empresas C y D, la empresa puede evitar esta limitación mediante la titulización. Esto significa que los contratos (activos) más pequeños pueden categorizarse, hacerse tangibles y estructurarse como un paquete estándar, creando así producto financiero de tamaño suficiente.

## 5.6. Implicaciones, limitaciones y futuras investigaciones

La investigación empírica se centra en entender las condiciones internas y externas que requiere una empresa manufacturera que quiere lanzar servicios avanzados financierizados, que normalmente son una innovación para el mercado. El estudio concluye que la empresa necesita acercarse a una mentalidad de financiador o inversor para realizar dichos servicios avanzados (Chiapello, 2020). Esto requiere planificar las operaciones como un «producto financiero» desde el punto de vista del inversor, lo que puede llevar a la creación de un vehículo de inversión independiente. Por lo tanto, se concluye que es necesaria una estrategia diferente cara a la estructuración del proceso de servitización, para lo cual el marco conceptual (véase [Figura 16](#)) identifica las dimensiones que la empresa debe tener en cuenta para desarrollar estas soluciones.

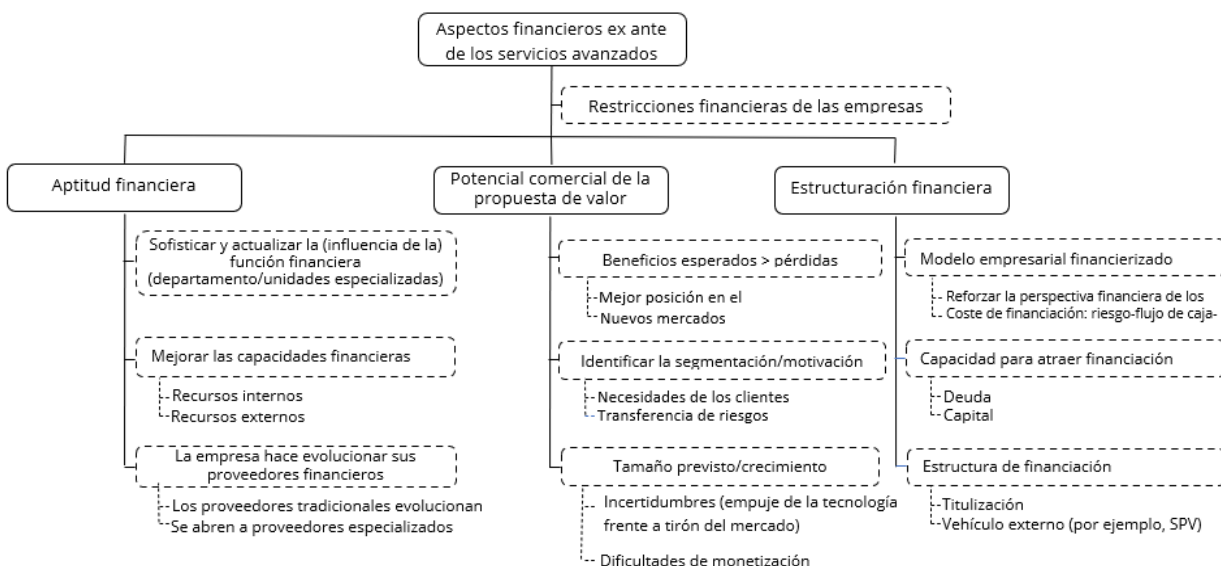


Figura 16. Marco conceptual avanzado. Fuente: Elaboración propia.

Uno de los elementos clave es la falta de acceso a financiación suficiente, que es un obstáculo

común al que se enfrentan las empresas que lanzan nuevos servicios financierizados. Estas limitaciones son significativas dada la mayor complejidad financiera a la que se enfrentan las empresas, especialmente en lo que respecta a la incertidumbre sobre la rentabilidad de los flujos de caja (Jensen y Jones, 2020) y la necesidad de inversión. Por tanto, los primeros pilotos deben ser financiados por las empresas con sus recursos, lo que supone una limitación cuando las empresas pretenden escalar su estrategia (Kamp, 2020; Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Además de lo anterior, el marco propone tres dimensiones que la empresa debe considerar antes de lanzar este tipo de soluciones: la aptitud financiera de la empresa, el potencial de negocio y la estructuración financiera.

En relación con la aptitud financiera, la investigación sugiere que las empresas con esquemas de servicios financierizados más avanzados han mejorado sus capacidades e incluso han creado unidades especializadas dedicadas. Esto aumenta la importancia de la posición de autoridad de sus departamentos financieros y su relación con otros departamentos. Asimismo, la ampliación de la oferta de servicios financieros de una empresa requiere actualizar sus competencias financieras (Gebauer *et al.*, 2017; Goretzki *et al.*, 2013), colaborar con consultores especializados o incorporar nuevos perfiles híbridos con sólidas capacidades técnicas y financieras. Además, se identifica la necesidad de diversificar los proveedores financieros. Por tanto, las empresas requieren proveedores alternativos especializados más allá de lo que puedan ofrecer los financiadores tradicionales, especialmente frente a la financiación de activos (por ejemplo, operaciones de *leasing*, *renting* o financiación de proyectos).

En cuanto al potencial de negocio, las empresas deciden lanzar servicios financierizados porque prevén que un nuevo mercado puede generar mayor rentabilidad (Baines y Lightfoot, 2013a). Además, cuando el principal impulsor (Baines y Lightfoot, 2013b) del nuevo servicio no viene de la demanda del mercado (como es el caso de *technology push*), existen importantes dificultades para acotar su potencial, lo que puede poner en duda el lanzamiento del producto y el consiguiente retraso del servicio. Por el contrario, el potencial del mercado puede conocerse más claramente cuando la motivación para lanzar estos servicios procede de la demanda (*market-pull*).

Por último, en cuanto a la estructura financiera, se concluye que la medición del riesgo es compleja y representa una limitación para la financiación (Hou y Neely, 2018). En consecuencia, los precios de financiación pueden ser elevados e imponer una prima de penalización, haciendo que las operaciones no sean rentables. Así pues, obtener una comprensión exhaustiva de los flujos de caja puede servir como garantía adicional para reducir el riesgo y que la empresa de financiación entre en las operaciones de una empresa a un coste razonable.

Sin embargo, algunas operaciones de servicios avanzados requieren inversiones importantes, que las empresas manufactureras no pueden asumir porque superan su capacidad de endeudamiento. En estos casos, las empresas deben atraer a inversores que tomen una participación directa en la operación. Esto requiere un tamaño mínimo y la creación de una SPV independiente de la actividad principal de la empresa, que permita concentrar la inversión, el flujo de caja y los acuerdos financieros y legales (Finnerty, 2013). Después, la operación se puede convertir en un producto financiero estructurado y venderse a terceros. Por lo tanto, la empresa puede crecer de forma orgánica pero controlada sin que su actividad principal se vea comprometida.

El estudio tiene limitaciones, aunque abre nuevas vías para futuras investigaciones. Por ejemplo, las conclusiones no recogen actividades alternativas más cercanas al consumidor final. En este sentido, las características de un mercado finalista, *business to customer*, pueden llevar a conclusiones diferentes en comparación con los casos estudiados en esta investigación, *business to business*.

Asimismo, tres de las empresas analizadas son cooperativas, que tienden a seguir una senda de crecimiento orgánico, dada su limitada capacidad de atraer a inversores externos. La excesiva dependencia de las cooperativas de la banca local (vía deuda externa) puede justificar sus dificultades para atraer otro tipo de financiación.

En una línea similar, los cuatro casos se sitúan en la cultura financiera bancarizada, que tiende a hacer que las empresas dependan más de la financiación basada en la deuda (Zogning, 2017). Además, los elementos culturales pueden cambiar la relevancia de algunas dimensiones de nuestro marco, ya que un sistema basado en la banca tiende a ser más reactivo al riesgo (Kwok y Tadesse, 2006). En cambio, la cultura financiera anglosajona es más propicia al acceso a tipos de financiación orientados al mercado, más cercanos a la incorporación de fondos externos. En consecuencia, las limitaciones identificadas en la estructuración financiera para atraer a nuevos inversores pueden estar sobrevaloradas. Las empresas manufactureras de origen anglosajón pueden tener una cultura financiera avanzada, por lo que las limitaciones internas relacionadas con la aptitud financiera pueden ser diferentes.

El lanzamiento de servicios avanzados que impliquen soluciones financieras es un proceso complejo para las empresas manufactureras. La presente investigación puede servir de referencia a directivos, responsables públicos y círculos académicos. Nuestro marco permite a las personas directivas que gestionan los cambios necesarios en los modelos mentales (Ulaga

y Kowalkowski, 2022); estos pueden estar relacionados con cambios internos (la adquisición de competencias de las personas y la actualización de su organización y estructura financiera) y externos (la diversificación de su fondo de financiación, así como los relativos a su relación con los clientes). En consecuencia, es un mensaje para considerar la financiación como un elemento transversal, no solo para financiar el modelo de negocio, lo cual requiere evolucionar en la mentalidad si se quiere atraer inversores suficientes (Chiapello, 2020).

De hecho, el estudio identifica áreas de intervención pública para permitir el acceso a la financiación de empresas innovadoras (Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Esta participación pública puede ayudar a superar retos relacionados con el coste de la financiación (por ejemplo, a través de herramientas de riesgo compartido) o cuando el tamaño de la empresa limita el acceso a financiadores específicos (por ejemplo, mediante la creación de instrumentos públicos de coinversión). Por último, el estudio realiza aportaciones en el ámbito académico relacionadas con las premisas unificadoras y fundacionales de los servicios avanzados. Además, identifica la necesidad de nuevas mentalidades y paradigmas en los servicios avanzados (Baines *et al.*, 2017). Futuras investigaciones podrían examinar los servicios avanzados financierizados en otros sectores de actividad, centrándose en las diferencias según el tamaño de la empresa, o estudiar empresas ubicadas en regiones dominadas por un modelo de mercado financiero anglosajón.

## 6. La financiarización y su impacto en regiones periféricas: explorando respuestas desde las políticas de clúster

El contenido de este capítulo se basa en el trabajo de investigación publicado con la referencia *Gil de San Vicente, I., & Wilson, J. R. (2025). Effects and responses of peripheral regions to financialization: Exploring an extension of the cluster approach. Competition & Change, 0(0).* <https://doi.org/10.1177/10245294251325034>. (ver anexo 11.5)

La financiarización puede entenderse como el creciente predominio de los factores financieros, sus mercados, actores e instituciones financieras en la economía en general (Epstein, 2005). Según Palley (2008), la financiarización implica modificaciones en la configuración y el funcionamiento de los sistemas financieros (como el aumento de la liquidez y la velocidad de las transacciones). También afecta a las estrategias de las empresas no financieras (mayor uso de fuentes externas de financiación y adopción de nuevos modelos empresariales) y a la concentración de la actividad económica financiera en algunos centros (lo que provoca disparidades de acceso a la financiación entre territorios). Por lo tanto, tiene importantes implicaciones para la configuración y el funcionamiento de la actividad económica, incluida una dimensión espacial relacionada con la concentración de las actividades financieras en algunos territorios y la deslocalización en otros (Clark, 2006).

La concentración de las actividades financieras está afectando a los centros financieros regionales de todo el mundo. Esta dificulta que los agentes económicos de los territorios periféricos tengan acceso a una gama amplia y sofisticada de opciones de financiación, especialmente en tiempos de crisis. Como resultado el territorio se ha convertido en un elemento crítico en el acceso de las empresas a la financiación. Por ejemplo, Martin (2011) descubrió que la localización fue un factor importante en la financiación en el contexto de la crisis financiera de 2008 en EE. UU. y el Reino Unido. Por su parte Çolak y Öztekin (2021) descubrieron que el entorno financiero de los distintos territorios afectaba al acceso al crédito en el contexto de la COVID-19. Así, las regiones con centros financieros desarrollados, o bien conectadas con ellos, tienen condiciones ventajosas para el desarrollo económico debido a su mejor posición a la hora de movilizar y captar financiación (Guiso *et al.*, 2003). Una de las consecuencias de la financiarización a nivel geográfico es la existencia de realidades paralelas entre el crecimiento de la actividad financiera (y de ciertos centros) y el crecimiento de la económica real de los territorios (Lee *et al.*, 2009). Esta desconexión supone una amenaza para

la localización de ciertas habilidades relacionadas con las finanzas y la capacidad de la toma de decisiones en las regiones periféricas, ya que las empresas se enfrentan a presiones para trasladar las funciones a lugares con centros financieros más sofisticados.

Degl'Innocenti *et al.* (2017) caracteriza los centros financieros en tres niveles: los centros financieros mundiales de Tier 1 (por ejemplo, Fráncfort, Londres), los centros financieros nacionales de Tier 2 conectados a los mundiales (normalmente capitales nacionales) y los centros financieros subnacionales o regionales de Tier 3. Los centros de Tier 3 han ofrecido tradicionalmente soluciones a las economías locales dentro de su ámbito de influencia, pero se han visto muy afectados en las últimas décadas por la centralización de la actividad financiera en los centros de nivel 1 y 2. Por ejemplo, la región del País Vasco (y la ciudad de Bilbao, en especial) fue históricamente un centro financiero de referencia en España, relacionado con la fuerte especialización industrial de la región. Sin embargo, desde la década de 1990 ha ido perdiendo progresivamente su posición en favor de otros centros financieros (Larreina y Gómez-Bezares, 2007a). Ante esta realidad, los gobiernos de los territorios periféricos tienen limitadas posibilidades de actuación, ya que no pueden influir en las tendencias globales. El proceso de creación de un espacio financiero común en Europa enfrenta limitaciones en la aplicación de políticas y una concentración del poder de decisión, lo que puede intensificar las disparidades regionales (Crescenzi, 2009). Por tanto, las regiones periféricas deben buscar formas innovadoras de reforzar aspectos clave de su sector financiero local frente a las fuerzas centrífugas.

Las iniciativas de clúster son una herramienta política que se ha utilizado con buenos resultados en las últimas décadas para arraigar e impulsar el desarrollo económico de agrupaciones específicas de actividades económicas mediante el fomento de dinámicas de cooperación mutuamente beneficiosas entre empresas y otros agentes relacionados (Wilson, 2019). Sin embargo, su aplicación se ha centrado predominantemente en actividades orientadas a sectores no financieros, en particular en el sector manufacturero, y existen relativamente pocos análisis de iniciativas de clúster en el ámbito de las finanzas más allá de los centros mundiales de primer nivel como Londres (Pandit *et al.*, 2017), Luxemburgo (Walther *et al.*, 2011) o Fráncfort (Volgmann y Münter, 2018). Este capítulo analiza el potencial de la política de clústeres como respuesta al debilitamiento de los centros financieros Tier 3 en las regiones periféricas (y las implicaciones más amplias de este debilitamiento para la deslocalización de la toma de decisiones en otros clústeres económicos). La pregunta central de la investigación es hasta qué punto el fortalecimiento de la dinámica de colaboración dentro de los clústeres financieros de las regiones periféricas podría contribuir a reforzar su competitividad y su capacidad para satisfacer localmente las necesidades de financiación de la

industria regional. Exploramos esta cuestión analizando un innovador proceso de investigación-acción llevado a cabo en 2023 y 2024 en la región del País Vasco. En concreto, se ha aplicado una política de clúster arraigada en el territorio a una nueva iniciativa de clúster en el ámbito financiero y de inversión, en respuesta explícita a las preocupaciones políticas en torno a los impactos de las tendencias de debilitamiento de los centros financieros asociadas a la financiarización.

Comenzamos el documento con una discusión basada en la literatura que subraya las implicaciones clave de la financiarización para el desarrollo económico de las regiones periféricas. A continuación, reflexionamos sobre la consolidación de las iniciativas de clúster como herramienta de desarrollo económico arraigada en las dinámicas de proximidad territorial, aplicada con frecuencia a escala regional, y que se está ampliando en muchos lugares desde su enfoque tradicional centrado en las actividades manufactureras para abarcar actividades de servicios como las finanzas. La siguiente sección presenta el caso del País Vasco, que ha utilizado la política de clústeres para reforzar la competitividad de su industria manufacturera durante más de treinta años y que ahora está experimentando con la ampliación de su política de clústeres para apoyar una iniciativa clúster de finanzas e inversión, en respuesta explícita a las amenazas percibidas de las tendencias de centralización asociadas a la financiarización. A continuación, se analizan los resultados de un proceso de investigación-acción para explorar el potencial de dicha iniciativa clúster para reforzar el centro financiero local y, en última instancia, atender mejor las necesidades de financiación del tejido económico del territorio. En la última sección se exponen las conclusiones del documento.

## 6.1. Financiarización. Centros financieros e implicaciones para las regiones periféricas

El ecosistema financiero de una región es fundamental para su desarrollo económico, dada la importancia que tiene el acceso a la financiación para sostener y mejorar la competitividad de las empresas radicadas en ella y para facilitar la aparición de nuevos proyectos empresariales. Existen esencialmente dos visiones sobre la importancia de la localización geográfica en el acceso a la financiación: los que consideran que la localización no es relevante (O'Brien, 1992), y los que consideran que sí lo es (Klagge y Martin, 2005). El primer punto de vista sostiene que los recursos financieros fluyen para distribuirse adecuadamente entre los distintos territorios, con independencia de su localización física, mientras que el segundo considera que los mercados financieros no son neutrales, y que elementos como la proximidad condicionan en la práctica el acceso a la financiación. Nosotros partimos de la segunda de estas visiones, en

línea con otros estudios que identifican deficiencias específicas de territorios en el acceso a la financiación relacionadas con el nivel de desarrollo de sus centros financieros locales, la presencia de actores financieros o la proximidad a centros financieros relevantes (Corpataux *et al.*, 2017; Giannakis y Bruggeman, 2017; Ughetto *et al.*, 2019).

La crisis financiera de 2008 generó varios enfoques académicos del fenómeno de la financiarización (Mader *et al.*, 2020). Partiendo de la definición de Epstein (2005), se han creado nuevos enfoques relacionados con su influencia en la geografía, la política gubernamental o las finanzas corporativas. Por ejemplo, Orhangazi (2008) explora el cambio en las relaciones (y los incentivos) que la financiarización ha provocado en la relación entre las empresas y el sector financiero. Por otro lado, Aalbers (2008) se centra en la modificación de los circuitos de capital (a distintos niveles), señalando que el crecimiento de los centros financieros globales se ha visto impulsado por la creación de nuevos productos financieros más que por su conexión con actividades reales de otros centros financieros menos desarrollados.

Basándonos en la revisión de la literatura del capítulo 2 y en la propia experiencia de trabajo con responsables de políticas de desarrollo económico en una región periférica, somos más partidarios de la segunda perspectiva. En consecuencia, consideramos que la actividad financiera presenta sesgos espaciales, según los cuales la proximidad a los centros financieros y la acumulación de actores en el territorio desempeña un papel significativo a la hora de determinar no solo la disponibilidad de capital, sino también la calidad y variedad de los servicios financieros accesibles. En este sentido, Corpataux *et al.* (2017) y Giannakis y Bruggeman (2017) destacan las diferencias entre los territorios como consecuencia del desigual desarrollo de los centros financieros. Más concretamente, Ughetto *et al.* (2019) subrayan la importancia de la proximidad para disminuir las asimetrías de información, lo que a su vez promueve la confianza y facilita el acceso a la financiación; en esta línea Hashimoto *et al.* (2022) apoya el argumento al constatar que los centros financieros más grandes pueden ofrecer servicios más complejos que los centros financieros locales menos desarrollados.

Partiendo de la definición de financiarización de Epstein (2005), diversos enfoques han explorado su influencia en la financiación empresarial, la política gubernamental y la distribución geográfica de la economía. De hecho, la financiarización se refiere a una realidad compleja que se construye en las interacciones entre los gobiernos, los actores, las empresas privadas y los individuos. Tiene diversas ramificaciones para los gobiernos y para las empresas del sector no financiero (Krippner, 2005), que incluyen efectos negativos relacionados con la desigualdad de ingresos, el estancamiento salarial y el riesgo financiero (Palley, 2008). En este contexto la crisis financiera de 2008 puso de relieve la desconexión existente entre la economía

financiera y la real (Mader *et al.*, 2020). Un ejemplo de ello es el argumento de Orhangazi (2008) que sostiene que la financiarización ha alterado la conducta empresarial al primar el valor para los inversores y los beneficios financieros inmediatos, dejando de lado las inversiones productivas a largo plazo. De este modo, las empresas dan cada vez más prioridad a su política puramente financiera, como la recompra de acciones y al pago de dividendos, reasignando recursos económicos en detrimento de la investigación, el desarrollo y la expansión de mercados. Este cambio de comportamiento ha llevado a Cecchetti y Kharroubi (2015) a concluir que la financiarización ha llevado al sector financiero a competir con la economía real en términos de recursos, debilitando su función de complementariedad; de modo que el crecimiento de la actividad financiera no implica necesariamente un crecimiento real de la economía.

En lo que respecta a la geografía, uno de los puntos de relación entre la financiarización y el espacio se produce en los centros financieros. Por centros financieros se entiende la organización de la intermediación financiera en zonas geográficas específicas en las que los excedentes de recursos financieros están conectados con las necesidades de recursos financieros. Clark (2016) diferencia entre centros financieros globales, nacionales y regionales e identifica retos y áreas de desarrollo para cada uno de ellos. Mientras que la mayor parte de la bibliografía centra su atención en los centros financieros globales o nacionales, existe una bibliografía limitada sobre los centros financieros regionales o periféricos.

Aalbers (2008) analiza la evolución de los circuitos de capital y constata que la expansión de los centros financieros globales se ha visto impulsada por la innovación en los instrumentos financieros más que por la mejora de los vínculos con otros centros financieros menos desarrollados. Este fenómeno puede afectar significativamente a las economías locales, ya que el énfasis en las finanzas a nivel global margina con frecuencia la actividad económica local y genera desigualdades entre los centros financieros principales y sus zonas adyacentes. En términos más generales, Klagge y Martin (2005) sostienen que la financiarización afecta a la distribución geográfica de los centros financieros, y a las dinámicas y conexiones entre ellos. Estos estudios destacan el crecimiento de los centros financieros globales, la intensa competencia por recursos económicos y no económicos. Por ejemplo, Wardle y Mainelli (2023) analizan ciento treinta y dos centros financieros de todo el mundo que se corresponden con las principales aglomeraciones urbanas de renta media-alta (consideradas Tier 1 y Tier 2). Destacan la preeminencia de centros como Nueva York, Londres y Singapur, centros globales que no solo concentran la mayor parte de los recursos financieros, sino que también compiten activamente por el talento y la inversión, reforzando su posición en la parte superior del índice. Degl'Innocenti *et al.* (2017) utilizan la misma muestra para examinar veintitrés centros

financieros de Europa durante la crisis financiera del 2008. Descubrieron que los centros más importantes, como Fráncfort, París y Luxemburgo, eran más resilientes que los centros periféricos, lo que ha derivado en ser un factor generador de desigualdades. Pero la configuración y relaciones entre centros financieros es dinámica tal y como señalan Wójcik *et al.* (2022). En su reciente trabajo subrayan que la influencia y las relaciones entre los centros financieros internacionales son dinámicas y pueden evolucionar con el tiempo, moldeadas por factores como fusiones, adquisiciones y cambios en las geometrías del poder.

En cuanto a las causas de este paisaje geográficamente desigual, el análisis de Cook *et al.* (2007; p. 1341) analizan la dinámica centrípeta y centrífuga dentro de la *city* londinense. Su análisis pone de relieve la importancia de la proximidad para facilitar la producción y difusión de conocimientos sectoriales en los grandes centros: «Encontramos grandes bancos, aseguradoras y bufetes de abogados que impulsan la aglomeración, en la que la proximidad física a empresas e instituciones relacionadas que permite el contacto cara a cara y la creación de relaciones es de fundamental importancia». Aunque Zhu *et al.* (2022) concluyen que los centros financieros más pequeños próximos a estas ciudades globales pueden beneficiarse del aumento de los flujos de capital, la naturaleza de refuerzo de las fuerzas centrípetas tiende a generar desigualdades con los centros financieros más pequeños y mal conectados, especialmente en tiempos de crisis. De hecho, Ioannou y Wójcik (2021) sostienen que las ciudades primarias, a menudo capitales, proporcionan ventajas debido a su cercanía al poder financiero y político, reforzando así la primacía urbana. Como señala Karreman (2009; p. 266), Estocolmo, Viena y Atenas albergan las sedes de grandes inversores en el Báltico, Europa central y Europa sudoriental, respectivamente, gracias a su posicionamiento estratégico dentro de las regiones adyacentes. La contrapartida es que las regiones periféricas se enfrentan a retos particulares a la hora de mantener sus capacidades financieras y su nivel de actividad frente a la influencia dominante de los centros financieros bien posicionados.

De hecho, los datos sobre especialización económica muestran que el debilitamiento de la actividad de los servicios financieros es una realidad en todas las regiones europeas. El anexo 11.6 presenta datos sobre los cocientes de especialización de 201 regiones de la EU-27 basados en el empleo en los servicios financieros. El valor medio del cociente de localización es de 0,84 y el 62 % de las regiones que experimentaron un descenso de la especialización entre los periodos 2014-2016 y 2017-2019. Las ciento cuarenta y nueve regiones que se consideran poco especializadas ( $LQ < 1$ ) tienen un LQ medio de 0,62 y, por el contrario, todas las regiones capitales, excepto Berlín, demuestran una alta especialización, con un LQ medio de 1,74.

La creciente concentración de la actividad financiera puede plantear problemas a las regiones

poco especializadas, obstaculizando potencialmente su competitividad y desarrollo económicos. Al respecto, Hashimoto y Wójcik (2021) señalan que la centralización y la consiguiente pérdida de especialización no se producen con la misma intensidad en todos los lugares. Ponen el ejemplo de centros financieros en Polonia que han resistido mejor que en los países vecinos ( Hungría, República Checa y Eslovaquia), manteniendo sus índices de especialización. Por ejemplo, una publicación de Panitz y Glückler (2022) que analiza las consecuencias del Brexit, identifica que algunos centros financieros locales han podido reforzarse a través de la especialización, evitando modelos de concentración como la llevada a cabo por los grandes centros financieros globales, como es el caso de Londres. Esta tendencia ya se ha identificado en otros sectores de actividad como la de la industria aeroespacial, que ha evolucionado desde grandes centros que cubren toda la cadena de valor hacia centros más pequeños especializados en actividades específicas, favoreciendo el comercio y el intercambio de conocimientos entre ellos (Turkina *et al.*, 2016). Consecuencia de esta tendencia se abre la posibilidad de que los centros financieros regionales –incluso potencialmente en regiones periféricas– crezcan sobre la base de nichos de especialización en la actividad (por ejemplo, las finanzas verdes).

### La influencia de la financiarización en los centros financieros periféricos

Para el análisis de las consecuencias de la financiarización en los centros financieros periféricos, se utilizan los cinco elementos identificados por Levine (2005) para analizar si un centro financiero es eficiente y permite el desarrollo económico: (i) debe existir un flujo de información adecuado para conectar a las empresas con los inversores; (ii) debe tener liquidez para permitir el intercambio de activos y la gestión del riesgo; (iii) debe existir infraestructuras para facilitar las transacciones; (iv) debe haber seguridad jurídica, regulación y supervisión para garantizar los derechos de empresas e inversores; y (v) el centro debe ser abierto, conectando el ahorro propio con el exterior, y el ahorro externo del territorio. A partir de estos cinco elementos, la [Tabla 30](#) realiza una revisión de publicaciones que analizan cómo afecta la financiarización a los centros financieros regionales.

	<b>Efectos de la financiarización</b>	<b>Consecuencias para los centros financieros regionales</b>
<b>Información sobre oportunidades de inversión</b>	Mayor uso de calificaciones de riesgo normalizadas (Chiapello, 2020). Mayores posibilidades de incertidumbre y efectos de contagio entre mercados (Aalbers, 2008).	Los grupos de pequeñas empresas locales se ven afectados, ya que requieren relaciones más estrechas y no estandarizadas basadas en la reputación (Clark y Wójcik, 2007; Nelson y Katzenstein,

		2014). Los actores globales utilizan técnicas de medición imperfectas que ignoran las realidades locales (Clark <i>et al.</i> , 2009).
<b>Liquidez, seguimiento y gestión de las inversiones</b>	<p>Mayor liquidez, más concentrada en unos pocos actores de determinados centros financieros (Cassis, 2010).</p> <p>El sector financiero compite por los recursos con la economía real (Cecchetti y Kharroubi, 2015).</p>	<p>El dinero no fluye uniformemente ni con la misma velocidad hacia los distintos territorios (Martin y Pollard, 2017).</p> <p>La toma de decisiones no es completamente racional: está influenciada por la cultura (Dupuy <i>et al.</i>, 2010) y en tiempos de crisis se produce un efecto de contracción hacia la sede central (Papi <i>et al.</i>, 2017).</p> <p>Los centros periféricos ofrecen servicios financieros menos complejos (Hashimoto <i>et al.</i>, 2022).</p>
<b>Facilitar el intercambio, la diversificación y la gestión de riesgos</b>	<p>Redes normalizadas que conectan los grandes centros financieros (Petry, 2020).</p> <p>Los bancos desempeñan un papel clave en la ampliación de las infraestructuras de los mercados financieros menos desarrollados (Levine, 2002).</p>	<p>El sistema financiero mundial es una fuerza homogeneizadora que limita la autonomía local y puede obstaculizar las políticas de inversión locales (Monk, 2009).</p> <p>La fuerte regulación del sector bancario ha generado su concentración y la pérdida de capilaridad (Claessens y van Horen, 2015).</p>
<b>Marcos reglamentarios de movilización y asignación del ahorro</b>	<p>La concentración en determinados centros financieros mundiales (como los paraísos fiscales mundiales) aumenta la opacidad y disminuye la capacidad de actuación de los reguladores (Corpataux y Crevoisier, 2016).</p> <p>Mayor complejidad de los activos (Coombs y Van der</p>	<p>Los grandes conglomerados económicos, antes vinculados a un estado, escapan a la supervisión (Fernández y Hendrikse, 2020).</p> <p>La regulación va por detrás de las técnicas de medición, lo que genera incertidumbre en las crisis y efectos de contagio (Coombs y Van der Heide, 2020).</p>

	Heide, 2020).  El <i>shadow banking</i> incorpora nuevos actores que actúan al margen de la regulación existente (Pozsar <i>et al.</i> , 2010).	Los gobiernos regionales tienen poca o ninguna competencia para regular y supervisar a los agentes financieros.
<b>Facilitar el comercio de bienes y servicios</b>	Conexión entre los principales mercados financieros, que compiten a través de la inversión y la atracción de talento (Wardle y Mainelli, 2023).  Las capitales ofrecen ventajas por su proximidad al poder financiero y político, lo que permite mejores conexiones con otros centros financieros (Ioannou y Wójcik, 2021).	Conexiones normalmente débiles entre los mercados financieros mundiales y regionales (Aalbers, 2008; Čihák <i>et al.</i> , 2012).  Los centros regionales están lejos del poder financiero y político.

Tabla 30. Efectos y consecuencias de la financiarización en los centros financieros regionales.

Fuente: Elaboración propia.

Para que los centros regionales sean eficientes y desempeñen un papel propiciador del desarrollo económico regional, deben encontrar la manera de mitigar los tipos de efectos señalados en la Tabla 30. Además, es importante reconocer que los gobiernos no son participantes pasivos en el proceso de financiarización. De hecho, con frecuencia la financiarización ha sido facilitada o respaldada deliberadamente por los gobiernos nacionales a través de la desregulación, la privatización y el establecimiento de mercados de instrumentos financieros. Las regiones se ven afectadas por las consecuencias de estas decisiones, pero los propios gobiernos regionales suelen tener poca influencia sobre ellas. Sin embargo, aunque muchos de los elementos que regulan el sector financiero exceden las competencias de los gobiernos regionales, estos son, no obstante, actores clave en sus propios centros financieros. En este sentido, diversos estudios abogan por la implementación de políticas activas por parte de los gobiernos regionales, especialmente para mejorar el acceso a la financiación de colectivos específicos como las pequeñas y medianas empresas (Comisión Europea, 2019) o las *start-ups* (Szczepański, 2017).

Por último, los efectos de la financiarización a nivel territorial pueden ser diferentes en función de características económicas o especialización sectorial de cada una de las regiones. Por ejemplo, actividades manufactureras intensivas en energía y de materiales tienden a concentrarse en determinadas regiones (Paci y Usai, 2000), creando polos de actividad. Estas

regiones con altos niveles de especialización de industria manufacturera tienen grandes necesidades de financiación debido a los procesos de transformación que este sector está viviendo asociados a la descarbonización (Comisión Europea, 2020). El inadecuado desarrollo y conexión financiera de estas regiones puede socavar su actividad industrial (Cozzi *et al.*, 2016) y contribuir a abrir brechas de desarrollo que minen la cohesión social (Rodríguez-Pose, 2018).

## 6.2. Los clústeres como herramienta de desarrollo económico regional

La política clúster es una herramienta de desarrollo económico regional bien establecida que se aplica ampliamente para reforzar ciertas actividades económicas –sobre todo de ámbito industrial– concentradas geográficamente. Teniendo como base el análisis de los distritos industriales (Marshall, 1890; Pyke, 1990), M. E. Porter (1998, p. 197) definió los clústeres como «concentraciones geográficas de empresas interconectadas, proveedores especializados, proveedores de servicios, empresas de sectores relacionados e instituciones asociadas (por ejemplo, universidades, agencias y asociaciones comerciales) en campos concretos que compiten, pero también cooperan». Mientras que los clústeres reflejan de manera natural las características estructurales de los territorios, a través de las ventajas que ofrece la aglomeración, las iniciativas de clúster son acciones decididas para reforzar la colaboración dentro de estas aglomeraciones e impulsar la competitividad abordando de manera colectiva retos relacionados con la innovación, la internacionalización, el refuerzo de la cadena de valor, el talento, las infraestructuras especializadas, etc.

Las iniciativas clúster suelen contar con el apoyo de las políticas públicas, ya sea directamente a través de agencias regionales de desarrollo económico, o indirectamente a través de proyectos de colaboración o del apoyo a organizaciones especializadas en la gestión de clústeres (Organizaciones Dinamizadoras Clúster) (Wilson, 2019). Sin embargo, aunque las ventajas económicas de los clústeres están bien analizadas, existen dificultades para dar evidencias sobre los impactos económicos de sus políticas. Esto se debe a las dificultades para evaluarlos como consecuencia de su heterogeneidad, las interacciones existentes entre las políticas de clúster y otras políticas que abordan retos específicos de competitividad, y las dificultades para la obtención de datos (Cantner *et al.*, 2019; Schmiedeberg, 2010; Smith *et al.*, 2020; Wilson *et al.*, 2022).

No obstante, las políticas de clúster han demostrado ser extremadamente resilientes desde su introducción a principios de la década de 1990 y se han convertido en una herramienta en el

conjunto de herramientas de la política de desarrollo económico regional. Se emplean en todo el mundo, especialmente en las regiones periféricas, y han sido ampliamente utilizadas por organismos multilaterales de desarrollo como el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial y la ONUDI (Boneu *et al.*, 2016; UNIDO, 2013). En el contexto europeo, los clústeres especializados representan el 24,4 % del empleo de la UE, y hay cerca 1374 ODC registradas en la Plataforma Europea de Colaboración en Clúster (PECC) de la Comisión Europea (Franco *et al.*, 2021). Además, los clústeres y las iniciativas de clúster se concentran en gran medida en actividades comerciales intensivas en innovación, y su contribución al valor añadido es incluso mayor que la del empleo. Son especialmente frecuentes en la industria manufacturera, que representa doce de los veinticinco principales sectores en los que están presentes las ODC europeas, junto con otras actividades relacionadas con la agricultura, la construcción, la energía, la salud, las TIC, las actividades de investigación científica y los residuos.

### La política clúster aplicada a las finanzas

A pesar del amplio alcance de la política clúster en diferentes tipos de actividades económicas y en regiones periféricas de todo el mundo, no hay muchos ejemplos de su aplicación a actividades relacionadas con las finanzas y esos ejemplos tienden a estar en regiones capitales. Solo seis de las 1374 ODC registradas en el European Cluster Collaboration Platform están directamente asociadas a actividades financieras y de seguros (códigos NACE K64, K64 y K66).

La [Tabla 31](#) detalla la información básica sobre estas seis ODC, incluyendo una evaluación de su enfoque/nicho y los tipos de actividades que apoyan entre sus miembros (que suelen incluir nuevas empresas, PYME, grandes empresas e institutos de investigación). La diversidad en el número de miembros, que va de ciento veintinueve a más de cuatrocientos, indica la escala variable de estas seis iniciativas. Además, aunque todas ellas ofrecen los tipos de actividades típicamente asociadas a las iniciativas de clúster, dos de las ODC tienen un enfoque amplio relacionado con todo el espectro de actividades financieras de sus territorios y cuatro tienen un enfoque más específico en Fintech. También cabe destacar que cuatro de los seis se han establecido desde 2018, lo que pone de relieve la incursión relativamente reciente de la política de clústeres en las actividades de servicios financieros, y que cuatro de los seis se encuentran en lo que puede clasificarse como regiones capitales, lo que refleja las tendencias de concentración asociadas a la financiarización.

Nombre	Ubicación	Fundada	Miembros	Enfoque /nicho	Actividades
<b>Innovación financiera</b>	París, Francia	2007	410	Ecosistema financiero	Iniciativa empresarial, captación de inversiones,

					inteligencia estratégica, creación de redes.
<b>Copenhague Fintech</b>	Copenhague, Dinamarca	2016	231	Fintech	Espíritu empresarial, internacionalización, inteligencia estratégica, trabajo en red, innovación.
<b>Fintech Escocia</b>	Edimburgo, Reino Unido	2018	160	Fintech	Innovación, formación, comunicación, internacionalización.
<b>Findec</b>	Estocolmo, Suecia	2018	184	Fintech	Inteligencia estratégica, redes.
<b>Madrid capital Fintech</b>	Madrid, España	2020	121	Fintech	Innovación, inteligencia estratégica, espíritu empresarial, formación, calidad, grupos de trabajo, ODS, internacionalización.
<b>Irlanda sureste Clúster de servicios financieros</b>	Waterford, Irlanda	2020	55	Servicios financieros	Innovación, formación, comunicación, redes, infraestructuras.

Tabla 31. ODC financieras registradas<sup>33</sup>. Fuente: Basado en información del ECCP ([www.clustercollaboration.eu](http://www.clustercollaboration.eu)) y en los sitios web de cada ODC.

Existe la necesidad de profundizar en la investigación sobre los clústeres financieros de las regiones periféricas en la literatura académica. Los estudios se centran en un puñado de centros financieros mundiales (Degl'Innocenti *et al.*, 2017; Pandit *et al.*, 2017; Volgmann y Münter, 2018; Walther *et al.*, 2011; Wardle y Mainelli, 2023), incluido el caso de París que figura en la Tabla 31 (De Bresson, 2007; Lavery *et al.*, 2019). De hecho, con la excepción de Larreina (2008), que analiza el caso de Escocia para argumentar que los clústeres de servicios financieros pueden prosperar en las regiones periféricas, la bibliografía refleja los casos de la Tabla 31 al centrarse casi exclusivamente en las regiones capitales. Además, contrariamente a la presencia de una ODC de servicios financieros en el sudeste periférico de Irlanda, el análisis estadístico de O'Connor *et al.* (2017) sitúa el clúster de servicios financieros irlandés firmemente en la región capitalina de Dublín. Por último, el creciente interés por los clústeres de Fintech (Gazel y Schwienbacher, 2021) también se ha centrado en gran medida en las regiones capitales, como en los casos danés (Barz *et al.*, 2023) y sueco (Linder, 2018), y Ioannou y Wójcik (2021) constatan que las Fintech han contribuido a la elevada concentración geográfica de los servicios financieros en América Latina.

<sup>33</sup> Notas: Las búsquedas en Internet permitieron identificar otras dos iniciativas de agrupación en Reikiavik (Islandia) (<https://en.fjartaekniklasinn.is/>) y Montreal (Canadá) (<https://www.finance-montreal.com/en/accueil>).

### 6.3. Clústeres vascos: antecedentes del caso

El País Vasco es una región periférica de unos dos millones de habitantes situada en la costa atlántica norte de España. Aun reconociendo que las condiciones políticas, económicas y culturales específicas de cada lugar hacen que cada región periférica sea única y, por tanto, que sea difícil generalizar, el País Vasco constituye un caso interesante para explorar el potencial de la política de clúster para responder a los retos que plantea la financiarización en las regiones periféricas por varias razones.

En primer lugar, tiene un fuerte patrimonio industrial y una estructura industrial sofisticada, lo que implica una amplia gama de necesidades de financiación relacionadas con los procesos en curso de diversificación industrial y sostenibilidad medioambiental (Aranguren *et al.*, 2023; Wilson *et al.*, 2022). En otras palabras, desde el punto de vista de las finanzas, tiene una economía exigente que necesita movilización de capital (Martin y Pollard, 2017) y conocimientos especializados para satisfacer sus necesidades distintivas (Clark y Wójcik, 2007; Nelson y Katzenstein, 2014). Sin embargo, estas necesidades no encajan con la visión a corto plazo y los parámetros de inversión como por ejemplo de actores como los fondos de inversión internacionales (Monk, 2009), orientados a la rentabilidad y con una sensibilidad limitada hacia el desarrollo de la actividad a nivel local (Orhangazi, 2008).

En segundo lugar, el País Vasco es un centro financiero históricamente importante (en el contexto español), vinculado a su patrimonio industrial, que ha estado en declive desde la década de 1990, ya que las actividades se han deslocalizado a centros financieros como Madrid (Larreina y Gómez-Bezares, 2007). En este contexto, las relaciones de proximidad entre los agentes financieros y la economía local se han debilitado (Corpataux y Crevoisier, 2016). Esto genera problemas como efectos de asimetría de información relacionados con el riesgo de inversión (Clark y Wójcik, 2007; Nelson y Katzenstein, 2014) o la falta de talento local en el ámbito financiero que pueda trabajar en modelos de negocio innovadores con las empresas locales (Hashimoto *et al.*, 2022).

En tercer lugar, el País Vasco cuenta desde hace tiempo con una política de clústeres que se introdujo en los años 90 y que hoy apoya dieciséis iniciativas de clúster en actividades fundamentalmente industriales, y muy recientemente ha comenzado a experimentar con la posible extensión de esta herramienta política a las actividades financieras. La desconexión de la dinámica financiera de otras políticas de desarrollo económico dentro de un territorio no es atípica (Mader *et al.*, 2020), pero la experiencia de la región en la promoción de iniciativas de clúster representa una oportunidad para fortalecer el centro financiero de una manera que

esté alineada con estrategias más amplias de especialización económica.

La política de clúster del País Vasco se inició a principios de la década de 1990 con un estudio de mapeo de clústeres realizado por el Monitor Group de Michael Porter, que constituyó la base, en primer lugar, para el diálogo entre el Gobierno y los líderes de la industria con el fin de calibrar el interés en trabajar con una filosofía de clúster, y posteriormente para el desarrollo progresivo de una política explícita de clústeres. En algunos casos, esto se basó en asociaciones industriales ya existentes, que pretendían ampliar su enfoque hacia la colaboración en clústeres, mientras que en otros casos condujo directamente a la creación de nuevas asociaciones de organizaciones dinamizadoras de clústeres (ODC). A finales de la década de 1990 había diez ODC establecidas y durante las dos décadas siguientes la política evolucionó de diversas maneras, proceso durante el cual ha sido objeto de una cantidad significativa de análisis (Aragón *et al.*, 2010; Aranguren *et al.*, 2009; De la Maza Aramburu *et al.*, 2012; Elola *et al.*, 2017; Elola y Wilson, 2022; Morgan *et al.*, 2020).

La política vasca de clústeres apoyó en 2024 a dieciséis ODC en el marco del Plan de Desarrollo Industrial e Internacionalización 2021-2024 del Gobierno vasco. Junto con las cuotas que reciben de sus miembros, las ODC pueden solicitar financiación pública para cubrir parcialmente sus costes en la organización de determinadas actividades de colaboración en los ámbitos de la tecnología, la innovación, la internacionalización, etc., cuando dichas actividades estén vinculadas a un plan estratégico a largo plazo y a un plan de acción anual.

Los clústeres apoyados por la política abarcan una gama diversa de actividades principalmente manufactureras (ver [Tabla 32](#)), y las ODC tienen explícitamente un doble cometido. Por un lado, son un instrumento para la competitividad empresarial, trabajando para reforzar la competitividad de sus miembros mediante el fomento de la colaboración en torno a retos compartidos. Por otro lado, son un instrumento de la política pública, proporcionando un puente entre las empresas vascas y los responsables políticos y trabajando como organizaciones intermediarias clave para fomentar el desarrollo económico de la región (por ejemplo, para estrategias regionales de especialización inteligente, ver Aranguren *et al.* (2023)).

<b>Grupo</b>	<b>ODC</b>	<b>Primer año integrado en la política de agrupaciones</b>	<b>Miembros aproximados</b>
<b>Tecnologías avanzadas de fabricación</b>	AFM (ESKUIN, INVEMA, ADDIMAT, AFMEC)	1992	150
<b>Automoción</b>	ACICAE	1993	130

<b>Medioambiente</b>	Aclima	1995	70
<b>Transporte, movilidad y logística</b>	MLC-ITS (+ UNIPOINT)	1995	230
<b>TIC y conocimiento</b>	GAIA (BASQUEGAME, CYBASQUE, EIKEN)	1996	250
<b>Energía</b>	Clúster Energía	1996	160
<b>Aeroespacial</b>	HEGAN	1997	40
<b>Marítimo</b>	Foro Marítimo Vasco	1997	130
<b>Papel</b>	Clúster Papel	1998	15
<b>Fundición y forja</b>	AFG (FUNDIGEX, SIFE)	2009	100
<b>Agroalimentación</b>	Clúster de Alimentación de Euskadi	2009	100
<b>Hábitat, madera, oficina y contract</b>	HABIC	2009	100
<b>Biociencias-Salud</b>	Clúster de Salud del País Vasco	2010	50

Tabla 32. Organizaciones Dinamizadoras Clúster (ODC) vascas en 2024. Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Agencia Vasca de Desarrollo Empresarial (SPRI).

Aunque la Tabla 32 pone de relieve que no existe ninguna iniciativa clúster en el ámbito de los servicios financieros, las ODC abordan cuestiones relacionadas con la financiación cuando surgen como temas de interés para sus miembros (lo que a veces da lugar a la creación de grupos de trabajo, por ejemplo). Además, en la última edición (2022) de la encuesta realizada por SPRI para conocer las opiniones de todos los miembros de los clústeres en relación con las acciones de sus respectivas ODC, la «atracción de inversiones y financiación especializada» figuraba entre las tres primeras áreas de cooperación (de un total de trece) a las que los miembros de los clústeres consideraban que las ODC deberían dedicar más tiempo y recursos<sup>34</sup>. La percepción de la importancia de esta área de cooperación había aumentado considerablemente desde la encuesta anterior (2018), y refleja una preocupación política más general de que las empresas vascas están luchando cada vez más por encontrar soluciones locales a sus necesidades de financiación. En el discurso político, esto a menudo se vincula a los problemas que plantea la financiarización para las regiones periféricas que se han señalado con anterioridad en este capítulo, y especialmente a los peligros de desarraigo de las empresas como consecuencia del debilitamiento de la capacidad de toma de decisiones (traslado de la sede a centros financieros o compras extranjeras).

En una región con una larga tradición de desarrollo de políticas de clústeres, los responsables políticos se han preguntado de manera natural si la mejora de la dinámica de colaboración dentro de un nuevo clúster de servicios financieros podría desempeñar un papel a la hora de

<sup>34</sup> Para la metodología utilizada en esta encuesta, véase Elola & Wilson (2022).

abordar estas preocupaciones. Mientras que los efectos adversos de la financiarización suelen girar en torno a la desconexión entre las actividades financieras y la economía real (Cecchetti y Kharroubi, 2015), un clúster financiero e inversión desarrollado y arraigado localmente podría centrarse en promover las inversiones productivas (no competir por los recursos) y abordar las necesidades de financiación de otros clústeres locales (por ejemplo, ofreciendo servicios financieros más sofisticados; Hashimoto *et al.* (2022)). Una estrategia de este tipo podría mitigar el declive de los servicios financieros locales integrando el sector financiero con la estrategia económica general de la región, promoviendo el crecimiento sostenible en sus manufacturas e industrias (Ughetto *et al.*, 2019).

## 6.4. Análisis de caso sobre el potencial de una iniciativa de clúster para hacer frente a los efectos de la financiarización: el País Vasco

La sensibilidad en relación a las consecuencias de la financiarización ha crecido en el ámbito económico y político en los últimos años en el País Vasco, concretamente en relación con: (i) sus efectos sobre el sector financiero vasco y las cadenas de valor relacionadas; y (ii) sus efectos sobre la capacidad de la región para mantener y atraer centros de decisión en industrias tradicionales y emergentes. Estas preocupaciones se reflejaron en un discurso pronunciado por el Lehendakari Iñigo Urkullu ante el Parlamento vasco en septiembre de 2022, en el que hizo un llamamiento al liderazgo privado para buscar soluciones colaborativas a través del establecimiento de una nueva iniciativa de clúster<sup>35</sup>. Esta declaración coincidió con el reciente auge de los fondos de inversión locales, fruto de la profesionalización de la actividad y de la creación de vehículos de inversión vinculados a empresas familiares del territorio (Gil de San Vicente y Sisti, 2022).

El impulso político inicial puso en marcha dos dinámicas paralelas para crear un contexto favorable a la puesta en marcha de una iniciativa de este tipo. Por un lado, la Administración pública mantuvo conversaciones discretas con entidades y agentes financieros locales clave para allanar el camino a la movilización de actores privados. Por otro lado, se dio un mandato a los dos departamentos pertinentes del Gobierno vasco –el Departamento de Desarrollo

---

<sup>35</sup> Gobierno Vasco. (2022, 22 de septiembre). Lehendakariaren hitzaldia – Discurso del Lehendakari: Politika orokorrari buruzko eztabaida – Debate de política general. Recuperado de [https://bideoak2.euskadi.eus/2022/09/22/news\\_79869/22-09-2022\\_Discurso\\_LHDK\\_Politika\\_Orokorrari\\_buruzko\\_eztabaida.pdf](https://bideoak2.euskadi.eus/2022/09/22/news_79869/22-09-2022_Discurso_LHDK_Politika_Orokorrari_buruzko_eztabaida.pdf)

Económico, Sostenibilidad y Medio Ambiente y el Departamento de Economía y Hacienda– para la creación de un grupo de trabajo que facilitara un proceso para explorar el establecimiento de una nueva iniciativa de clúster<sup>36</sup>. Ambos departamentos habían participado en años anteriores en proyectos de investigación en colaboración con Orkestra, el Instituto Vasco de Competitividad<sup>37</sup>, centrados, entre otras cuestiones, en el análisis de la eficacia de la política clúster y en la comprensión de las características clave del ecosistema financiero local. Por lo tanto, de manera natural, personas investigadoras de Orkestra se implicaron en el grupo operativo desde el principio.

Las personas investigadoras de Orkestra dirigieron el diseño y la facilitación del proceso desarrollado por el grupo de trabajo, que se concibió como un proyecto de investigación-acción. Estuvo influenciado por los principios de la Investigación Acción para el Desarrollo Territorial (ARTD) (Karlsen y Larrea, 2014; Larrea, 2024), que establece ciclos de reflexión y acción informados por la investigación entre investigadores y profesionales, y por la investigación sobre los procesos exploratorios basados en la evidencia necesarios para desarrollar los denominados «procesos de descubrimiento emprendedor» en el marco de las estrategias regionales de especialización inteligente (Aranguren *et al.*, 2023; Marinelli y Perianez-Forte, 2017; Przeor *et al.*, 2016).

Concretamente, el proceso de investigación-acción se estructuró en las tres fases expuestas en la

**Figura 17:** (i) desarrollar una comprensión de base del potencial del sector financiero en el territorio; (ii) explicar, explorar y generar un grado de consenso entre una amplia gama de agentes del sector financiero; (iii) identificar y dar pasos concretos para poner en marcha una nueva iniciativa de colaboración. El diseño del proceso global fue explícitamente flexible,

---

<sup>36</sup> La Consejería de Desarrollo Económico, Sostenibilidad y Medio Ambiente se encarga de promover la competitividad y la sostenibilidad industrial, apoyar la innovación y la internacionalización empresarial y gestionar las políticas energética y medioambiental. La Consejería de Economía y Hacienda gestiona los presupuestos de la Comunidad Autónoma, supervisa la política financiera y coordina la planificación económica regional. El grupo de trabajo estaba formado por responsables políticos de alto nivel de ambos Departamentos, junto con responsables políticos de SPRI (la Agencia Vasca de Desarrollo Empresarial, que apoya la transformación competitiva, la internacionalización y la innovación de las empresas, incluida la gestión de la política de clústeres), Basque Country Risk Capital Management (una sociedad pública que gestiona entidades de capital riesgo para promover y desarrollar la actividad de capital riesgo), y el Instituto Vasco de Finanzas (una entidad pública encargada de facilitar el acceso a la financiación de las empresas vascas mediante la gestión de instrumentos financieros públicos y la participación en el capital).

<sup>37</sup> Orkestra, una iniciativa de la Universidad de Deusto, es un centro de investigación aplicada con la misión de realizar investigación transformadora sobre competitividad regional, trabajando en colaboración con empresas, gobiernos e instituciones para lograr un impacto regional. Para más información sobre Orkestra, véase (Aranguren, et al., 2021) y (Aranguren et al., 2016).

reflejando los requisitos de un proceso exploratorio en el que los agentes implicados tienen motivaciones diversas y los resultados son inherentemente impredecibles. Por ejemplo, se hizo explícito que el avance por las fases requeriría ciertos resultados en las fases anteriores, y que el diseño preciso de cada fase tendría que adaptarse a los resultados emergentes.

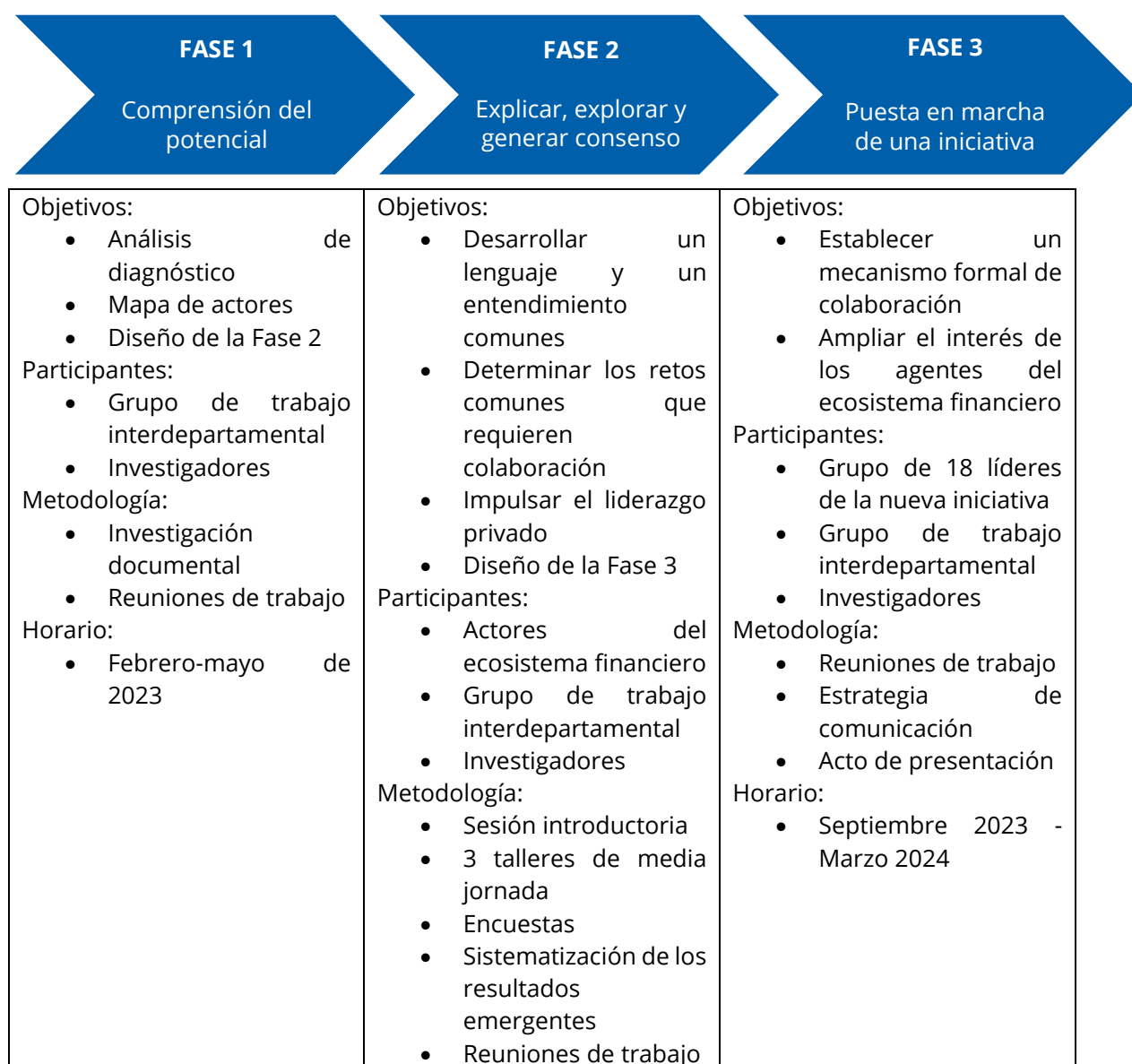


Figura 17. Fases del proceso de investigación-acción.

### Resultados de la fase 1: Comprende el potencial

El punto de partida de la primera fase fue acordar un entendimiento común del objetivo de la iniciativa entre el grupo de trabajo y los investigadores. A través de un proceso de reuniones

iniciales, se debatieron y definieron los objetivos de la iniciativa con una doble perspectiva: (i) fortalecer la competitividad, presencia y diversidad de las empresas financieras y de inversión en el País Vasco en un contexto aparente debilitamiento en las últimas décadas; y (ii) fomentar la innovación en servicios financieros y de inversión que conecten con las necesidades específicas del tejido empresarial del País Vasco en un momento en el que las empresas se enfrentan a transiciones complejas (por ejemplo, medioambientales), fortaleciendo así la economía regional mediante el arraigo de los centros de decisión existentes y la atracción de nuevos.

Partiendo de este entendimiento común de los objetivos, la fase 1 del proceso de investigación-acción se diseñó para generar una base empírica que sirviera como soporte para el proceso posterior. Para ello, las personas investigadoras llevaron a cabo una investigación basada en documentación y bases de datos combinada con reuniones de trabajo periódicas con el grupo operativo, centradas en tres pilares: (i) comprender las especificidades del clúster de servicios financieros y su funcionamiento en otros lugares a partir de la literatura académica y de un *benchmarking* comparativa internacional de las experiencias políticas; (ii) cartografiar la presencia de actividades de servicios financieros en el territorio vasco y las características de las empresas y otras organizaciones (universidades, centros tecnológicos, centros de formación profesional, etc.) a partir de fuentes estadísticas secundarias y conjuntos de datos a nivel de empresa; y (iii) comprender el contexto político regional en el que tendría que encajar una nueva iniciativa de colaboración (incluidos los requisitos y la dinámica de la política clúster existente).

El resultado más visible fue un informe detallado que contenía un análisis de referencia de estos tres pilares, que sirvió como punto de referencia para el diseño de las fases posteriores (y se distribuyó entre todos los participantes). En primer lugar, el informe puso de relieve la escasez de análisis de los clústeres financieros de las regiones periféricas en la literatura académica, donde los trabajos existentes se centran en centros financieros globales bien establecidos como Londres (Pandit *et al.*, 2017; Taylor *et al.*, 2003), Luxemburgo (Walther *et al.*, 2011), Hong Kong (Enright, 2016) o Fráncfort (Volgmann y Münter, 2018). Sin embargo, identificó un conjunto de experiencias internacionales (incluidas las de la [Tabla 31](#)) de las que potencialmente podrían extraerse lecciones. En segundo lugar, el informe identificó, en comparación con otras regiones europeas, un proceso de declive en la especialización en servicios financieros y actividades relacionadas en el País Vasco, incluidas regiones industriales similares como Emilia Romagna y Alta Austria. No obstante, un mapeo estadístico detallado identificó ciento ochenta y una empresas y otros actores que trabajan en el ámbito de las finanzas y la inversión, principalmente bancos y sus empresas filiales, fondos de inversión y

*family offices*, con una presencia muy limitada de empresas Fintech. En tercer lugar, el análisis del contexto político puso de relieve la presencia de una política de clúster bien consolidada que apoya actualmente dieciséis iniciativas de clúster a través de un programa de subvenciones con una serie de requisitos formales para las ODC.

Además de la información estratégica proporcionada por el proceso de investigación documental, un resultado menos visible, pero igualmente importante, de la primera fase fue el desarrollo de un lenguaje común y la comprensión de las cuestiones fundamentales entre el grupo de trabajo. Esto fue especialmente significativo porque, además de la brecha lingüística y cultural que suele existir entre los responsables políticos y los investigadores, los responsables políticos que participaron en el grupo de trabajo procedían de dos departamentos diferentes y de varios organismos gubernamentales. Cada uno aportaba perspectivas diferentes sobre la naturaleza de los problemas que se abordaban y la viabilidad de las distintas soluciones, lo que a veces generaba tensiones. Por lo tanto, fue fundamental llegar a un entendimiento común entre este grupo de trabajo antes de abrir el proceso a la participación de los actores del ecosistema financiero.

## **Resultados de la fase 2: Explicar, explorar, llegar a un consenso**

Una vez establecida una base empírica, la segunda fase se diseñó para abrir el proceso de investigación-acción a un amplio grupo de actores del ecosistema financiero vasco para: (i) explicar y explorar el potencial de una iniciativa colaborativa, desarrollando un entendimiento y un lenguaje compartidos; (ii) identificar retos comunes que requieran soluciones colaborativas; y (iii) proporcionar un impulso para que surja un liderazgo privado. En mayo de 2023 se organizó una sesión introductoria como punto de partida para explicar la iniciativa y darla a conocer. En este acto abierto se expusieron la motivación general para explorar una iniciativa de colaboración, las conclusiones de la fase 1 y una propuesta de metodología para la reflexión colectiva. El objetivo era generar el interés y crear unas condiciones de partida favorables entre los actores clave. Sesenta y seis organizaciones asistieron a la presentación, convocadas por representantes de alto nivel del Gobierno vasco. A continuación, el 75 % de los asistentes respondieron a una encuesta en la que más del 90 % de los encuestados valoraron tanto la iniciativa como su nivel de interés con un cuatro o más (en una escala de 1 a 5), y veinticinco entidades expresaron un interés tentativo en desempeñar un papel protagonista en una posible iniciativa.

La metodología de la segunda fase se diseñó en torno a tres talleres, en los que participaron ochenta y seis agentes. Hubo una dinámica de contraste, ajuste entre los talleres, a partir de

encuestas que facilitaban la recepción de comentarios y servía para identificar las percepciones en torno a las cuestiones emergentes de la dinámica. Cada taller fue preparado por el grupo de trabajo, y la metodología fue dirigida por el equipo de personas investigadoras. Después de cada taller, las personas investigadoras sistematizaron los resultados y facilitaron la documentación resultante entre los participantes. Esta forma de trabajar generó un sentimiento positivo de pertenencia, tanto entre el grupo de trabajo como entre los actores participantes, y contribuyó a reforzar el capital social dentro de un grupo.

El análisis de las ochenta y seis entidades participantes revela una gran diversidad de funciones. La mayoría, cuarenta y nueve, forman parte de lo que podría definirse como el núcleo del clúster, desempeñando funciones en banca, capital riesgo, fondos de pensiones, seguros y mercados financieros, e incluyendo también instituciones financieras públicas. Otro número significativo, treinta y dos, son organizaciones que facilitan la actividad financiera pero no proporcionan financiación. Entre ellas se incluyen viveros de empresas, agencias de desarrollo económico, universidades, centros tecnológicos y consultorías especializadas. Además, dos entidades están involucradas en aspectos regulatorios del sector, y tres organizaciones forman parte de otros clústeres interesados en la iniciativa. Sesenta y seis de las organizaciones tienen sede en el País Vasco, y el resto cuenta con delegaciones físicas<sup>38</sup>.

En el primer taller se explicó el concepto de clúster y las razones para la colaboración a actores que no estaban familiarizados con los clústeres y que no solían colaborar, y a continuación se utilizó el trabajo en grupo para abrir un debate inicial sobre los puntos fuertes y débiles del ecosistema financiero vasco y los retos comunes a los que se enfrentaban. El segundo taller presentó a los participantes la experiencia concreta de una de las ODC vascas existentes, resumió los puntos fuertes y débiles y los retos identificados en el primer taller, y comenzó a reflexionar en grupos sobre oportunidades concretas de colaboración en ese contexto. En el tercer taller, los participantes abordaron casos prácticos de colaboración entre clústeres a través de una mesa redonda en la que intervinieron empresas que participaban activamente en otras ODC, trabajaron en grupos para perfeccionar y priorizar las oportunidades de colaboración identificadas en el segundo taller y reflexionaron sobre los pasos que habría que dar para establecer una iniciativa formal de colaboración.

Un resultado clave del proceso fue el desarrollo del capital social, mediante el cual un amplio abanico de actores de un sector que es relativamente fragmentado empezó a reflexionar juntos

---

<sup>38</sup> Este arraigo es diferente según el tipo de organización; por ejemplo, en el caso de los bancos, sólo 3 de los 9 participantes tienen su sede social en el País Vasco. En cambio, de los fondos de inversión no públicos participantes, 11 de 13 tienen su domicilio social en el territorio.

sobre sus retos y a desarrollar un lenguaje compartido para caracterizarlos. En concreto, se identificaron seis retos comunes críticos para el éxito futuro del ecosistema financiero vasco:

- I. Evolución y mayor sofisticación del ecosistema
- II. Personas y talento
- III. Conexión con los demás sectores económicos
- IV. Cultura financiera, actitudes e imagen del sector
- V. Entrada de nuevos actores y arraigo del sector en el territorio
- VI. Falta de capacidades tecnológicas

En el contexto de estos grandes retos, se identificaron doce oportunidades concretas de colaboración entre los actores del ecosistema, a las que se asignó un horizonte temporal (véase la [Tabla 33](#)). La mayoría de ellas se corresponden con los tipos de acciones en los que trabajan habitualmente las ODC de otros sectores y contextos (más detalles en el anexo 11.7).

Horizonte temporal	Oportunidades de colaboración
Corto	Mejorar el propio conocimiento sobre la estructura del ecosistema financiero vasco. Realizar una selección de oportunidades de inversión en el País Vasco. Trabajar para hacer del País Vasco un territorio atractivo para la inversión.
Medio	Aplicar las tecnologías de IA al sector. Explotar tecnologías relacionadas con la seguridad. Desarrollar espacios de conexión con otros sectores económicos. Promover nuevos fondos de inversión. Trabajar para hacer del País Vasco un territorio atractivo para el talento financiero. Trabajo de arraigo de las empresas vascas en el territorio.
Bajo	Aprovechar las sinergias con otros clústeres vascos. Promover las empresas de nueva creación, las empresas financieras especializadas y las Fintech. Sofisticar la función financiera y socializarla entre las empresas y la sociedad.

**Tabla 33.** Oportunidades de colaboración identificadas para responder a los retos comunes a los que se enfrenta el ecosistema financiero vasco. **Fuente:** Elaboración propia a partir de la información del anexo 11.7.

Al final de la fase 2 se realizó otra encuesta para medir el nivel de compromiso con la iniciativa, la calidad del proceso y de las sesiones de trabajo, y los objetivos alcanzados. Los cincuenta y tres encuestados reafirmaron su nivel de compromiso con la iniciativa (4,5 sobre 5), consideraron que el proceso había sido de alta calidad (4,1 sobre 5) y coincidieron en que los objetivos y metas de la iniciativa eran adecuados para seguir adelante (3,9 sobre 5).

### Resultados de la fase 3: Puesta en marcha de una nueva iniciativa de colaboración

Una vez despertado el interés por las posibilidades y ventajas de una iniciativa de colaboración que pudiera abordar progresivamente los retos y oportunidades identificados, la tercera fase se orientó a establecer un mecanismo formal de colaboración en forma de ODC y a ampliar el interés por la iniciativa a todo el ecosistema. Se diseñó explícitamente como una fase de transición desde la facilitación dirigida por la investigación y la política hasta la operacionalización, en la que los investigadores y el grupo de trabajo desempeñarían un papel cada vez menor a medida que los líderes del sector privado dieran un paso al frente. A tal fin, en la encuesta realizada al final de la fase 2 se pedía a los participantes que clasificaran su interés por la creación de una iniciativa de colaboración formal o una ODC (véase la [Tabla 34](#)).

Nivel de interés	Número de actores
<b>Interesado en estar informado de futuros desarrollos</b>	5
<b>Interesados en participar activamente en una iniciativa formal de colaboración</b>	30
<b>Interesados en liderar el establecimiento de una iniciativa formal de colaboración</b>	18

[Tabla 34](#). Interés en el establecimiento de una iniciativa formal de colaboración al final del proceso de talleres. [Fuente](#): Elaboración propia.

Los investigadores y el grupo de trabajo convocaron una serie inicial de reuniones de los dieciocho actores interesados en liderar la iniciativa. Estas reuniones se diseñaron para tomar decisiones difíciles relacionadas con el liderazgo, la gobernanza y la representatividad dentro de una nueva ODC, cuestiones en las que es importante un conocimiento profundo del proceso hasta la fecha, la cartografía de los actores y las prácticas más amplias de política de clúster y ODC. Sin embargo, después de tres reuniones, el grupo de liderazgo de la nueva iniciativa asumió el control de la convocatoria de sus propias reuniones para formular los objetivos y actividades concretos de la nueva asociación y trabajar en los aspectos jurídicos.

Es importante destacar que este grupo de líderes tenía un mandato claro para poner en marcha

la iniciativa, aprovechando el interés despertado y las ideas desarrolladas durante la fase 2, y esforzándose por alcanzar un equilibrio entre las diversas tipologías de organizaciones que conformarían la futura gobernanza de una ODC. Cabe destacar que las entidades públicas de este grupo de líderes, en un movimiento estratégico para dar prioridad a la fundación privada de la agrupación, optaron por no ocupar cargos ejecutivos en el Consejo de Administración, cediendo así el liderazgo a los actores privados. Como resultado de la fase 3, en marzo de 2024 se constituyó la primera junta directiva de la asociación, junto con la presentación pública del nuevo clúster vasco de finanzas e inversiones (BasqueFIK).

## 6.5. Conclusiones

La creciente centralización de las actividades financieras en los centros financieros de nivel 1 y 2 ha provocado el declive de los centros de nivel 3 situados en regiones periféricas (Degl'Innocenti *et al.*, 2017). Esta tendencia provoca consecuencias relacionadas con el debilitamiento de su papel como motor de la financiación de la economía real. Por un lado, se erosiona el número y la diversidad de los agentes financieros presentes en el territorio, así como su ventaja de aglomeración (Cook *et al.*, 2007), y su capacidad/autonomía para la toma de decisiones (Ioannou y Wójcik, 2021). Por otro lado, se debilita la actividad financiera debido a su menor capacidad de desarrollar soluciones sofisticadas (Hashimoto *et al.*, 2022) y, en última instancia, diluye los efectos positivos asociados a la proximidad entre los agentes económicos y financieros (Ughetto *et al.*, 2019).

Esta tendencia, que forma parte de la manera en que el proceso de financiarización se desarrolla a través de la geografía, incrementa las desventajas estructurales a las que se enfrentan las regiones periféricas y profundiza en los retos sistémicos a los que se enfrentan. En este capítulo, hemos explorado el caso de la creación de una nueva iniciativa de clúster centrada en el sector financiero local como respuesta política a los dilemas derivados de esta situación en el País Vasco. Se pueden destacar tres aprendizajes principales, con respecto a: (i) el proceso de investigación-acción que subyace en esta iniciativa; (ii) las oportunidades de colaboración vinculadas a los retos de la financiarización; y (iii) el papel del sector público en los centros financieros regionales.

Sobre el proceso de investigación-acción han participado organizaciones de diversa naturaleza –actores financieros, Administración pública e investigadores– trabajando por un objetivo común alineado con los objetivos del territorio (Karlsen y Larrea, 2014; Larrea, 2024). Estos actores han descubierto la realidad del clúster financiero vasco en una forma de «proceso de

descubrimiento empresarial» (Aranguren *et al.*, 2023; Marinelli y Perianez-Forte, 2017; Przeor *et al.*, 2016). A partir de un inicio fragmentado, durante el proceso se ha construido un grado de capital social y entendimiento común, generando un efecto positivo para compartir la coherencia de la iniciativa. Esto puede verse concretamente en la participación estable de casi noventa actores a lo largo del proceso de un año de duración y el eventual establecimiento de una nueva iniciativa de colaboración formal con liderazgo compartido de dieciocho actores de diversa índole.

Los ingredientes clave para el éxito del proceso han sido: (i) flexibilidad, con los pasos concretos de cada fase definidos en función de las necesidades emergentes; (ii) inclusión, con una apertura proactiva que buscaba incorporar al mayor número posible de actores y garantizar la representatividad de las principales tipologías de actores financieros presentes en el territorio; (iii) transparencia, con documentación y resúmenes de las reuniones clave compartidos entre todos los participantes y opiniones recabadas mediante encuestas rápidas periódicas; (iv) legitimidad, proporcionada en las fases iniciales por la combinación de respaldo gubernamental y aportaciones rigurosas de la investigación, y en las últimas fases por la aparición de un liderazgo del sector privado; (v) agilidad, dentro de un horizonte temporal cuidadosamente considerado, en el que la necesidad de construir un lenguaje y un entendimiento comunes implica que el proceso no puede precipitarse, pero al mismo tiempo debe avanzar con determinación, y cada paso debe conducir a una decisión concreta sobre la naturaleza y el calendario del siguiente. Gracias a estos ingredientes, el proceso ha reforzado las relaciones de proximidad en las dimensiones cognitiva, organizativa, social e institucional (Balland *et al.*, 2015), como paso clave para afrontar algunos de los retos que se plantean a los ecosistemas financieros de las regiones periféricas.

Además, en el contexto de una región periférica afectada por la lejanía de los centros de toma de decisiones (Corpataux y Crevoisier, 2016), la escasa presencia de organizaciones relacionadas con los mercados financieros (Larreina y Gómez-Bezares, 2007a) y el predominio de procesos jerárquicos y centralizados (Čihák *et al.*, 2012), el mapeo de los agentes financieros –tanto a través del análisis empírico como del diálogo– ha demostrado ser una parte crucial del proceso. Proporciona una base sólida, basada en pruebas, para identificar lagunas, comprender los retos compartidos y fomentar respuestas colaborativas que fortalezcan el ecosistema financiero local.

En lo que respecta a las oportunidades de colaboración vinculadas a los retos de la financiarización que se han comentado en la [Tabla 30](#), nuestra investigación ha ilustrado cómo pueden abordarse mediante la política de clúster. De hecho, el caso demuestra oportunidades

tangibles de colaboración que pueden mejorar la resiliencia y la funcionalidad de los centros financieros de las regiones periféricas, al tiempo que refuerzan su papel de apoyo a los ecosistemas económicos regionales (véase la [Tabla 35](#)).

<b>Desafío</b>	<b>Oportunidades derivadas de la aplicación de la política de clústeres</b>
<b>Información sobre oportunidades de inversión</b>	Iniciativas de clúster como procesos de colaboración pueden mejorar el intercambio de conocimientos entre los agentes financieros y los agentes económicos. En concreto, el mapeo de las necesidades de financiación de las empresas locales, especialmente las pymes, puede reducir las asimetrías, permitir la creación de soluciones financieras a medida y fomentar una mayor alineación entre los servicios financieros y la economía local (Clark <i>et al.</i> , 2009; Çolak y Öztekin, 2021).
<b>Liquidez, supervisión y gestión de inversiones</b>	Las iniciativas de clúster promueven la diversificación mediante la incorporación de una variedad de actores locales y no locales, tanto tradicionales como no tradicionales (Hashimoto <i>et al.</i> , 2022), lo que no solo permite ofrecer unas soluciones financieras más diversas para las empresas, sino que también apoya los objetivos de transformación industrial, como la transición ecológica, que requiere una financiación innovadora y a gran escala. La colaboración permite el flujo de recursos hacia la economía real, reforzando el papel complementario del centro financiero (Cecchetti y Kharroubi, 2015).
<b>Facilitar el intercambio, la diversificación y la gestión de riesgos</b>	Las iniciativas de clúster pueden facilitar la cooperación y abordar retos colectivos vinculados a la falta de capacidades en ámbitos relacionados con las tecnologías/técnicas financieras (como la medición financiera (Froud <i>et al.</i> , 2000) o la gestión del flujo de caja (Toxopeus <i>et al.</i> , 2018)). La financiarización implica el desarrollo de técnicas avanzadas convirtiendo a los mercados en creadores de productos y activos financieros complejos (Petry, 2020). La adopción de estas técnicas/lenguajes desempeña un papel cada vez más importante en la captación de financiación, exigiendo que los esquemas tradicionales de financiación evolucionen utilizando las nuevas tecnologías y las capacidades asociadas (Chiapello, 2020).
<b>Marcos reglamentarios para la movilización y asignación del ahorro</b>	Las iniciativas clúster pueden reforzar la conexión entre los agentes financieros, los reguladores y las necesidades de la economía local, por ejemplo, trabajando en alinear los instrumentos de ahorro local –como los fondos de pensiones y las fundaciones bancarias– con las prioridades de desarrollo regional (Klagge <i>et al.</i> , 2017; Pozsar <i>et al.</i> , 2010). Las plataformas de colaboración permiten desarrollar inteligencia estratégica, ayudando a anticipar riesgos de actores externos (por ejemplo, desinversiones o deslocalizaciones) y propiciando una respuesta proactiva a posibles crisis (Coombs y Van der Heide, 2020).
<b>Facilitar el comercio de bienes y servicios</b>	Las iniciativas de clúster pueden desempeñar un papel clave en la generación de conexiones con otros centros financieros (Aalbers, 2008; Čihák <i>et al.</i> , 2012), un papel que las ODC están bien posicionadas para desempeñar como intermediarias. Abordar un reto común de manera compartida, por ejemplo, la atracción de talento (Wardle y Mainelli, 2023), es crucial para reforzar estas redes y mejorar la competitividad del centro. Además, construir una voz unificada puede mejorar la representación, ofreciendo una mayor influencia en los debates con reguladores y responsables políticos que a menudo están alejados de la región (Ioannou y Wójcik, 2021).

**Tabla 35.** Oportunidades de política de clústeres vinculadas a los retos de la financiarización en los centros financieros regionales.

En general, el análisis de casos ha demostrado que cada uno de estos problemas a los que se enfrentan los ecosistemas financieros de las regiones periféricas tiene elementos importantes que pueden abordarse mediante la colaboración y las doce oportunidades concretas de colaboración identificadas en la [Tabla 33](#), constituyen el punto de partida de la nueva ODC surgida del proceso de investigación-acción.

Por último, el caso ilustra cómo un gobierno regional con limitadas competencias políticas directas en el sector financiero puede actuar para influir en las funciones que puede desempeñar dentro de la región. Se trata de una tarea difícil en el contexto de las actuales tendencias mundiales y de los límites que conlleva ser un pez pequeño en un estanque muy grande. Sin embargo, un centro financiero local eficiente puede tener un impacto positivo en la dinámica regional (Hasan *et al.*, 2009), lo que justifica la experimentación para superar estos retos. El análisis del caso del País Vasco ilustra cómo pueden generarse las condiciones a través de una política de tipo clúster orientada a la asociación público-privada. El papel público en esta asociación tuvo que ser mayor en los primeros pasos, reflejando una iniciativa política y una justificación política claras, pero este papel ha evolucionado a lo largo del proceso a medida que los actores del sector privado se han ido implicando más integralmente. Es importante señalar que esta evolución de los papeles se previó explícitamente desde el principio, con esfuerzos conscientes en el diseño y la aplicación del proceso de investigación-acción para facilitar la aparición del liderazgo privado.

El caso del País Vasco es una experiencia que puede interesar a la academia por tratarse de un proceso innovador en una región periférica y altamente industrializada. Sin embargo, estas lecciones deberían adaptarse a otros contextos, dadas las especificidades del País Vasco. La naturaleza reciente del caso también presenta una limitación, ya que se necesita más tiempo para evaluar plenamente los avances, impactos y aprendizajes. Se trata de una posible línea de investigación futura que podría estudiarse más a fondo junto con casos de otras regiones periféricas.

## 7. Resultados y discusión

Esta tesis tiene como objetivo «explorar y comprender el rol de los centros financieros locales en la financiación empresarial, con un enfoque en identificar barreras, oportunidades y estrategias para su desarrollo». La concentración de la actividad financiera en centros globales y nacionales (Clark, 2006) ha erosionado los centros financieros locales que dan cobertura a los territorios periféricos (Larreina y Gómez-Bezares, 2007b). El tema de investigación es relevante porque un centro financiero desarrollado genera efectos positivos asociados a los beneficios de la proximidad (Boschma, 2005), efectos que se han debilitado en estos territorios periféricos.

En contra de la idea expresada por O'Brien (1992) donde indicaba que «la localización geográfica ya no tiene peso en las finanzas» se evidencia que existe una amplia literatura que sí identifica efectos positivos de proximidad (Clark *et al.*, 2009; Clark y Wójcik, 2007; Corpataux *et al.*, 2017; Giannakis y Bruggeman, 2017; Klagge y Martin, 2005; Nelson y Katzenstein, 2014; Ughetto *et al.*, 2019). En línea con estos autores, esta investigación permite abordar algunas de las áreas pendientes identificadas en la literatura sobre los centros financieros en territorios periféricos y su papel. Se ha identificado la necesidad de profundizar en el conocimiento y realizar un análisis académico sobre las características y el papel de los centros financieros periféricos o de nivel Tier 3 (Degl'Innocenti *et al.*, 2017).

Un ejemplo de territorios periféricos son las regiones altamente industrializadas, que en las últimas décadas han visto debilitados los centros financieros locales que les daban cobertura y por ende la capacidad de sus empresas de obtener financiación. Estas dificultades son uno de los factores que impiden a estas regiones adaptarse a los cambios estructurales requeridos por sus empresas industriales y les está rezagando respecto a otras regiones (Blažek *et al.*, 2020). Asimismo, el estudio aporta avances a la literatura sobre financiarización y sus consecuencias a nivel territorial (Lee *et al.*, 2009; Orhangazi, 2008), especialmente en lo referente a su impacto en la alineación entre la actividad financiera global y la economía real.

La revisión de la literatura ha identificado diversos estudios que analizan las restricciones específicas que enfrentan las empresas en el acceso a la financiación (ver apartado 2.4.2.), pero sin considerar el contexto espacial o territorial de estas. Por el contrario, estudios recientes enfatizan la importancia de los factores territoriales a la hora de acceder a financiación (Martin, 2011; Çolak y Öztekin, 2021). La literatura analiza casos en los que estos centros financieros locales no logran satisfacer las necesidades de financiación del territorio y, además, carecen de la infraestructura y las conexiones necesarias para atraer recursos de otros centros financieros (Aalbers, 2008).

Tal como se expone en el apartado 2.1., las empresas tienen realidades y necesidades diversas. Aunque la función financiera ha tendido a homogenizarse y concentrarse, las necesidades de las empresas no son uniformes. En consecuencia, el objetivo del estudio contribuye a profundizar en la literatura sobre las deficiencias de financiación que se pueden dar a nivel de un territorio, especialmente en relación con determinados colectivos empresariales presentes en dicho territorio (Levine, 2005). La investigación se desarrolla en un contexto caracterizado por un peso significativo de empresas manufactureras, un tipo de empresa con necesidades específicas (Abor, 2007; Serrasqueiro, 2011; Silva y Carreira, 2010).

Finalmente, la investigación realizada aporta nuevo conocimiento sobre el desarrollo futuro de los centros financieros locales. La concentración de la actividad financiera es una tendencia global, algunos autores destacan oportunidades de desarrollo para los centros financieros periféricos mediante la especialización o la complementariedad de sus funciones (Panitz y Glückler, 2022; Turkina *et al.*, 2016). Por otro lado, la investigación analiza un caso de desarrollo regional aplicado a clústeres financieros. A pesar de que hay investigaciones sobre los beneficios de los clústeres y sus efectos en el bienestar económico y la competitividad de los territorios (Cantner *et al.*, 2019; Schmiedeberg, 2010; Smith *et al.*, 2020; Wilson *et al.*, 2022), estos estudios han tenido una escasa aplicación al sector financiero.

El caso de estudio analizado es el País Vasco, una región industrializada que afronta un importante proceso de transformación (Aranguren, Canto, Magro, Navarro, Wilson *et al.*, 2021), cuyo centro financiero local es periférico (Gil de San Vicente y Sisti, 2022) y que se ha ido debilitando en las últimas décadas (Gómez-Bezares *et al.*, 2001; Larreina y Gómez-Bezares, 2007). Este ejercicio es una aportación a la literatura debido a las dificultades existentes para proporcionar evidencias entre la conexión del territorio y las finanzas (Clark y Wójcik, 2007). Además, lo hace centrado en un centro financiero periférico, que hasta la fecha han sido insuficientemente analizados (Degl'Innocenti *et al.*, 2017; Hatayama, 2019; Wardle y Mainelli, 2023).

En los siguientes apartados, se presentan los resultados y la discusión de la investigación, alineados con los objetivos (ver 1.2.) y las preguntas de investigación planteadas (ver 1.3.).

## 7.1. La relevancia de un centro financiero local desarrollado en la transformación y fortalecimiento de la actividad industrial

La actividad industrial en Europa se debate entre el declive y la transformación (Di Bernardino *et al.*, 2021). Este proceso no es uniforme ya que se observa que los países centrales, con Alemania a la cabeza, han experimentado un proceso de transformación, mientras que los países periféricos del sur han experimentado un declive. Por ello, la investigación se centra en las regiones industrializadas que necesitan transformarse para asegurar su crecimiento y bienestar. Aunque estas regiones industrializadas experimentaron un crecimiento económico sustancial durante el siglo XX, la sostenibilidad y crecimiento se han visto amenazadas en las últimas décadas (Rodríguez-Pose, 2018).

Además de las obvias consecuencias económicas de pérdida de especialización industrial, este proceso está propiciando un debilitamiento del proyecto europeo a causa del descontento y desasosiego que se está creando en las regiones más afectadas (Dijkstra *et al.*, 2020; Rodríguez-Pose *et al.*, 2024). Esta es la respuesta por la disminución prolongada de la economía y la industria que comenzó antes de la crisis de 2008, y que ha generado descontento entre los residentes de regiones industriales tradicionales que se enfrentan a la degradación de la economía y a la falta de oportunidades.

Ante esta realidad existe una respuesta de la Comisión Europea centrada en tratar de paliar los efectos negativos y de revertir el proceso de desindustrialización (Comisión Europea, 2020; European Commission, 2020). Estas iniciativas son muestra del compromiso de la Unión Europea con la reactivación de su sector industrial, para lo cual realiza un énfasis en su transformación y en la generación de nuevos nichos de actividad. Este compromiso se expresa en apoyar el proceso de reindustrialización a través de la digitalización e innovación en línea con el fomento de una industria medioambientalmente más sostenible.

En paralelo, otras políticas de la Unión Europea ponen el foco en la necesidad de mejorar los mercados financieros con una perspectiva integral europea (De Haan *et al.*, 2020; Zilioli y Wojcik, 2021). En este sentido, los recientes informes de Enrico Letta y Mario Draghi analizan las razones detrás de la pérdida de peso y competitividad de Europa frente a Estados Unidos y China. Letta *et al.* (2024) pone el foco en la necesidad de reforzar la dimensión de mercado y agilizar el proceso de creación del mercado único; por su parte Draghi (2024) señala la incapacidad de Europa de crear grandes empresas que sean motores de crecimiento en

sectores emergentes. Ambos coinciden en la necesidad de incentivar la inversión y el crecimiento, lo que exige avanzar en la integración financiera y desarrollar mercados que faciliten la capitalización de estas empresas motor.

Estas iniciativas son positivas a nivel europeo, desde un enfoque *top-down*, pero carecen de una visión territorial y no consideran las diversas realidades existentes a nivel regional. Aunque se logren avances a escala europea, si el proceso no se hace de manera correcta puede profundizar la desconexión entre las políticas y el desarrollo real de los territorios periféricos. Así las regiones perdedoras quedarán relegadas en su bienestar y se incrementarán las tensiones sociales (Rodríguez-Pose, 2018).

Algunos autores (Corpataux *et al.*, 2017; Cozzi *et al.*, 2016) señalan que la desconexión entre las políticas y el entorno financiero es una de las causas del declive de las regiones periféricas, dado que estas no cuentan con acceso suficiente a los recursos financieros necesarios para impulsar su transformación. En este sentido la literatura señala que aquellas empresas que se localizan en centros financieros desarrollados tienen un mejor acceso a los recursos financieros (Ughetto *et al.*, 2019). En Europa, algunas regiones presentan un menor desarrollo de su tejido empresarial debido a la debilidad de sus centros financieros y a las dificultades de acceso a financiación (Brown *et al.*, 2009; Iammarino *et al.*, 2019). Esto dificulta la realización de inversiones a largo plazo y limita su crecimiento de manera estructural. La realidad es que la mayoría de las regiones altamente industrializadas están relativamente alejadas de los grandes centros financieros desarrollados, lo que las lleva a depender principalmente de centros financieros locales. Los centros financieros locales han sufrido un proceso de debilitamiento debido al proceso de transformación de la actividad financiera (Claessens y van Horen, 2015), lo que ha generado problemas de acceso a financiación en especial en periodos de crisis (Martin, 2011).

En este contexto el trabajo de investigación realizado permite responder a la pregunta principal de investigación: ¿cómo influyen los centros financieros locales en la financiación del tejido empresarial en regiones periféricas, con énfasis en el sector manufacturero en el País Vasco? Se concluye que un centro financiero local desarrollado es esencial para el progreso de una región periférica, especialmente para aquellas que están especializadas en manufacturas que están en un proceso de la transformación. Así la financiación de las empresas manufactureras puede ver obstaculizado el acceso a financiación. Este problema merma significativamente su capacidad de innovar y responder las transiciones que son necesarias para su competitividad.

A partir de la respuesta a la pregunta de investigación se puede formular la definición de un

centro financiero local de la siguiente manera:

«Un centro financiero desarrollado es una concentración geográfica de servicios financieros que, con una masa crítica suficiente, facilita la intermediación financiera y la circulación de capital. Además, está alineado con las necesidades del tejido económico, desempeña una función complementaria que impulsa el crecimiento y la diversificación empresarial, mientras establece sinergias con otros centros financieros».

Un centro financiero local desarrollado es un condicionante para el desarrollo de la economía de la región. Es en cierto modo un sistema vivo, que no solo permite realizar las transacciones de financiación, sino también adquirir una especialización en las funciones estratégicas territoriales (Cassis, 2010). Esto permite su propio crecimiento externo en conexión con otros centros financieros. Con ello, actúa como eje vertebrador de un ecosistema económico regional, favoreciendo la intermediación financiera y el crecimiento de las empresas (Guiso *et al.*, 2003). Al poner en contacto a las empresas locales con los inversores y financiadores, tanto nacionales como extranjeros, estos centros permiten distribución eficiente de los recursos y las necesidades, en condiciones equitativas y transparentes (Levine, 2005).

Para respaldar la afirmación de que es relevante contar con un centro financiero desarrollado, se exponen, por una parte, los factores identificados que permiten considerar a un centro financiero local como desarrollado. A continuación, se exponen las consecuencias negativas identificadas para no tener un centro financiero desarrollado.

### **Factores que hacen que un centro financiero esté desarrollado**

Una de las aportaciones de la tesis es la construcción y aplicación de un marco conceptual para el análisis de centros financieros locales. Este marco integra los elementos identificados a través de la revisión de la literatura y los hallazgos de la investigación. Basado en este, la [Figura 18](#) presenta los componentes clave que un centro financiero local debe poseer para ser considerado desarrollado:

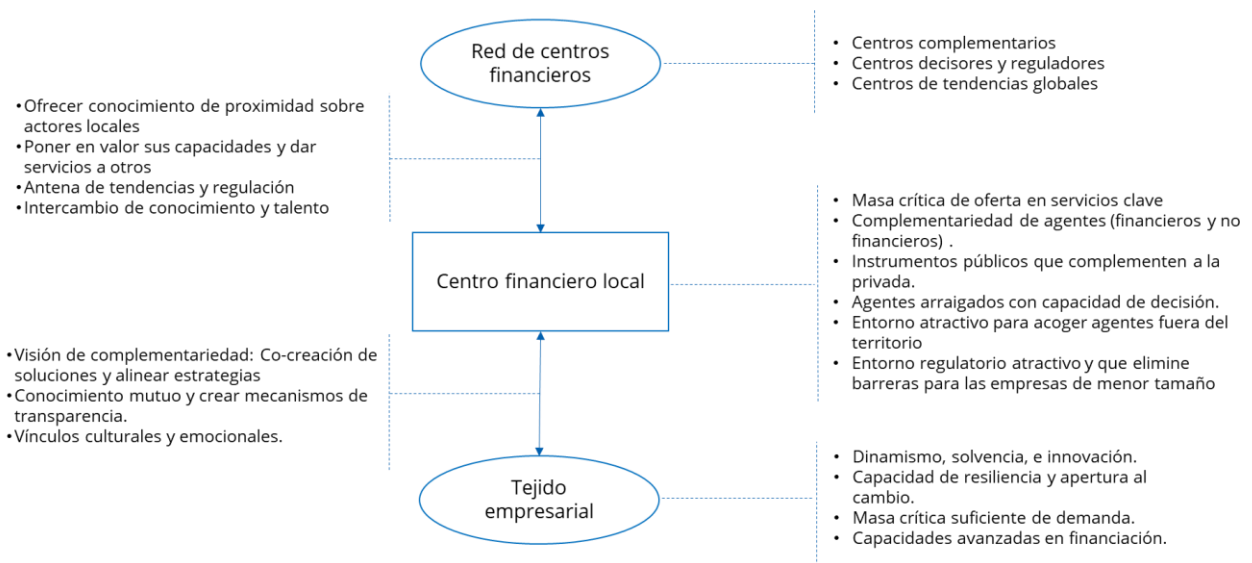


Figura 18. Factores identificados en un centro financiero local desarrollado. Fuente: Elaboración propia.

Un centro financiero desarrollado integra a una amplia variedad de actores, desde instituciones financieras tradicionales hasta nuevos actores de servicios financieros (Thrift, 1994). Estos actores interactúan en una red compleja, influenciada por factores locales, nacionales y globales. En este contexto, se han identificado seis características fundamentales que debe cumplir:

- I. Masa crítica de oferta: una amplia gama de productos y servicios financieros para satisfacer las diversas necesidades de las empresas del territorio (Damodaran, 2014).
- II. Diversidad: una combinación equilibrada de instituciones financieras tradicionales y nuevas, agentes facilitadores, reguladores, en una combinación de participación de actores públicos y privados (Deeg, 2010).
- III. Luces cortas y largas: debe ser capaz de generar una rentabilidad de su actividad, aunque facilitar soluciones duraderas teniendo en cuenta el contexto económico (Lee *et al.*, 2009; Orhangazi, 2008). Esto requiere actores arraigados en el territorio de manera que muestren un compromiso con su evolución.
- IV. Conocimiento local: un profundo entendimiento del tejido empresarial local y sus necesidades específicas (Clark *et al.*, 2009).
- V. Enfoque en la innovación: capacidad de adaptarse a las nuevas tecnologías y

tendencias de la función financiera (Chiapello, 2020).

- VI. Entorno regulatorio favorable: un marco regulatorio que fomente la competencia, la transparencia y la protección de los actores participantes dentro de las normas del sistema financiero (Merton, 1995).

Un centro financiero local debe estar estrechamente conectado con el tejido empresarial, compuesto por una diversidad de empresas que van desde pequeñas y medianas empresas hasta grandes corporaciones. Atributos del tejido empresarial como su grado de competencias, capacidades, o composición condicionan las estrategias financieras aplicadas en el territorio (MacKay y Phillips, 2005). Haciendo un símil con el trabajo de Porter sin un tejido empresarial dinámico y con capacidades financieras avanzadas, no se genera una demanda sofisticada de servicios financieros. La relación entre el centro financiero y el tejido empresarial local debe cumplir tres características:

- I. Visión de complementariedad entre la función financiera y el tejido del territorio, lo cual permitirá crear soluciones adaptadas para el impulso de una estrategia de crecimiento alineadas con el territorio (Mader et al., 2020).
- II. Tener espacios de conocimiento mutuo que permitan el diálogo, y que promulgue ciertos mecanismos de transparencia e intercambio (Wilson et al., 2022).
- III. La proximidad y relación debe propiciar un capital social positivo (Ughetto et al., 2019), con vínculos culturales y emocionales que faciliten un crecimiento mutuo sostenido.

Por otro lado, un centro financiero local no opera de manera aislada, sino que está conectado a otros centros financieros por una red de conexiones dentro del sistema financiero (Dorry, 2015; Pan *et al.*, 2020). Estas conexiones son muy importantes para asegurar la eficiencia de la función financiera y para un acceso a una amplia gama de servicios financieros. El centro financiero local debe mantener contacto con otros centros que operen en áreas diferentes y ofrezcan servicios complementarios, actuando como espacios donde se toman decisiones económicas clave para el territorio y su regulación (Monk, 2009). Además, estos centros deben ser capaces de identificar grandes oportunidades de liquidez y tendencias en el sistema financiero global. La relación entre el centro financiero local y la red de centros financieros debe cumplir cuatro características:

- I. El centro financiero local actúa como un hub de conocimiento sobre el tejido empresarial del territorio, facilitando su integración en los sistemas financieros globales (Petry, 2020; Zhu et al., 2022).
- II. El centro financiero local puede ofrecer sus conocimientos especializados a otros centros financieros, gracias a las capacidades propias que desarrolla en su labor con el tejido empresarial local (Panitz y Glückler, 2022).
- III. La relación debe servir para identificar las externalidades que pueden impactar en la financiación del territorio, como las tendencias asociadas a cambios tecnológicos o modificaciones en la regulación (Palley, 2008).
- IV. Debe existir un flujo de conocimiento y de personas equilibrado, tanto para nutrir al territorio de capacidades como para estar conectado con redes internacionales de conocimiento y talento (Wardle y Mainelli, 2023).

### **Consecuencias negativas de no contar con un centro financiero desarrollado**

La literatura destaca las desventajas de no estar próximo ni dentro del área de influencia de un centro financiero desarrollado. El acceso a la financiación es más limitado, lo cual es indicativo de la existencia de fallos de mercado. Estos fallos pueden clasificarse en cuatro dimensiones clave que reafirman la necesidad de contar con un centro financiero local desarrollado.

En primer lugar, la proximidad y conocimiento del tejido económico local es crucial para que no existan asimetrías de información. Por un lado, las necesidades y estructura de las empresas manufacturas son diferentes al del resto de las empresas y requieren mayores niveles de financiación. Por otro lado, el tejido económico está dominado por empresas pequeñas. Ambas características requieren de un conocimiento del tejido económico, ya que, en su ausencia, pueden surgir fallos asociados a la asimetría de información, los cuales afectan especialmente a las pequeñas empresas y a aquellas que enfrentan mayores niveles de financiación (Allen y Gale, 2000a; Crawford *et al.*, 2018). La proximidad fortalece la fluidez e interacción con el tejido económico (Hasan *et al.*, 2009) y permite atraer factores de competitividad para el territorio como el talento o el conocimiento (Degl'Innocenti *et al.*, 2017).

El segundo factor es la competencia imperfecta en los mercados financieros locales. La escasez de oportunidades de financiación puede llevar a una dependencia excesiva de un número

reducido de financiadores. Este es el caso de las entidades bancarias, que cubren de manera generalizada las necesidades de las empresas, pero que en pleno proceso de concentración/transformación condicionados por las tendencias globales y la regulación, su presencia se ha visto reducida (Jiménez Gonzalo y Tejero Sala, 2018). Esto se evidenció durante la crisis de 2008 y, en menor medida, en la reciente crisis de la COVID-19 en 2020 (Martin, 2011; Çolak y Öztekin, 2021).

El tercer fallo de mercado está vinculado a las externalidades negativas. La concentración de actividades financieras fuera del centro financiero local provoca una desconexión entre las empresas y las fuentes de financiación. Por otro lado, la financiarización ha generado una actividad financiera no vinculada a la económica real con un cambio de incentivos y modificación de los circuitos de capital (Aalbers, 2008; Orhangazi, 2008), lo que expone negativamente a los territorios de fallos de externalidades.

El cuarto fallo está relacionado con la falta de mercados financieros desarrollados. En los centros financieros poco desarrollados, la oferta de servicios financieros especializados es limitada y condiciona la capacidad de las empresas para acceder a una diversidad suficiente de fuentes de financiación. Al mismo tiempo, los centros financieros periféricos carecen de una conexión sólida con las redes financieras globales, lo que dificulta la colaboración con actores internacionales que podrían ofrecer soluciones más adecuadas y competitivas para satisfacer las necesidades de las empresas. Por lo tanto, un centro financiero desarrollado requiere de masa crítica o en su caso ser parte de las redes y estar conectado con otros centros financieros (Dorry, 2015; Pan *et al.*, 2020).

Por otro lado, la investigación revela que las empresas manufactureras son especialmente sensibles a su entorno financiero. Las empresas manufactureras que tratan de diversificar su actividad y moverse hacia formas de negocio más innovadoras, como los servicios avanzados o financiarizados, requieren de unas condiciones tanto internas como externas (Kamp, 2020; Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Dentro de los condicionantes externos se identifican tres factores clave:

- I. Desalineación entre los agentes financieros y las necesidades de las empresas: los casos analizados ilustran las dificultades de las empresas para que los financiadores tradicionales entiendan el riesgo asociado a las operaciones y determinen de los rendimientos esperados, ya que utilizan unos modelos de medición de riesgo estandarizados (Chiapello, 2020; Clark *et al.*, 2009). Es decir, los modelos de negocio e inversiones necesarias para la transformación de las

manufacturas requieren una comprensión especializada por parte de los financiadores.

- II. Falta de agentes financieros especializados: la empresa podría recurrir a financiadores especializados externos (Kamp, 2020) que el centro financiero local no sea capaz de proporcionar. Es decir, un centro financiero desarrollado ofrece un nivel suficiente de agentes especializados que están habituados a entender las inversiones y modelos de negocio innovadores. En todo caso si no hay agentes especializados en el territorio, se deberían trabajar las conexiones con otros centros financieros que sí tienen dichas capacidades. Un centro financiero desarrollado debe de estar conectado con otros centros financieros que lo complementen (Petry, 2020).
- III. Acceso limitado al capital: en el caso de que las empresas no puedan obtener financiación mediante deuda, deben recurrir a inversores de capital riesgo o acceder directamente a los mercados de capital. La falta de acceso a estos inversores es otro obstáculo clave en su proceso de transformación hacia modelos de negocio más innovadores.

Los hallazgos de la investigación evidencian que los centros financieros locales bien desarrollados no solo facilitan el acceso a la financiación necesaria para la transformación de un amplio número de empresas manufactureras, sino que también funcionan como catalizadores de flujos favorables, incluyendo acceso a talento, conocimiento, infraestructura y otros recursos clave (Hasan *et al.*, 2009). A diferencia de los grandes centros financieros, que ofrecen servicios más allá de su territorio, los centros financieros locales están conectados al entramado económico de proximidad. En general, las regiones bajo la influencia de los centros financieros locales desarrollados son más proclives a generar un entorno dinámico y sostenible, que fomenta el crecimiento económico. A su vez, las áreas periféricas no conectadas con los centros financieros no pueden beneficiarse de estas ventajas, lo que naturalmente puede rezagarlas en su desarrollo. Por lo tanto, un centro financiero local influye positivamente en el crecimiento de un territorio siempre que cumpla funciones de complementariedad con la economía local y no de reemplazo de la actividad (Ioannou y Wójcik, 2021).

## 7.2. Los centros financieros de regiones altamente industrializadas: el caso del País Vasco

Los centros financieros locales son fundamentales para el progreso económico de los territorios y resultan indispensables para la transformación de regiones altamente industrializadas como el País Vasco. Existen diversos tipos de centros financieros en el mundo, y aunque hay una «lógica» común en ellos, cada centro tiene sus propios patrones de comportamiento (Deeg, 2010). La literatura ha puesto el foco en los centros financieros globales y nacionales (Tier 1 y 2), mientras que los centros financieros locales (Tier 3) han sido insuficientemente estudiados.

Una de las contribuciones de esta tesis es la construcción y aplicación de un marco conceptual para el análisis de los centros financieros locales en el País Vasco. Este marco examina su contribución al desarrollo regional considerando tres elementos clave: la configuración del centro financiero local, su conexión con otros centros financieros y su vínculo con la estructura empresarial local. El País Vasco es el caso de estudio que se utiliza, lo que permite dar contexto a la investigación y aplicar la teoría creada a partir de la revisión de la literatura (Eisenhardt y Graebner, 2007). Por otro lado, es un caso que tiene los atributos necesarios para el estudio de centros financieros locales de regiones periféricas altamente industrializadas (ver 3.3.).

Esta investigación responde al objetivo de investigación relacionado con «mejorar el conocimiento sobre el centro financiero local del País Vasco, su configuración y su relación con el tejido económico del territorio y con otros centros financieros locales». Este objetivo se relaciona con la pregunta de investigación sobre: ¿cómo está configurado el centro financiero local del País Vasco y qué relación mantiene con el tejido económico y otros centros financieros locales?

Este ejercicio permite ofrecer dos aportaciones al avance del conocimiento. Primero define una metodología para el estudio de los centros financieros locales. Segundo ofrece los resultados de un caso concreto, una región periférica y altamente industrializada.

### **Metodología para la aplicación del estudio de los centros financieros locales**

La investigación sobre los centros financieros requiere de múltiples dimensiones debido a que son aglomeraciones que se producen en un contexto determinado, dentro de un sistema global, y que involucra a múltiples actores (Cassis, 2010). Por ello, la investigación adopta un

enfoque teórico construido desde datos emergentes, conectando elementos interactivos y abordando preguntas innovadoras del «mundo real» (Eisenhardt, 1989; Eisenhardt y Graebner, 2007; Yin, 2017). En este sentido, el apartado 4.3. supone una aportación que puede orientar futuras investigaciones ya que recoge la metodología que se ha seguido para el estudio del caso.

El método construido incorpora un enfoque cualitativo-cuantitativo y propone tres fases para investigar los centros financieros locales. Para su diseño se han seguido las recomendaciones metodológicas Eisenhardt (1989) y Yin (2017), garantizando rigor y coherencia. Las tres fases para la aplicación de la metodología son:

- I. Fase 1: conocer el punto de partida y cómo se ha llegado hasta aquí. Un centro financiero es un elemento vivo que evoluciona por factores internos y externos. Por otro lado, aunque tienen elementos en común (Cassis, 2010) también son entramados complejos que tienen sus propias características (Deeg, 2010).

Para conocer de dónde se viene se realiza un análisis histórico que permita entender cuál ha sido el contexto del caso y los motivos que han llevado a la situación actual. Para conocer cuál es la situación actual se analizan las magnitudes económicas relacionadas con el sector financiero. En concreto se toma en cuenta el empleo y valor añadido de las actividades CNAE calificadas como financieras y de seguros, y a partir de estos datos se calcula el índice de especialización que tiene el territorio en la actividad. Esto permite ver la tendencia, situación actual, y compararla con otras regiones de su entorno.

Finalmente, para completar el análisis se realizan entrevistas cualitativas a profesionales que desarrollan su actividad en el propio centro financiero. Esto aporta una visión más completa de la situación y permite identificar diferencias entre la diversidad de actores involucrados.

- II. Fase 2: el mapeo del centro financiero y sus agentes permite identificar la tipología de los actores presentes en el territorio y el nivel de aglomeración de estos. Para ello se ha creado una metodología innovadora siguiendo a Aranguren et al. (2011) y Ketels (2017), que incorpora una metodología de investigación interactiva. Esta metodología es una aportación relevante, ya que las actividades de mapeo suelen usar métodos rígidos, dificultando su comparativa y replicabilidad. La [Figura 19](#) «Fases de la metodología para la identificación de

empresas y actores del centro financiero del País Vasco» detalla los cinco pasos aplicados.

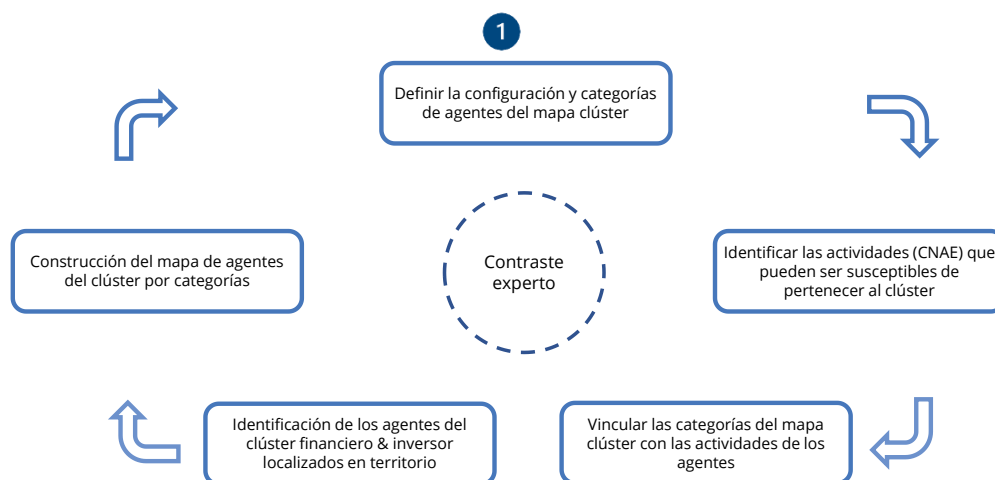


Figura 19. Fases de la metodología para la identificación de empresas y actores del centro financiero del País Vasco. Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

- III. Fase 3: aplicación del marco conceptual. A partir de los resultados de las fases 1 y 2, e incorporando al análisis los patrones del sector financiero identificados en la literatura. Esta fase requiere un cruce de datos cuantitativos y cualitativos recogidos, con el objetivo de identificar patrones y discrepancias entre percepciones de los agentes y la estructura real del centro financiero, refinando teorías sobre centros financieros locales (Goffin et al., 2019).

### El caso del centro financiero del País Vasco

La realización del caso del País Vasco es una aportación a la literatura de la geografía económica. Un caso singular puede ser una aportación relevante en procesos exploratorios, especialmente cuando las teorías son escasas o el conocimiento en el campo es limitado (Collis y Hussey, 2014). Esto se aplica a los centros financieros locales o Tier 3. La Figura 20 recoge el caso del País Vasco tras haber realizado las tres fases propuestas por la metodología. Por otro lado, existe una aportación adicional ya que se aplica el modelo de Levine (2005) para el estudio de la eficiencia de los sistemas financieros, lo que permite identificar desafíos sobre el caso. Este ejercicio nos permite generar la Figura 20 que analiza el nivel de desarrollo del centro financiero del País Vasco (ver Figura 20).

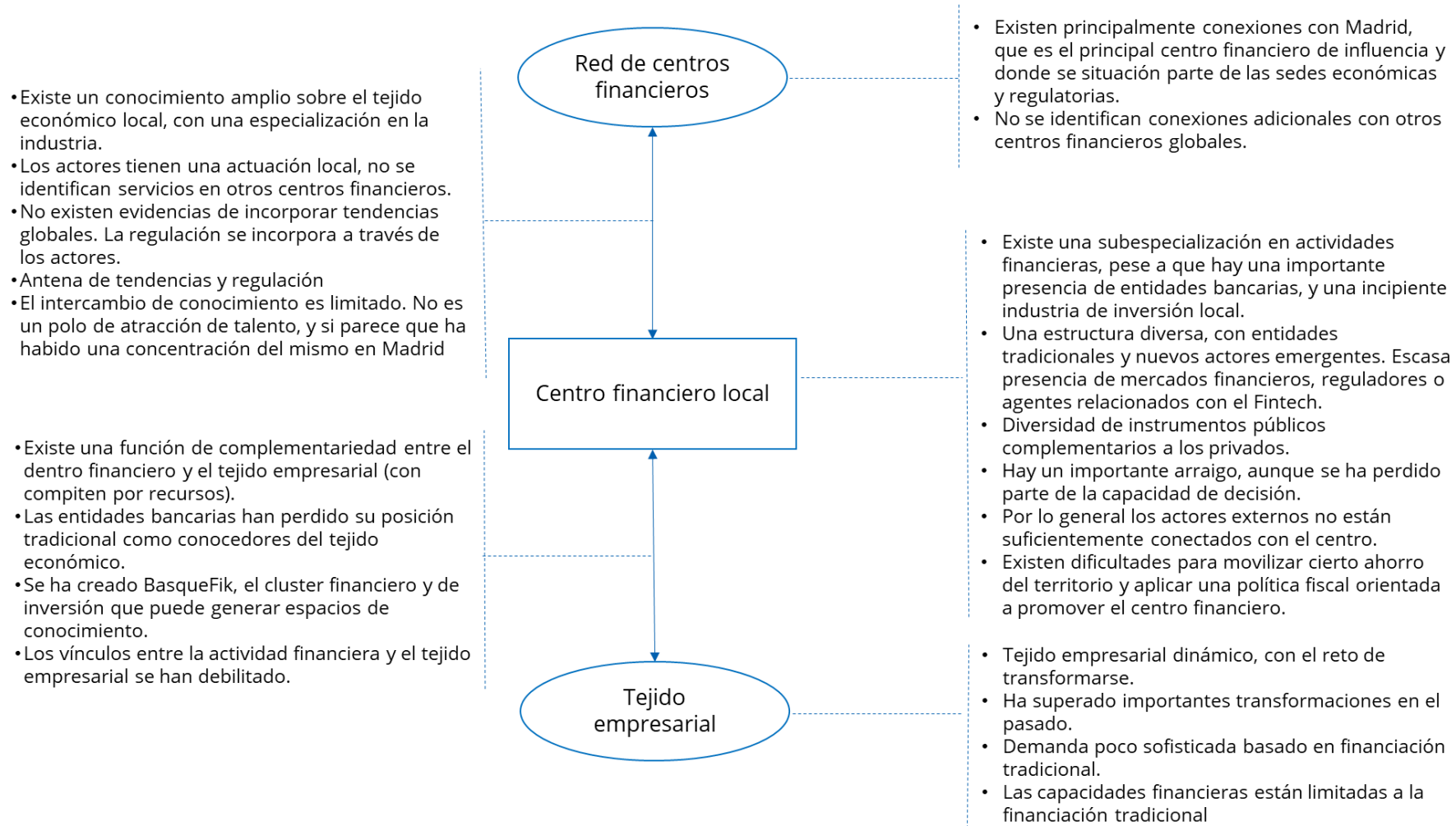


Figura 20. Nivel de desarrollo del centro financiero del País Vasco. Fuente: Elaboración propia.

La interpretación de la [Figura 20](#) permite concluir que el País Vasco se posiciona como un centro financiero tipo Tier 3 con un nivel de desarrollo medio, aunque con un notable potencial para especializarse y desarrollarse. Su configuración es relativamente diversificada, con un complejo entramado de actores, ya que alberga instituciones financieras tradicionales, no tradicionales, y agentes de facilitadores. Históricamente especializado como centro bancarizado, en las últimas décadas, ha visto debilitada su posición, lo que ha supuesto una subespecialización en empleo relacionado con servicios financieros. Esto le sitúa en una posición *a priori* donde los canales de financiación están definidos y cubren lo conocido; pero tiene una mayor aversión a financiar proyectos con alta incertidumbre (Kwok y Tadesse, 2006; Zogning, 2017).

El mapeo ha permitido identificar ciento ochenta y una empresas y otros actores que trabajan en el ámbito de las finanzas y la inversión, principalmente bancos y sus filiales, fondos de inversión y *family offices*, con una presencia muy limitada de empresas Fintech. A pesar de la existencia de la Bolsa de Bilbao, la actividad relacionada con los mercados financieros es relativamente baja. Por el contrario, existe una importante presencia de instrumentos públicos que buscan acompañar la acción de los privados y paliar las deficiencias de mercado de ciertos segmentos. En los últimos años hay una incipiente presencia de nuevos actores externos, dedicados especialmente a la inversión en capital. Se está haciendo un esfuerzo por generar conexiones con ellos a través de la industria financiera local.

El nivel de arraigo de las entidades participantes, aunque se ha debilitado, sigue siendo alto, ya que muchos de los actores pertenecen a accionistas locales. Los que no pertenecen a accionistas locales tienen importantes lazos históricos y una presencia arraigada en el territorio. Por el contrario, la transformación de sector bancario ha debilitado la capacidad de los actores para tomar decisiones de manera autónoma.

Finalmente existen limitaciones regulatorias. Por un lado, gran parte de la regulación debe ser cumplida, ya que proviene de organismos nacionales o europeos. Por otra parte, no se aprovecha suficientemente las competencias propias, sobre todo en lo relativo a la movilización del ahorro y a la fiscalidad (Cecchetti y Kharroubi, 2015). Por ejemplo, las EPSV, por su necesidad de diversificación de riesgos y restricciones normativas, invierten principalmente en mercados de capitales estructurados externos, lo que limita su impacto en la actividad económica local.

El tejido económico (la demanda) es dinámico y resiliente, aunque tiene un perfil tradicional en el ámbito de las finanzas, con una demanda de servicios poco sofisticada. En cuanto a los vínculos con el tejido empresarial, se puede afirmar que el centro financiero desempeña un papel complementario. Aunque se ha debilitado en las últimas décadas, se continúan

manteniendo importantes vínculos con el empresariado. Por ejemplo, gran parte de los actores financieros emergentes relacionados con la industria de inversión provienen del tejido empresarial. Por el contrario, el aumento de la distancia operativa entre las sucursales localizadas en el País Vasco y las sedes centrales ha generado una pérdida de capilaridad y conocimiento del territorio. Finalmente cabe destacar la nueva iniciativa local BasqueFik, que quieren impulsar el sector financiero y que sirva como motor de desarrollo y transformación del tejido económico.

La parte más débil del centro financiero del País Vasco está en sus conexiones con otros centros financieros. Sus principales relaciones son con el centro financiero de Madrid, que ha concentrado gran parte de la actividad en todo el Estado español. Por el contrario, no ha conseguido generar otro tipo de relaciones sinérgicas con centros financieros internacionales. Esto podría deberse a que su actividad ha sido predominantemente endogámica, limitando su capacidad para ofrecer servicios más allá del territorio y fomentar un intercambio bidireccional de conocimiento. Al mismo tiempo existen dificultades para atraer talento debido a la falta de especialización de las actividades financieras y a que no existen economías de escala suficientes.

### 7.3. Deficiencias de financiación en segmentos empresariales para impulsar su crecimiento

Las necesidades de financiación difieren según las características de los sectores (Michaelas *et al.*, 1999), necesidades de capital (MacKay y Phillips, 2005), ciclo de vida (Bulan y Yan, 2009; Damodaran, 2014), tamaño de la empresa (Berger y Udell, 1998; De Guevara *et al.*, 2022), tipología jurídica (Gagliardi, 2009) e incluso según la localización de la actividad (Kochen, 2022). Es improbable que un centro financiero local pueda cubrir de manera autónoma la totalidad de las necesidades de las empresas, lo importante es que directa o indirectamente ofrezca el mayor número de soluciones.

Durante la investigación se ha avanzado en el objetivo específico de «identificar las deficiencias en el acceso a financiación para ciertos segmentos de empresas, especialmente aquellas con alto nivel de innovación». El resultado es la respuesta a la pregunta de investigación: ¿qué tipos de dificultades financieras enfrentan las empresas manufactureras, especialmente aquellas con alto nivel de innovación?

Atendiendo a la tabla 3 una empresa manufacturera tiene unas altas necesidades de

innovación y un riesgo percibido por sus financiadores como alto. De acuerdo con Abor (2007), debido a su alta intensidad de capital, las empresas manufactureras requieren grandes inversiones en activos fijos y existencias, lo que las lleva a combinar tanto financiación a corto como a largo plazo. Aunque buscan un equilibrio adecuado entre la autofinanciación y la financiación externa, sus mayores necesidades de capital hacen que sean más susceptibles de acceder a toda la financiación externa que necesitan para su crecimiento (Rajan y Zingales, 1996).

El análisis del País Vasco indica que los instrumentos y soluciones de financiación cubren de manera adecuada operaciones estándar o conocidas, pero existen deficiencias relacionadas con financiar proyectos con alta incertidumbre (Kwok y Tadesse, 2006). En un centro financiero del tipo bancarizado, los financiadores tradicionales enfrentan dificultades para comprender ciertas operaciones de alto crecimiento o innovadoras, lo que genera una prima de riesgo en su calificación, elevando el coste y reduciendo el incentivo de la empresa (Hou y Neely, 2018; Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Por otro lado, el escaso uso de soluciones relacionados con los mercados de capital, que son más proclives a entrar en estas operaciones (Zogning, 2017), puede generar dificultades para atraer financiación por la excesiva dependencia de la deuda.

Relacionada con la pregunta de investigación, el trabajo realizado tiene tres aportaciones. En primer lugar, (i) la revisión de la literatura realizada sobre los colectivos de empresas que son más susceptibles de tener problemas de acceso a la financiación. En segundo lugar, el análisis del caso de empresas manufactureras innovadoras, lo que ha permitido (ii) generar un marco de análisis sobre las condiciones internas y externas relevantes para las empresas que implantan servicios avanzados financierizados. Finalmente, a través de los anteriores dos ejercicios se han identificado (iii) elementos externos que generan deficiencias en la financiación de empresas manufactureras que implementan servicios avanzados financierizados.

### **Colectivos de empresas que son más susceptibles de parecer restricciones de acceso a la financiación**

Este es un campo de estudio ampliamente trabajado en la literatura de las finanzas corporativas. Basado en la [Tabla 8](#) y el análisis del caso de realizado en el capítulo 4, podemos identificar cinco colectivos de empresas que son más susceptibles a tener dificultades de financiación.

Colectivo	Dificultades
Pymes	Dependencia de financiación propia, acceso limitado a financiación externa, dependencia de fuentes a corto plazo, entorno institucional insuficiente, asimetría de información (Beck y Demirguc-Kunt, 2006; Carbó-Valverde <i>et al.</i> , 2016; Carpenter y Petersen, 2002; Klagge y Martin, 2005).
Innovadoras	Asimetría de información, dependencia de recursos propios, dificultad para medir <i>cash flow</i> futuros, rechazo en momentos de crisis, necesidad de mayor diversidad financiera (Lee <i>et al.</i> , 2015; Myers y Majluf, 1984; Toxopeus <i>et al.</i> , 2018).
High Growth Firms	Dificultades para anticipar necesidades financieras, planificación financiera deficiente, escasa capacidad interna para gestionar crecimiento, acceso limitado a financiación (Delmar <i>et al.</i> , 2003; Lee, 2014).
Nueva creación	Falta de activos y de historial que facilite el acceso al crédito, dificultades para acceder a financiación tradicional (Cassar, 2004; Colombo y Grilli, 2007; Klačmer Čalopa <i>et al.</i> , 2014).
Empresas cooperativas	Limitación de crédito, necesidad de aumentar capital, escasa valoración de externalidades sociales por parte de inversores (Camargo Benavides y Ehrenhard, 2021b; Gagliardi, 2009).

Tabla 36. Colectivos de empresas susceptibles de tener dificultades de acceso a financiación.

Fuente: Gil de San Vicente et al., 2023.

### Profundización en empresas manufactureras que ofrecen servicios financieros especializados

Para responder a la pregunta de investigación se ha profundizado en las empresas manufactureras que ofrecen servicios financieros especializados. Este proceso implica una transformación para la empresa en un ejercicio de innovación. Tal y como se ha señalado en el apartado anterior las empresas manufacturas innovadoras son susceptibles de parecer dificultades de acceso a financiación. Por un lado, requieren mayores niveles de inversión y, en consecuencia, de financiación. Por otro lado, pueden enfrentar dificultades para evaluar el riesgo asociado a las inversiones y acceder a financiación a un coste adecuado. A pesar de los riesgos, las empresas manufactureras enfrentan la presión de la competencia y la necesidad de transformarse (Crotty, 2005). Es por ello por lo que la investigación ha profundizado en explorar los requisitos, internos y externos, que se deben cumplir en estas empresas manufactureras a la hora de implantar servicios avanzados que impliquen soluciones financieras.

La investigación ha permitido construir un marco teórico (ver Figura 21) que identifica las condiciones internas y externas relevantes que una empresa manufacturera implante servicios

avanzados financierizados. Este marco ayuda a predecir la probabilidad de adoptar servicios avanzados que impliquen soluciones financieras.

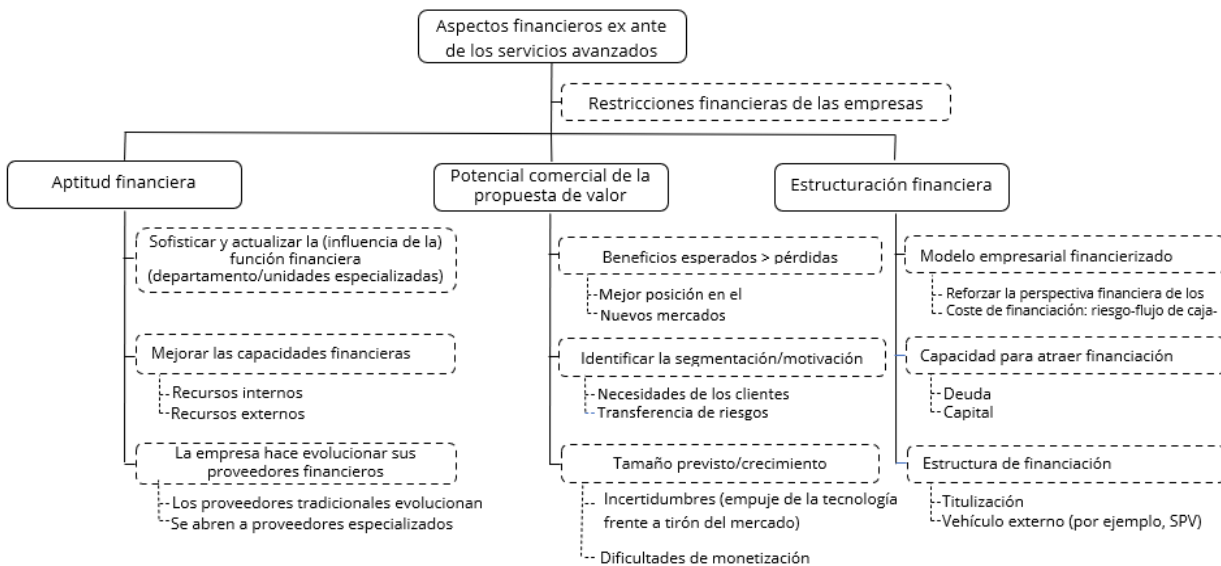
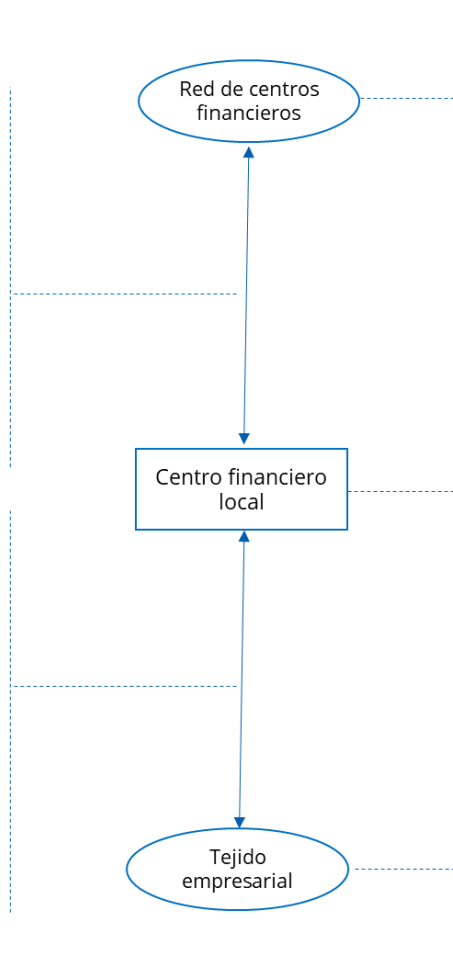


Figura 21. Condiciones internas y externas relevantes para la empresa que implanta servicios avanzados financierizados. Fuente: Elaboración propia.

Dentro de este marco, se distinguen elementos internos y externos a la empresa, lo que permite analizar las condiciones de acceso a la financiación vinculadas al entorno o territorio. Este ejercicio identifica que las empresas más pequeñas y las cooperativas, tienen opciones de financiación limitadas, lo que dificulta la adopción de soluciones innovadoras y el crecimiento. Esta situación destaca la necesidad de explorar mecanismos alternativos al sistema bancario tradicional y abre oportunidades para la intervención pública. La Figura 22 recoge los elementos externos identificados en los casos, y los pone en relación con el marco conceptual para el análisis de los centros financieros locales.

- Los servicios financierizados implican riesgos complejos que requieren una gestión sofisticada. En muchas ocasiones esas capacidades no se encuentran en el entorno por lo que se han tenido que captar de manera externa. Autores: Ziaee Bigdeli et al. (2018), Kamp (2020), Gatti (2007).
- La titulización permite crear productos financieros más grandes y atractivos a partir de activos pequeños. Cuando el tamaño del producto financiero es insuficiente, las empresas pueden utilizar la titulización para estructurarlo y hacerlo más atractivo para los inversores externos. Esto facilita el acceso a la financiación externa en mercados más competitivos. Kamp & Gil de San Vicente (2021b), Chiapello (2020)
- Debe haber un conocimiento especializado para segmentar adecuadamente el mercado potencial de la innovación para ofrecer soluciones que se alineen con las necesidades de los clientes. Autores: Kindström et al. (2012), Ehret & Wirtz (2017)
- Las empresas exploran fuentes de financiación alternativas, para manejar la complejidad de los proyectos innovadores. Por lo tanto, es necesario que empiecen a trabajar con nuevos proveedores financieros. Chiapello (2020), Kamp (2020), Finnerty (2013)



- Madrid, como centro financiero nacional (Tier 2), proporciona acceso a servicios especializados y mercados internacionales, actuando como un puente clave. Ioannou & Wójcik (2021), Zhu et al. (2022), Gatti (2007) |
- Los bancos tradicionales tienen dificultades para evaluar riesgos en proyectos innovadores, elevando la prima de riesgo y complicando su viabilidad. Esto exige mayor comprensión de riesgos y oportunidades. Segarra-Blasco et al. (2013), Kwok & Tadesse (2006).
- Dinamismo. Los bancos cambian su rol como conectores con inversores y otorgan financiación puente.
- Se requieren proveedores especializados como fondos de inversión o financiadores de activos. Permite estructurar las operaciones más eficientemente y facilitando el acceso a la financiación en mercados competitivos. Autores: Chiapello (2020), Kamp (2020), Finnerty (2013).
- La asesoría externa ayuda a diseñar estrategias financieras más sofisticadas, minimizando riesgos y optimizando retornos en proyectos innovadores. Autores: Goretzki et al. (2013), Emsley (2005).
- Los servicios financierizados implican riesgos complejos que requieren una gestión sofisticada. Las empresas deben contar con un equipo especializado para gestionar tanto los riesgos financieros como los derivados de la incertidumbre del mercado y de los nuevos contratos. Es necesario profundizar en la competencia de las empresas para gestionar estos riesgos. Ziaee Bigdeli et al. (2018), Kamp (2020), Gatti (2007)

Figura 22. Elementos identificados sobre la financiación de empresas manufactureras innovadoras. Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, los casos analizados muestran que, debido a la tipología del centro financiero del País Vasco, existen barreras contextuales para las empresas manufactureras que buscan servicios avanzados. En consecuencia, este ámbito resulta susceptible de intervención pública para mitigar las limitaciones identificadas.

## 7.4. Identificar políticas que fomenten el desarrollo y competitividad de los centros financieros locales, en línea con la sostenibilidad económica regional

En los apartados anteriores se ha demostrado la importancia que tienen los centros financieros locales para el desarrollo y la resiliencia de una región, especialmente en aquellas regiones que tienen que acometer procesos de transformación como las industriales. Se han identificado los elementos que son necesarios para el desarrollo del centro financiero, y que están relacionados con la configuración del propio centro, las conexiones con otros financieros, y la alineación con el tejido empresarial. Pero la concentración de actividades financieras en centros financieros globales representa un reto para los centros financieros locales. Ante esta realidad, los gobiernos de los territorios periféricos tienen pocas posibilidades de actuar, ya que sus competencias y capacidades para influir en las tendencias globales son muy limitadas. Además, el proceso de creación de un espacio financiero común en Europa conlleva limitaciones en la implementación de políticas y una concentración del poder de decisión, lo que puede intensificar las disparidades regionales y comprometer la estabilidad económica general de la región (Crescenzi, 2009). Por lo tanto, las regiones periféricas deben buscar nuevas vías para el desarrollo de su sector financiero local si quieren invertir la dinámica de debilitamiento de sus centros financieros locales.

Así el tercer objetivo de la investigación es el identificar políticas que fomenten el desarrollo y la competitividad del centro financiero local, alineadas con la sostenibilidad económica de la región. Para ello, se analiza el papel que pueden desempeñar las instituciones locales, fundamentales para impulsar el desarrollo territorial (Cecchetti y Kharroubi, 2015; Ioannou y Wójcik, 2021), en el fortalecimiento y desarrollo de los centros financieros locales. Relacionado con este objetivo la investigación ha respondido a la pregunta: ¿qué estrategias y políticas pueden fomentar el desarrollo y la competitividad del centro financiero local del País Vasco, en línea con la sostenibilidad económica regional?

Para ello la investigación se ha basado en el caso de creación del clúster financiero e inversor

en el País Vasco. La investigación examinada utiliza un enfoque de investigación interactiva analizando un caso que es novedoso e innovador debido a los escasos precedentes que hay aplicar en la política clúster al sector financiero. El trabajo realizado ofrece tres contribuciones novedosas: (i) el modelo de construcción y las metodologías creadas; (ii) las oportunidades de colaboración identificadas; y (iii) el rol del sector público.

### **Modelo y metodologías para el proceso de desarrollo de un centro financiero**

El proceso de investigación interactiva implica a diversas organizaciones, incluidos agentes financieros, la administración e investigadores, que trabajan con un objetivo común alineado con los objetivos del territorio (Karlsen y Larrea, 2014; Larrea, 2024). Este proceso, conocido como «proceso de descubrimiento emprendedor», ayuda a construir capital social y a un entendimiento común, lo que ha facilitado la involucración de casi noventa agentes en un proceso de liderazgo compartido (Aranguren *et al.*, 2023; Cohen, 2019; Marinelli y Perianez-Forte, 2017). Por lo tanto, ha sido necesario movilizar a un importante número de actores de muy diversa índole que son parte del ecosistema del territorio (Aramonte *et al.*, 2022; Tirole, 2010). Para ello se ha construido un modelo de proceso aplicando diferentes metodologías que es una aportación relevante (ver [Figura 23](#)).

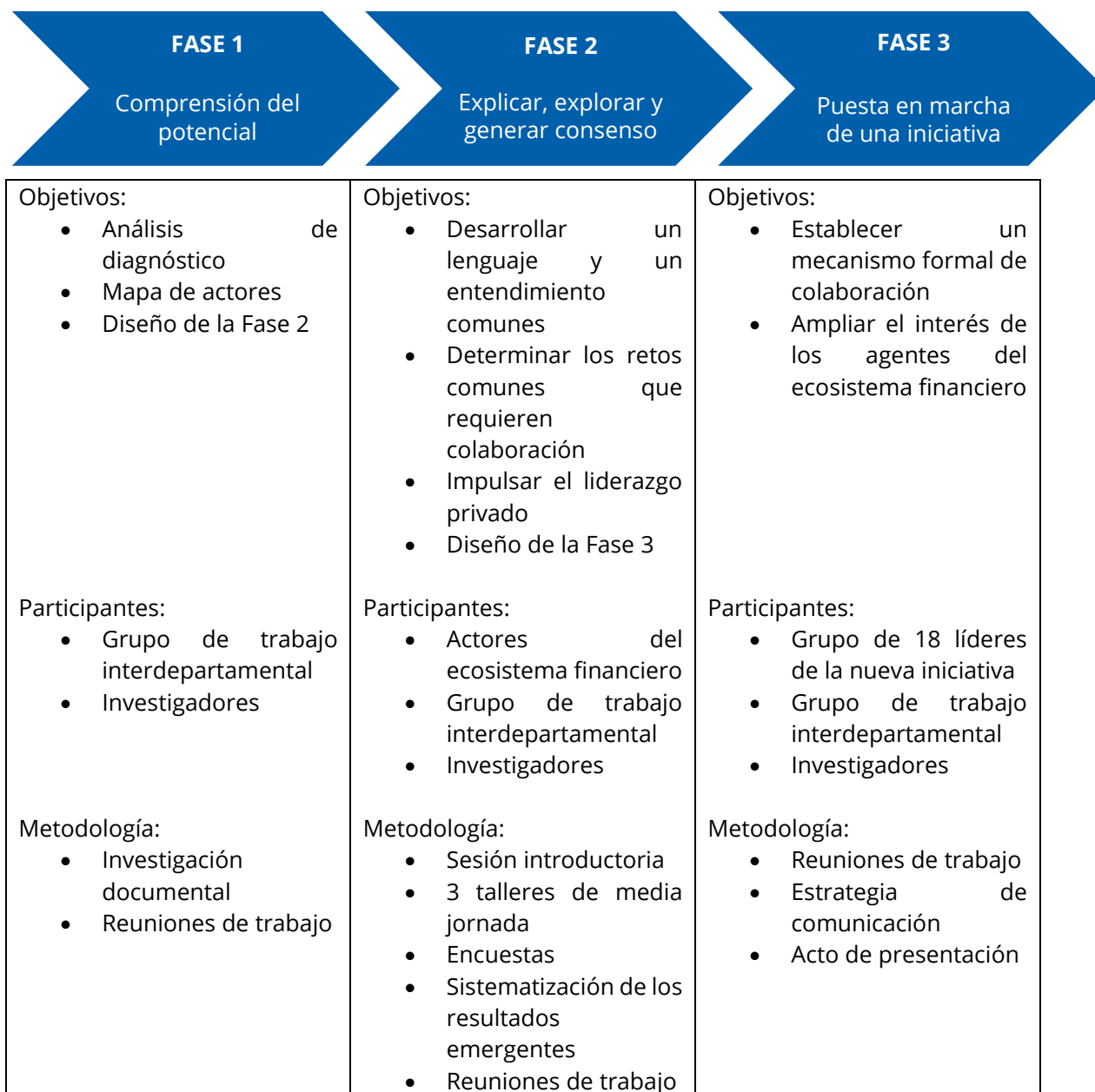


Figura 23. Modelo y metodologías para el proceso de desarrollo de un centro financiero.  
Fuente: Elaboración propia.

Entre los ingredientes clave de este proceso figuran la flexibilidad, la inclusión de un grupo amplio de actores, la transparencia, ganarse la legitimidad del proceso y un horizonte temporal cuidadosamente estudiado. El proceso ha reforzado las relaciones de proximidad (Boschma, 2005) en las dimensiones cognitiva, organizativa, social e institucional, como paso clave para abordar los retos que se plantean a los ecosistemas financieros de las regiones periféricas. La construcción de una visión en común se ha realizado a partir de evidencias (por ejemplo, el mapeo del clúster y otras experiencias) y de un diálogo constante. Ambos elementos junto con

una agenda compartida, pero flexible, permite una base sólida y basada en pruebas para respuestas reflexivas y colaborativas. Una de las limitaciones ha sido la distancia entre los centros de toma de decisiones y el territorio de algunos de los actores participantes, debido a la prevalencia de procesos jerárquicos y centralizados.

### **Las oportunidades de colaboración identificadas**

La investigación identifica retos comunes relacionados con el marco para el análisis de centros financieros locales, que podrían reforzar su posición y mejorar la sofisticación de los servicios financieros ofrecidos a las empresas locales. Podemos clasificar estas oportunidades en función del marco conceptual para el análisis de los centros financieros locales. Este ejercicio ofrece medidas específicas para potenciar diversos elementos identificados en el marco conceptual. Así las oportunidades identificadas por los participantes del clúster financiero e inversos se pueden enmarcar en las dimensiones e interacciones entre la red de centros financieros, el centro financiero local y el entramado empresarial. La [Figura 24](#), que detalla las oportunidades de colaboración, se vincula directamente con la [Figura 17](#), la cual presenta los elementos clave para facilitar el desarrollo de un centro financiero local.

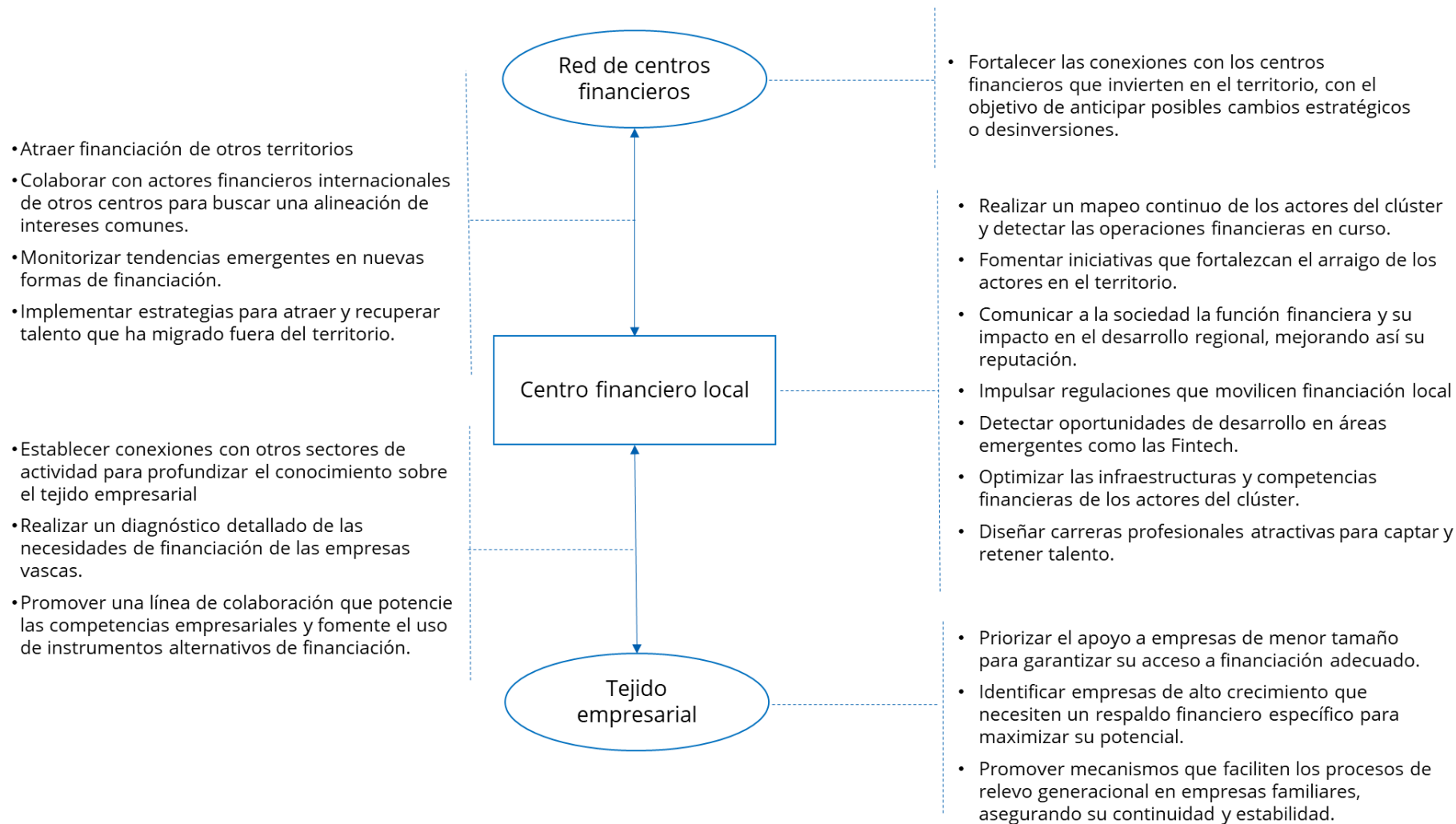


Figura 24. Oportunidades de colaboración identificadas por los actores del clúster. Fuente: Elaboración propia.

La conexión entre el centro financiero local y la red global de centros financieros se fortalece mediante iniciativas que buscan colaborar con actores internacionales y alinear intereses (Orhangazi, 2008). La colaboración de este tipo no solo sitúa al centro financiero local en un contexto global (Čihák *et al.*, 2012), sino que también mejora su acceso a recursos externos (Aalbers, 2008) e información estratégica ante posibles crisis externas (Coombs y Van der Heide, 2020).

Asimismo, dentro de las oportunidades identificadas está la mejora de la planificación y conocimiento del propio centro financiero para promover iniciativas en colaboración (Klagge *et al.*, 2017); esta colaboración fortalece la conexión de los participantes y la creación de nuevos instrumentos de inversión. También se identifica una oportunidad para comunicar a la sociedad el impacto que tiene la función financiera en el desarrollo del territorio, ya que esto contribuye a mejorar la reputación del sector y a fortalecer la confianza en este (Eisenegger y Künstle, 2011).

En el contexto regulatorio, es fundamental promover normativas que fomenten la movilización del capital local y la captación de financiación de otros centros financieros (Merton, 1995). En este sentido, se identifican oportunidades relacionadas con sectores emergentes, como las Fintech, que contribuyen a posicionar al centro financiero como un entorno innovador. Por otra parte, otra de las oportunidades de colaboración es el de mejorar las infraestructuras y competencias financieras de los participantes del clúster, lo cual contribuye a aumentar la eficacia operativa (Chiapello, 2020). Finalmente, ante la falta de talento se propone la creación de planes profesionales atractivos con el fin de atraer y retener talento, que es fundamental para garantizar la sostenibilidad y el desarrollo del entorno financiero (Degl'Innocenti *et al.*, 2017).

Las oportunidades clave definidas relacionadas con fortalecer la relación entre el centro financiero local y el entramado empresarial incluyen: la mejora de las conexiones con otros sectores de actividad, la identificación de necesidades de empresas (como pequeñas y de alto crecimiento) y la facilitación del relevo generacional en empresas familiares. Estas oportunidades no solo refuerzan la vinculación con el entramado empresarial, sino que también garantizan la eficacia de los flujos financieros y su alineación con las necesidades del territorio (Ioannou y Wójcik, 2021).

En síntesis, la [Figura 24](#) de oportunidades de colaboración sirve como un enlace entre los objetivos estratégicos identificados en el segundo cuadro y las acciones concretas requeridas para lograrlos. Estas oportunidades contribuyen al fortalecimiento de los indicadores de

desarrollo del centro financiero, al mismo tiempo que fomentan una relación más sólida y dinámica con el entramado empresarial y la red global de centros financieros.

### **El rol del sector público**

El caso demuestra cómo un gobierno regional, aunque con unas competencias limitadas en relación con el sector financiero, puede impulsar su desarrollo y sofisticación. La investigación aporta un caso relevante para otros gobiernos de regiones periféricas. Un centro financiero local eficaz puede influir positivamente en la dinámica regional (Hasan *et al.*, 2009), lo que justifica la experimentación para abordar estas dificultades.

El caso del País Vasco muestra cómo establecer las condiciones a través de un enfoque orientado a los clústeres y dirigido a la colaboración público-privada. La implicación pública en esta colaboración ha requerido ser intensa en las fases iniciales, demostrando una iniciativa política. Sin embargo, a medida que la iniciativa avanzaba, el papel privado de los actores del clúster ha ganado protagonismo. Esta evolución ha sido planificada dentro del modelo de intervención.

Pese a ello, la administración continúa teniendo una importante labor en la dinamización del centro financiero. Por una parte, ya que es un actor activo que facilita instrumentos financieros que vienen a complementar la oferta privada. Por otra parte, ya que impulsa una política de desarrollo económico basado en los clústeres, que acompaña y evalúa a las iniciativas impulsadas en el territorio.

## 8. Conclusiones

La investigación doctoral analiza el rol y las funciones de los centros financieros locales en el fortalecimiento del tejido económico, centrándose especialmente en su influencia en regiones periféricas; y tomando como caso al País Vasco, una región manufacturera. Este enfoque se alinea con el objetivo principal de la tesis, que consiste en explorar y comprender de qué manera estos centros pueden desempeñar un papel en el fomento del desarrollo económico de estas regiones periféricas, identificando las barreras y oportunidades, así como las estrategias para su desarrollo. En consecuencia, el trabajo de doctorado analiza el centro financiero local utilizando un marco de análisis que aglutina el estudio de la aglomeración de agentes financieros en un territorio, sus interacciones con las empresas y otros centros financieros fuera del territorio, lo que posibilita la identificación de obstáculos y oportunidades para potenciar su rol en la dinamización de la región (Clark *et al.*, 2009; Deeg, 2010; Guiso *et al.*, 2003; Ioannou y Wójcik, 2021; Martin, 2011; Monk, 2009; Orhangazi, 2008; Çolak y Öztekin, 2021). Esto permite responder a la principal pregunta de investigación que es: ¿cómo influyen los centros financieros en la financiación del tejido empresarial en regiones altamente industrializadas, como el País Vasco?

Para dar respuesta a esta pregunta, la investigación realiza una revisión de la literatura para, a partir de ella, proponer un marco conceptual que permite el análisis de los centros financieros locales. Este marco se construye tomando en cuenta la configuración de la oferta (aglomeración de agentes financieros) y de la demanda (configuración y necesidades de financiación de las empresas). En este proceso se incorporan elementos relacionados con los componentes del entorno financiero y sus relaciones (Allen y Gale, 2000a; Cassis, 2010; Draper y Hoag, 1978; Pilbeam, 2018), la influencia de la financiarización (Epstein, 2005), la dimensión espacial y de proximidad (Boschma, 2005; Klagge y Martin, 2005), y los fallos de mercado que se pueden dar en la función financiera (Levine, 2005). La investigación realizada (ver [Figura 3](#)) demuestra la complejidad que conlleva el análisis de estos centros financieros ya que implica una comprensión de la configuración de los agentes financieros locales, y sus relaciones tanto con otros agentes situados en centros financieros fuera del territorio, como con la estructura empresarial y sus necesidades. De sus conexiones emanan elementos relacionados con redes (Degl'Innocenti *et al.*, 2017), elementos de afinidad cultural (Dupuy *et al.*, 2010), funciones de complementariedad (Ioannou y Wójcik, 2021; Mader *et al.*, 2020), o elementos como la capacidad de arrastre de la actividad financiera en la económica (Cecchetti y Kharroubi, 2015).

La aplicación del marco teórico permite identificar los factores que pueden influir positiva o negativamente en el desarrollo de los centros financieros locales en regiones periféricas. Así,

se realiza un análisis detallado de la estructura institucional del País Vasco, sus relaciones con el tejido empresarial, y de cómo interactúan con otros centros financieros. El estudio de caso permite identificar seis factores clave vinculados tanto a la especialización en funciones estratégicas territoriales (Cassis, 2010) como a la concentración de diversos actores financieros (Thrift, 1994): la masa crítica de actores, su diversidad, la alineación de sus estrategias con el territorio, el conocimiento del contexto local, su capacidad de adaptación y el entorno regulatorio. Cuando no se desarrollan estos factores de manera suficiente se pueden producir fallos de mercado para la financiación de ciertos colectivos empresariales, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas (Corpataux *et al.*, 2017; Mader *et al.*, 2020) o para las empresas altamente innovadoras (Kwok y Tadesse, 2006; Lee *et al.*, 2015). No obstante, la investigación también aporta evidencias de que la alineación estratégica entre las políticas públicas y las capacidades de los centros financieros puede impulsar un entorno propicio para la inversión de capital y el desarrollo de empresas (Clark y Wójcik, 2007).

Los resultados de esta investigación subrayan la importancia de analizar un centro financiero local no solo en función de la complejidad de sus funciones, sino también considerando su capacidad para responder a las necesidades del tejido empresarial del territorio. En el caso de las regiones europeas con sistemas financieros predominantemente bancarizados, como el País Vasco, estos centros, pese a sus limitaciones, desempeñan un papel clave en la financiación de operaciones estándar, asegurando una cobertura generalizada. Sin embargo, existen colectivos de empresas con niveles de riesgo o necesidades especiales que no son adecuadamente cubiertos por los instrumentos financieros existentes (Kwok y Tadesse, 2006). En este sentido, factores externos a la empresa, vinculados al territorio, pueden condicionar su acceso a la financiación, debido a la falta de diversidad de agentes especializados, la dificultad para comprender adecuadamente las operaciones y la percepción del riesgo asociado. La investigación profundiza en el análisis de casos de empresas manufactureras altamente innovadoras, que requieren grandes volúmenes de financiación, dependen de recursos externos y presentan riesgos difíciles de evaluar para los financiadores (Delmar *et al.*, 2003; Gagliardi, 2009; Lee, 2014; Myers y Majluf, 1984). Por lo tanto, el territorio puede limitar la disponibilidad de soluciones financieras adaptadas, dificultando el crecimiento y consolidación de empresas con alto potencial innovador.

Finalmente, un centro financiero es algo vivo, que evoluciona en el tiempo. Aunque los centros financieros locales periféricos se han debilitado en las últimas décadas (Capelle-Blancard *et al.*, 2024; Clark, 2006), la investigación aborda la cuestión de cómo formular políticas eficaces con el fin de potenciar la competitividad de estos desde la propia región (Cecchetti y Kharroubi, 2015). En este sentido las políticas públicas tienen una oportunidad si se centran en promover

la colaboración entre los agentes financieros del territorio, y para ello las políticas clúster son un buen instrumento (Wilson, 2019). En este proceso es importante asegurar que se incorpore el objetivo de mejorar la actividad financiera, pero de manera que cumpla una función de complementariedad con los objetivos de sostenibilidad económica regional. Esta colaboración facilita la alineación con las necesidades del tejido empresarial, y además contribuye a desarrollar y especializar el centro financiero local en un contexto global (Čihák *et al.*, 2012). El desarrollo del centro financiero permite una mejor conexión y cooperación con otros centros financieros (Orhangazi, 2008), mejora el acceso a recursos externos (Aalbers, 2008) y fomenta la creación de mecanismos de información estratégica para enfrentar posibles crisis externas (Coombs y Van der Heide, 2020).

A continuación, se presenta un cuadro resumen que sintetiza la correspondencia entre los objetivos propuestos en el estudio y los principales hallazgos obtenidos (ver [Tabla 37](#)).

<b>Objetivos</b>	<b>Resultados de la investigación</b>
Objetivo principal: explorar y comprender el rol de los centros financieros locales en la financiación empresarial, identificando barreras, oportunidades y estrategias para su desarrollo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se demuestra la complejidad de analizar centros financieros locales, considerando tanto la aglomeración de agentes financieros como su interacción con el tejido empresarial.</li> <li>- Se evidencia cómo los centros pueden influir en el desarrollo económico de regiones periféricas (como el País Vasco) a través de la identificación de barreras y oportunidades.</li> <li>- Se establece un marco conceptual que integra la oferta (aglomeración de agentes financieros) y la demanda (necesidades de financiación de las empresas), así como las conexiones con otros centros financieros.</li> </ul>
Objetivo específico 1: mejorar el conocimiento sobre el centro financiero local del País Vasco, su configuración y su relación con el tejido económico y con otros centros financieros.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se analiza en profundidad la estructura institucional y la configuración de los agentes financieros en el País Vasco.</li> <li>- Se identifican seis factores críticos para la eficacia de un centro financiero (masa crítica, diversidad de actores, estrategias alineadas, conocimiento del contexto local, capacidad de cambio y entorno regulatorio), y se aplica a la realidad del País Vasco.</li> <li>- Para el óptimo desarrollo de un centro financiero local y sus funciones, resultan clave la proximidad y las interacciones (redes, afinidad cultural y funciones de complementariedad) entre los actores financieros y el resto del tejido económico.</li> </ul>
Objetivo específico 2: identificar las deficiencias en el acceso a financiación para ciertos segmentos de empresas, especialmente las manufactureras en transformación.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se detecta que, aunque los centros financieros locales cubren operaciones estándar, existen colectivos de empresas (por ejemplo, pymes o empresas que requieren grandes volúmenes de financiación y presentan altos riesgos) que no son adecuadamente atendidos.</li> <li>- Se identifican barreras específicas en el acceso a soluciones financieras adecuadas, lo que afecta a la competitividad de estas empresas y, en última instancia, al desarrollo económico regional.</li> </ul>
Objetivo específico 3: proponer políticas que fomenten el	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se concluye que una coordinación estratégica entre las políticas públicas y los agentes del territorio es crucial para impulsar el</li> </ul>

desarrollo y la competitividad de los centros financieros locales, alineadas con la sostenibilidad económica regional.	desarrollo de un centro financiero local. - Se recomiendan políticas de fomento de la colaboración entre agentes financieros, resaltando el papel de las políticas clúster para potenciar la competitividad. - Se subraya la necesidad de impulsar políticas adaptadas a la evolución de los centros financieros, que consideren tanto el dinamismo del entorno global como las particularidades del contexto regional.
--	---

Tabla 37. Correspondencia entre objetivos y resultados de investigación. Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, la concentración de la actividad y la regulación financiera en determinadas regiones impacta directamente en las regiones periféricas, por lo que es fundamental analizar cómo estas se ven afectadas y qué mecanismos pueden mitigar sus desventajas. Al analizar la realidad de estas regiones, se observa un riesgo de desconexión entre el sistema financiero y la economía local (Mader *et al.*, 2020), lo que acentúa las diferencias territoriales (Blažek *et al.*, 2020) y, en última instancia, puede generar un malestar social con consecuencias negativas (Dijkstra *et al.*, 2020; Rodríguez-Pose *et al.*, 2024). Por lo tanto, la investigación realiza contribuciones relevantes relacionadas con su principal objetivo, comprender y mejorar la función de los centros financieros locales con el propósito de fomentar un crecimiento económico que sea más equitativo e inclusivo. Estas aportaciones enriquecen el debate en la literatura sobre el papel de la dimensión espacial en la financiación de la actividad económica. Asimismo, contribuye al avance del conocimiento académico sobre los clústeres y ofrece instrumentos prácticos para los encargados de formular políticas y los agentes económicos locales.

## 8.1. Contribución a la literatura

Esta tesis representa una contribución significativa al entendimiento de la relación entre el desarrollo de los centros financieros locales y el acceso a financiación en las regiones periféricas, abordando un área insuficientemente cubierta por la literatura. En concreto, la investigación responde a los siguientes gaps identificados (ver sección 2.6.1.), donde la [Tabla 38](#) se presenta la correspondencia entre los gaps identificados en la literatura y las principales contribuciones de la tesis, resaltando cómo esta investigación aporta nuevo conocimiento en cada área:

<b>Gap identificado</b>	<b>Descripción del gap</b>	<b>Contribución de la tesis</b>
Gap 1 Restricciones especiales en el acceso a financiación en regiones periféricas	La literatura ha señalado que el acceso a financiación está condicionado por el contexto territorial, pero aún no se ha analizado en profundidad cómo las barreras estructurales afectan a las regiones periféricas dentro del contexto europeo (Martin, 2011; Çolak y Öztekin, 2021; Clark, 2016; Corpataux y Crevoisier, 2016).	La tesis evidencia cómo estas restricciones afectan el desarrollo económico y propone un marco conceptual que integra la oferta y demanda de financiación, abordando las limitaciones estructurales específicas de las regiones periféricas.
Gap 2 Análisis insuficiente de la configuración de los centros financieros periféricos	La mayoría de los estudios se han enfocado en centros financieros globales o nacionales, dejando de lado el análisis de centros financieros locales y su impacto en el acceso a financiación (Klagge y Martin, 2005; Ughetto <i>et al.</i> , 2019).	Se desarrolla un estudio de caso sobre el centro financiero del País Vasco, identificando seis factores clave que determinan su eficacia y su rol en la financiación regional.
Gap 3 Falta de estudios sobre la diversificación de fuentes de financiación en función del contexto territorial	La diversificación de fuentes de financiación ha sido analizada de manera general, sin considerar cómo las características del territorio afectan el acceso a diferentes instrumentos financieros (Asquith y Weiss, 2019; Corpataux y Crevoisier, 2016).	Se analiza cómo las características del entorno financiero local influyen en la disponibilidad y acceso a distintas fuentes de financiación, evidenciando barreras para las empresas manufactureras con alto grado de innovación.
Gap 4 Desconocimiento del papel de las instituciones locales en el desarrollo de los centros financieros locales	Se ha investigado poco sobre cómo las instituciones locales pueden contribuir al fortalecimiento de los centros financieros periféricos mediante políticas públicas adaptadas (Klagge y Martin, 2005; Clark, 2016).	Se sugiere que las políticas públicas fomenten una mayor colaboración entre agentes financieros a través de estrategias como las políticas clúster, garantizando que el fortalecimiento del centro financiero local responda a las necesidades específicas del tejido productivo regional.

**Tabla 38.** Correspondencia entre los gaps de investigación y las contribuciones de la tesis.

**Fuente** Elaboración propia.

La literatura ha debatido ampliamente sobre la relación entre la actividad financiera y el espacio (o localización) (Clark y Wójcik, 2007; Klagge *et al.*, 2017; O'Brien, 1992). Sin embargo, en respuesta al Gap 1 («Restricciones especiales en regiones periféricas»), la literatura no ha profundizado en cómo las barreras específicas de estas zonas limitan el acceso a financiación. La investigación ofrece evidencias sobre cómo un entorno financiero local bien desarrollado puede convertirse en un motor de transformación económica y estabilidad regional, especialmente en contextos de crisis. En línea con Hasan *et al.* (2009) y Segarra-Blasco *et al.* (2013), los resultados ofrecen contribuciones sobre los mecanismos mediante los cuales centros financieros locales no solo permiten una mayor proximidad entre las empresas y los

recursos financieros, sino que también facilitan el diseño de soluciones adaptadas a las necesidades específicas del territorio.

Asimismo, en respuesta al Gap 2 («Configuración de centros financieros locales») y al Gap 3 («Diversificación de fuentes en contexto territorial»), la tesis aborda el impacto de la financiarización a nivel geográfico (Palley, 2008), centrándose especialmente en una región periférica como el País Vasco (Clark, 2006). Específicamente aporta evidencias sobre las consecuencias de la concentración de la actividad financiera en grandes centros financieros, lo que limita la capacidad de crecimiento y resiliencia de los actores económicos locales (Lee *et al.*, 2009; Orhangazi, 2008). Además, la financiarización ha traído una pérdida de conexión de los grandes flujos financieros con el territorio, lo cual presenta desafíos significativos para la capacidad de arrastre y el arraigo de sus actores económicos. En este sentido, los hallazgos de esta investigación refuerzan la importancia de desarrollar centros financieros propios y adaptados, que integre desde un enfoque de proximidad tanto las dinámicas locales como las globales (Boschma, 2005; Deeg, 2010).

En respuesta al Gap 4, que señala la insuficiente atención al papel de las instituciones locales en fortalecer la conexión entre el sector financiero y el tejido empresarial, la tesis evidencia que la desconexión entre estos actores genera barreras significativas para el acceso a recursos estratégicos (Corpataux *et al.*, 2017; Mader *et al.*, 2020). En este sentido, otra aportación relevante de la investigación es demostrar que las instituciones locales pueden implementar políticas específicas de refuerzo que fortalezcan el centro financiero local. Estas políticas, al promover una mayor coordinación y acción conjunta, no solo facilitan el acceso a la financiación, sino que también generan capacidades en el territorio, fomentan la atracción de talento y consolidan la presencia de actores económicos clave. En línea con Hasan *et al.* (2009) y Degl'Innocenti *et al.* (2017), los hallazgos indican que un centro financiero robusto y respaldado por políticas locales de refuerzo no solo impulsa el crecimiento económico, sino que también mejora la resiliencia de la economía local frente a los desafíos globales.

En conjunto, esta tesis proporciona un marco teórico y práctico que profundiza el conocimiento sobre los centros financieros locales y su papel en la financiación del tejido económico cercano. Las implicaciones de estos hallazgos son claras: los responsables de políticas públicas deben priorizar estrategias de colaboración entre actores locales y globales, invertir en la modernización de las capacidades financieras locales y diseñar políticas que promuevan un sector financiero competitivo que tenga una capacidad de arrastre con la economía real. Para ayudar en este proceso, durante la investigación se han generado nuevos marcos conceptuales (tanto para el análisis a nivel territorial como a nivel empresarial) y nuevas metodologías que

permiten el mapeo de los actores que actúan en un territorio. Estas acciones no solo permiten superar las barreras estructurales existentes, sino que también impulsan un desarrollo regional equilibrado y resiliente.

Finalmente, los resultados obtenidos invitan a reflexionar sobre el futuro de los centros financieros locales en un panorama global donde la concentración de la actividad en ciertas localizaciones obvia las necesidades propias de economías locales que tienen necesidad de transformarse. El éxito de estos centros locales dependerá de su capacidad de adaptación a los desafíos globales emergentes del ámbito financiero, manteniendo una estrecha vinculación con las dinámicas económicas del territorio. Este trabajo, por tanto, reafirma la importancia de los centros financieros locales como pilares fundamentales del desarrollo económico sostenible y la cohesión territorial.

## 8.2. Recomendaciones prácticas

Los hallazgos de la investigación permiten formular recomendaciones específicas dirigidas a los principales actores que configuran un centro financiero local: agentes financieros, empresas y gobierno regional. Cada grupo desempeña un rol estratégico en la creación de un entorno que promueva el acceso a los recursos financieros y estimule el crecimiento económico a nivel regional.

### **Agentes financiadores y actores del clúster financiero**

Los agentes financiadores que son parte del clúster desempeñan un papel clave en el desarrollo y las operaciones de intermediación financiera en una región. Su contribución resulta decisiva para canalizar recursos hacia el tejido productivo y garantizar un centro financiero alineado con las especificidades del territorio.

Para reforzar su rol, es prioritario que entiendan las necesidades financieras de las empresas locales. El desarrollo de conocimiento y capacidades adaptadas resulta indispensable para diseñar soluciones financieras alineadas con el contexto regional. De acuerdo con Clark & Wójcik (2007), la proximidad entre empresas y financiadores no solo consolida la confianza, sino que también disminuye las asimetrías de información y permite valorar mejor los riesgos y rentabilidades asociados de las operaciones.

Sobre esta base, se proponen recomendaciones concretas que los agentes financieros pueden

activar para reforzar su contribución al desarrollo regional.

- Asumir un rol proactivo en la estrategia del territorio. Los agentes financiadores deben involucrarse en la estrategia del territorio, no estar ajena a ella. Así su participación en procesos de colaboración público-privada es positiva ya que permite acordar y compartir las prioridades económicas y alinearse con los objetivos estratégicos del territorio. Este enfoque fortalece la conexión de los agentes financieros en la región y su capacidad de competir en un entorno financiero globalizado (Clark et al., 2009), a la vez que también aporta a la sostenibilidad del sector financiero y de su arraigo económico en la región.
- Fomentar mecanismos de cooperación operativa entre agentes financieros. En un territorio periférico, donde la aglomeración de agentes es limitada, es importante considerar mecanismos de colaboración entre los propios agentes que permita una diversidad de soluciones (Deeg, 2010). El objetivo es mejorar la competitividad de cada agente abordando los retos comunes, o retos que de manera individual no pueden ser abordados. Así se pueden generar nuevas soluciones especializadas a través de esquemas de coinversión local con una escala adecuada a las necesidades del tejido y que puedan satisfacer requerimientos no atendidos por los modelos convencionales (Corpataux et al., 2017).
- Impulsar la apertura externa del centro financiero. La interacción con agentes financieros externos favorece la incorporación de conocimiento actualizado, el acceso a nuevas fuentes de financiación y la atracción de talento especializado. La función financiera está en plena transformación y es necesario adaptarse a las técnicas y lenguajes internacionales (Chiapello, 2020). Este tipo de apertura es esencial para contrarrestar la dinámica endogámica que puede limitar la renovación del centro financiero y su capacidad de innovación.
- Contribuir a la mejora del marco regulatorio. Los agentes financieros deben tratar de influir de manera positiva en su entorno regulatorio, tanto el que se decide en la región como fuera de ella. El objetivo debería ser crear un entorno que promueva la competencia, la transparencia y la protección de los actores participantes (Mader et al., 2020; Merton, 1995), fomentando la complementariedad en el uso de los recursos en lugar de la competencia por ellos. Esta tarea implica también visibilizar las especificidades territoriales frente a marcos regulatorios externos que a menudo desconocen la realidad de las regiones periféricas.

## Empresas

Las empresas juegan un papel central en el funcionamiento de un centro financiero local, no solo como demandantes de recursos, sino también como agentes que configuran las dinámicas de intermediación. Esto tiene implicaciones prácticas significativas, tanto para ellas mismas como para los agentes financieros que actúan en el territorio (MacKay & Phillips, 2005).

Sobre esta base, se proponen recomendaciones concretas que las empresas pueden activar para reforzar su contribución al desarrollo regional.

- Desarrollar estrategias financieras sólidas y contextualizadas. Es importante que las empresas mejoren su posición competitiva a través de elaborar estrategias financieras sólidas que cumplan con los requisitos de los actores financieros (Gebauer, Haldimann, et al., 2017; Goretzki et al., 2013), lo que requiere mejorar sus capacidades y superar los paradigmas propios (Baines et al., 2017). Esta función debe integrarse de forma transversal al resto de áreas estratégicas de la empresa, y no tratarse como una dimensión aislada (Emsley, 2005).
- Cultivar relaciones activas con una diversidad de actores financieros. La proximidad y la construcción de relaciones con una diversidad de actores financieros ofrecen a las empresas la oportunidad de fomentar un conocimiento mutuo que facilite la creación de capital social positivo (Ughetto et al., 2019).
- Diversificar las fuentes de financiación. Aprovechar las oportunidades proporcionadas por agentes locales, tanto tradicionales como no tradicionales. Para ello es fundamental que las empresas den prioridad a la profesionalización de su gestión financiera; es necesario invertir en la formación de equipos especializados y adoptar mejores prácticas en el manejo de los recursos económicos.
- Mejorar la presentación de las operaciones a financiar. En un contexto donde las técnicas financieras son cada vez más complejas, resulta fundamental que las empresas proyecten con claridad los riesgos, retornos y garantías de sus iniciativas. Una formulación estructurada y rigurosa aumenta la viabilidad de las propuestas y mejora las condiciones de acceso a la financiación (Chiapello, 2020; Finnerty, 2013).

## Gobierno regional

La función del gobierno regional es fundamental en el impulso de políticas de desarrollo económico y de bienestar (Aranguren et al., 2016, 2023; Smith et al., 2020). Sin embargo, los gobiernos de regiones periféricas tienen limitada influencia en tendencias globales relacionadas con la función financiera; y en el contexto europeo existe una centralización de políticas destinadas a generar un espacio de actuación único (Crescenzi, 2009). Por ello, deben adoptar estrategias innovadoras para fortalecer su sector financiero local frente a estas dinámicas.

Sobre esta base, se proponen recomendaciones concretas que los gobiernos locales pueden activar para reforzar su contribución al desarrollo regional.

- Generar un entorno regulatorio y fiscal adecuado. Los gobiernos regionales pueden actuar sobre los marcos normativos y fiscales que afectan a la actividad financiera, con el objetivo de facilitar las economías de aglomeración y reducir las barreras operativas (Monk, 2009). Esto implica activar los instrumentos propios y acompañar a los agentes financieros locales en tratar de influenciar aquella regulación que les influye de manera negativa y que se decide fuera de la región. Así la participación del gobierno local en la asociación clúster es un lugar óptimo que permite la colaboración e intercambio de información.
- Incorporar la dimensión financiera de forma transversal en las políticas públicas. La integración del sector financiero dentro de la política de clúster es un paso importante en esta dirección. Tal como ha demostrado el capítulo 6, la política clúster impulsada por la administración puede ser una herramienta eficaz para activar procesos de colaboración, aprendizaje y alineación estratégica en torno al desarrollo financiero territorial. Otro ejemplo en este sentido es la constitución de la Alianza Financiera Vasca, como una iniciativa orientada a movilizar financiación desde la colaboración público-privada orientada a la transformación económica e industrial de Euskadi. Asimismo, futuras intervenciones pueden ir a reforzar los programas de capacitación y atracción de talento. Respecto al primero, los gobiernos regionales tienen un papel fundamental en la promoción de la educación financiera, tanto para las empresas como para los participantes del clúster; es importante que garanticen la disponibilidad de programas accesibles y adaptados a las particularidades del territorio. En cuanto al segundo, los gobiernos regionales deberían incluir específicamente perfiles financieros altamente especializados en sus políticas y ayudas para la captación de talento.

- Dar continuidad institucional a las iniciativas y establecer mecanismos de evaluación. Junto a la puesta en marcha de políticas innovadoras, es esencial realizar un seguimiento de las iniciativas impulsadas —como el clúster financiero— y desplegar mecanismos de evaluación que permitan monitorizar su impacto en el tiempo (Wilson, 2019). Estos mecanismos facilitan la identificación de logros, limitaciones y nuevas necesidades, de modo que la política clúster pueda adaptarse a la evolución de la realidad y mantenerse alineada con los desafíos emergentes del territorio.
- Actuar como agente financiero ante fallos de mercado o necesidades estratégicas. Aunque la capacidad de los gobiernos locales es limitada, estos pueden desempeñar un papel activo como agentes financieros. Pueden sumar fuerzas en determinados casos o, cuando existan fallos de mercado, intervenir directamente para corregirlos. Respecto al primer caso los gobiernos locales tienen un rol relevante en acompañamiento al sector privado en la creación de nuevas soluciones de inversión y financiación. En esta apuesta se debería ser consciente de que los incentivos de los actores privados son diferentes a los incentivos públicos. Por ejemplo, en el acompañamiento de operaciones de inversión, disponer de un manual de estrategia de inversión público que guíe sus actuaciones aportaría transparencia a la gestión de la Administración pública. Respecto a las intervenciones para paliar los fallos de mercado, el gobierno debería alinear las herramientas de inversión pública al tejido empresarial más dependiente de la financiación externa. En los últimos años, se han creado en el País Vasco instrumentos para capitalizar empresas, apoyar su crecimiento y arraigo territorial. Un elemento para reforzar es la comunicación de estas soluciones al tejido empresarial, ya que en algunos casos este puede desconocer su existencia. De esta manera se puede mejorar la explicitación de los diferentes itinerarios financieros con soluciones combinadas público-privadas integrales adaptadas a estos distintos perfiles.

### 8.3. Limitaciones de la investigación

Eisenhardt (1989) destaca la importancia del contexto en la investigación cualitativa, un aspecto clave en el estudio de las dinámicas locales. En esta línea, Degl'Innocenti *et al.* (2017) destacan que los estudios de caso proporcionan una aproximación detallada que facilita la exploración exhaustiva de las dinámicas locales y la formulación de hipótesis que pueden ser validadas en investigaciones comparativas. Esta investigación se ha centrado en el País Vasco (periodo de realización de la investigación 2018-2023), donde el autor vive y trabaja en un instituto de investigación, Orkestra, lo que le posibilita un acceso privilegiado a empresas, datos y personas

(Otley y Berry, 1994). Este contexto condiciona la investigación, así como sus limitaciones, tanto en su diseño metodológico como en su alcance, aspectos que es importante destacar para contextualizar los resultados y plantear nuevas líneas de investigación futura.

En primer lugar, la aplicación de la investigación se ha dirigido hacia un caso regional particular, el País Vasco, una metodología adecuada para analizar la aplicación de un modelo conceptual en un contexto concreto (Collis y Hussey, 2014). La investigación implementa un marco conceptual novedoso para el estudio de los centros financieros regionales, un ámbito poco explorado. El método permite generar teoría desde datos emergentes y abordar preguntas innovadoras (Eisenhardt, 1989; Eisenhardt y Graebner, 2007; Yin, 2017). El País Vasco es un caso ampliamente estudiado en el ámbito de las políticas (Aranguren *et al.*, 2016; Magro *et al.*, 2022; Navarro *et al.*, 2014), lo cual ofrece unas condiciones de partida favorables para el estudio del comportamiento de las regiones. Sin embargo, esta especificidad podría limitar la generalización de los resultados a otros contextos regionales o nacionales con características estructurales distintas. Así, este enfoque territorial limita la posibilidad de generalizar completamente los resultados a regiones con marcadas disparidades económicas, financieras o institucionales. Por contra los resultados pueden compararse y aplicarse a lugares que sí tienen condiciones y factores similares, especialmente en el contexto europeo (Estensoro *et al.*, 2022).

Otra limitación es la escasez de datos cuantitativos disponibles, especialmente en lo que respecta a la utilización de instrumentos financieros y las interacciones internas de los participantes en el sector financiero. La dificultad de obtener datos precisos y actualizados de manera uniforme en distintos centros financieros es un desafío señalado por Corpataux *et al.* (2017), lo que dificulta las comparaciones entre centros financieros. Aunque se han utilizado datos en el análisis del caso del País Vasco (ver secciones 3.3., 3.4., y 4.6.), este se ha basado principalmente en información cualitativa obtenida a través de entrevistas y en datos cuantitativos procedentes de fuentes secundarias. Esta metodología proporciona perspectivas contextuales significativas, pero también puede generar sesgos en los resultados. Por ello, es fundamental validar los hallazgos y ampliar su aplicabilidad en futuras investigaciones mediante el uso de metodologías mixtas que combinen análisis cualitativos con modelos cuantitativos sólidos, como señala Yin (2017).

Por otro lado, la representatividad de los actores entrevistados en el clúster financiero es otra de las limitaciones (ver sección 10.2.). A pesar de que la muestra se consensuó con expertos que conocen el centro financiero del País Vasco, existe la posibilidad de que algunos enfoques queden insuficientemente representados; este puede ser el caso de las entidades bancarias

que tienen mucho peso en el territorio. Este posible sesgo subraya la necesidad de llevar a cabo investigaciones complementarias que amplíen la muestra e incluyan una mayor diversidad de participantes, especialmente en sectores económicos menos convencionales o con configuraciones financieras atípicas.

Asimismo, la profundización en las cuatro empresas analizadas (ver sección 5.3.) no consideran actividades más orientadas al consumidor final (*business to customer*), lo que podría llevar a interpretaciones diferentes en comparación con los casos analizados, centrados en mercados *business to business*. Además, el análisis incluye tres cooperativas, que, aunque tienen un peso importante en el territorio, a pesar de que las cooperativas no exhiben un comportamiento financiero significativamente diferente al de las entidades capitalistas, sí poseen particularidades significativas (Herce-Lezeta, 2022). Por ejemplo, su dependencia de la banca local, principalmente mediante deuda externa, puede explicar las dificultades para diversificar sus fuentes de financiación (Camargo Benavides y Ehrenhard, 2021b; Gagliardi, 2009).

Por otro lado, el análisis se ha visto confrontado con desafíos derivados de la constante evolución del entorno financiero, en el cual las condiciones pueden experimentar cambios abruptos a causa de factores externos, tales como la crisis causada por la COVID-19. De acuerdo con Coombs y Van der Heide (2020), la inestabilidad del contexto financiero requiere examinar la evolución de las dinámicas identificadas a lo largo del tiempo. La continuidad de la investigación en el futuro no solo serviría para validar las conclusiones existentes, sino también para descubrir nuevos fenómenos emergentes en el entorno financiero, lo que contribuiría a obtener una comprensión más exhaustiva y actualizada de su dinámica.

En última instancia, el marco conceptual empleado en este estudio, a pesar de estar basado en la literatura y considerarse adecuado para las particularidades del caso, podría mejorarse mediante la incorporación más amplia de teorías adicionales emergentes relacionadas con la sostenibilidad o las finanzas descentralizadas. En este sentido según Chiapello (2020), la financiarización es un fenómeno que modifica de manera continua las técnicas y enfoques financieros, por lo que requiere de una apertura conceptual. Otra limitación del marco es el riesgo de simplificar las interacciones entre lo «local» y lo «global». Tal como señalan Pike y Pollard (2010), existe la tentación de interpretar lo local como un mero receptor pasivo de fuerzas globales, lo que podría subestimar la capacidad de los territorios para influir activamente en estas dinámicas. Este enfoque sugiere que los factores de las particularidades geográficas y político-económicas incorporadas al marco podrían ser insuficientes.

En suma, estas limitaciones no invalidan los resultados del estudio, sino que sugieren

analizarlos considerando su contexto y ofrecen posibilidades para la realización de investigaciones futuras que profundicen en los aspectos no tratados o amplíen la amplitud de las preguntas de investigación planteadas.

## 8.4. Futuras líneas de investigación

Este estudio abre diversas futuras líneas de investigación en relación con los centros financieros locales y su influencia en el progreso económico de las regiones, especialmente en el contexto de zonas periféricas a los grandes centros financieros.

En este sentido es relevante profundizar en la relación entre el nivel de desarrollo de los centros financieros locales y la evolución de la economía regional y sus niveles de bienestar (King y Levine, 1993a, 1993b). Autores como Driffill (2003) y Papaioannou (2007) han señalado las dificultades para demostrar de manera empírica esta causalidad. Resulta pertinente avanzar hacia enfoques longitudinales que permitan observar cómo evoluciona el centro financiero local en el tiempo y cuáles son los efectos acumulativos de las políticas implementadas. Esta aproximación facilitaría la distinción entre impactos coyunturales y transformaciones estructurales. En este sentido, sería interesante identificar los niveles mínimos de desarrollo que requiere un centro financiero local para que se eviten dinámicas negativas que se han vivido en las últimas décadas y que tienen consecuencias sociales (Dijkstra *et al.*, 2020; Iammarino *et al.*, 2019; Rodríguez-Pose *et al.*, 2024). Asimismo, esta línea permitiría enriquecer el debate sobre la importancia de la localización en las finanzas, la toma de decisiones sobre su regulación o funcionamiento y el nivel de relevancia que tiene la proximidad en la financiación de la actividad económica real (Clark, 2006; Clark y Wójcik, 2007; Klagge y Martin, 2005; O'Brien, 1992).

Siguiendo esta línea de investigación es recomendable continuar analizando casos comparativos entre diferentes regiones, tanto a nivel estatal como europeo, con el fin de identificar similitudes y disparidades en el desarrollo de sus respectivos centros financieros locales (Degl'Innocenti *et al.*, 2017). Este trabajo permitiría identificar otros factores clave, tales como la especialización sectorial, las políticas públicas o el entorno institucional, que inciden en la conformación y desarrollo de dichos centros. De esta manera se daría continuidad a líneas de trabajo de Martin (2011) y Çolak y Öztekin (2021) sobre el papel que juegan estos factores a nivel local en el acceso a la financiación. Asimismo, la comparación de regiones industriales en otros contextos geográficos y con sistemas financieros diversos (Allen y Gale, 2000a) puede ofrecer una perspectiva amplia sobre las dinámicas territoriales del acceso al capital. Esto

serviría para validar las hipótesis propuestas en el estudio y determinar si los resultados obtenidos en el caso vasco pueden ser reproducidos.

También sería relevante analizar el impacto de las crisis económicas en la resiliencia de los centros financieros locales, así como identificar las políticas más eficaces para reducir dicho impacto. Investigaciones actuales, como las realizadas por Coombs y Van der Heide (2020), han evidenciado que las medidas adoptadas durante las dos últimas crisis globales pueden no ser suficientes para cambiar las dinámicas negativas que las produjeron. La necesidad de desarrollar capacidades adaptativas en estos centros se pone de manifiesto a raíz de las crisis de 2008 y la pandemia de la COVID-19. La realización de estudios longitudinales que investiguen la manera en que los centros financieros locales reaccionan ante diversas crisis podría ofrecer información relevante para la formulación de estas estrategias de resiliencia. En este sentido el clúster financiero e inversor recientemente constituido en el País Vasco puede ser un buen caso de estudio que permita avanzar en la eficacia de las políticas públicas (Cantner *et al.*, 2019; Elola y Wilson, 2022; Schmiedeberg, 2010; Smith *et al.*, 2020; Wilson *et al.*, 2022). De forma complementaria, se plantea la necesidad de incorporar herramientas sistemáticas de evaluación del impacto de las políticas públicas, tanto desde una perspectiva cualitativa como cuantitativa.

Relacionado con la configuración de los modos de colaboración resultaría enriquecedor analizar la función de las estructuras de gobernanza en el desarrollo de los centros financieros a nivel local. En investigaciones posteriores, se podría analizar el impacto de los modelos de gobernanza en la habilidad de los centros financieros para gestionar recursos, coordinar diferentes actores y enfrentar desafíos a nivel global (Wilson, 2019).

Por otro lado, una línea adicional de análisis podría abordar la influencia de la sostenibilidad ambiental como factor de competitividad de la industria en la estructura de los centros financieros a nivel local. En futuras investigaciones, se podría analizar la posibilidad de que los centros financieros locales se ajusten a dichos objetivos mediante la creación de instrumentos financieros que fomenten la adopción de prácticas sostenibles por parte de las empresas. Estas estrategias podrían ser un foco de desarrollo y especialización para los centros financieros locales (Panitz y Glückler, 2022).

Finalmente sería recomendable continuar profundizando en el conocimiento sobre los efectos positivos y negativos que tiene la financiarización en las regiones periféricas, y especialmente en su desarrollo económico. La financiarización es un fenómeno que impacta de manera significativa y que tiene diversas implicaciones a nivel de empresas, políticas y territorio (Mader

*et al.*, 2020; Palley, 2008). Si las prácticas que impulsa en la actividad financiera no responden a las necesidades de las economías locales (Aalbers, 2008), sus efectos pueden ser negativos para el desarrollo ya que crea un aumento de la riqueza financiera no conectada con la economía real y bienestar (Cecchetti y Kharroubi, 2015; Coombs y Van der Heide, 2020)

Estas líneas de investigación en su conjunto posibilitarán la ampliación del conocimiento teórico acerca de los centros financieros locales. Además, proporcionarán herramientas prácticas para potenciar su función en las economías regionales y en su bienestar.

## 8.5. Reflexión final

La presente tesis doctoral es la culminación de un extenso proceso de investigación que se ha desarrollado a lo largo de casi ocho años. Durante este periodo, la investigación ha estado estrechamente relacionada con el trabajo en Orkestra y en especial con la colaboración que se impulsa con el Instituto Vasco de Finanzas. Por lo tanto, el trabajo se ha ido definiendo a partir de las necesidades del contexto, apoyándose en la literatura y avanzando en proyectos de investigación orientados a resolver retos reales del entorno.

Este proceso ha permitido comprender el papel que desempeña un centro financiero como el del País Vasco en un periodo de profunda transformación, tanto para los actores financieros como para las empresas del territorio. Por un lado, los agentes financieros enfrentan cambios derivados de la reestructuración de las entidades bancarias y de la aparición de nuevos actores, internos y externos, vinculados a la industria de inversión. Por otro lado, el tejido económico se ve impactado por el aumento de la competencia en el sector manufacturero, en un momento en el que la transición hacia una actividad más sostenible desde el punto de vista medioambiental se vuelve imprescindible.

La investigación ha puesto de relieve que, en las últimas décadas, impulsados por el proceso de financiarización y un aumento de la regulación, la evolución del sistema financiero ha debilitado los centros financieros de algunas regiones periféricas. Este ha sido el caso del País Vasco, fuertemente condicionado por la concentración de la actividad financiera en Madrid. Esta dinámica plantea desafíos importantes para la región, que tiene un modelo económico propio, con una alta especialización en la industria. Esta dinámica se observa en la mayoría de las regiones y está teniendo consecuencias, ya que la literatura señala que el debilitamiento de los centros financieros locales se vincula con un menor crecimiento económico y un debilitamiento del tejido productivo. Sus efectos son tanto económicos como sociales y, entre

otras implicaciones, generan una desconexión con el proyecto de construcción europea.

Aunque algunos autores sostienen que la actividad financiera no está influenciada por la proximidad o el efecto espacial, la literatura proporciona evidencia suficiente sobre las dificultades de acceso a la financiación en regiones sin centros financieros desarrollados o con una conexión limitada a estos. Estas dificultades son aún mayores en épocas de crisis o gran incertidumbre, ya que el efecto sede condiciona el comportamiento de las decisiones favoreciendo a la región madre. Por ello es preocupante que en Europa los cambios estructurales que se están dando para generar un mercado financiero único no tomen en cuenta la realidad de las regiones periféricas. Por el contrario, se reconoce que Europa quiere jugar un papel mundial y mantener su tejido industrial, para lo cual se generan ambiciosos planes. Sin embargo, se pasa por alto que gran parte de esta actividad se concentra en regiones periféricas con realidades diversas, y no se establece una conexión suficiente entre las dos políticas que deberían estar mejor integradas. Si bien es fundamental contar con centros financieros globales en Europa, estos no deberían operar exclusivamente en función de sus propios intereses, sino en consonancia con las necesidades del conjunto del territorio.

Como advierte James Scott (1998), los modelos de planificación centralizada a menudo ignoran las dinámicas locales, generando estructuras que no responden a las necesidades reales de los territorios. En esta línea, Dani Rodrik (2011) destaca que las políticas económicas no son neutras y que, si no consideran las particularidades regionales, pueden convertirse en caldo de cultivo para futuros problemas. Existe el riesgo de que el modelo europeo de desarrollo industrial fracase si no se incorpora la dimensión financiera también en los territorios periféricos, que concentran gran parte de la actividad industrial. Para ello, es fundamental alcanzar un equilibrio entre las estrategias a nivel europeo con una perspectiva descentralizada que integre las realidades de estas regiones.

Una legítima pregunta puede ser, y ¿por qué se da esta desconexión entre la actividad financiera y la economía real? Por lo que he podido comprender durante el estudio son dos los principales factores que llevan a esta desconexión. En primer lugar, la financiarización ha generado unas dinámicas propias del sector financiero que poco tienen que ver con la economía real. Estas dinámicas están relacionadas con tecnologías, productos, e incentivos que difícilmente son comprensibles, técnica ni éticamente, por los actores no financieros. En segundo lugar, los actores no financieros, tanto privados como públicos, «se han dejado llevar» de manera que la función financiera no ha sido suficientemente integrada en sus estrategias. En su caso se han centrado solo en su realidad, considerando que esta realidad será asumida por los actores financieros. Como resultado, se ha generado una brecha entre la economía real

y la economía financiera, debilitando su conexión y dificultando una integración efectiva entre ambas.

El efecto de estas dinámicas ha sido muy negativo para la mayoría de los centros financieros locales, que se han visto debilitados frente a los grandes centros, los cuales acumulan recursos (financieros y humanos), regulación y poder de decisión. Este también ha sido el caso del País Vasco, cuyo centro financiero se creó con fuertes vínculos entre la actividad económica y la actividad financiera. Si bien es cierto que, pese a la dinámica de debilitamiento de las últimas décadas, no existe en general un problema de acceso a la financiación para la mayoría del tejido económico, las dificultades pueden surgir para aquellas empresas con proyectos viables pero que se apartan de los criterios convencionales, como aquellas en dificultades, de alto crecimiento o altamente especializadas. En estos casos, los instrumentos de financiación estandarizados pueden no ser suficiente.

En el caso del País Vasco, pueden identificarse elementos asociados a los factores que han contribuido a la desconexión entre la actividad financiera y la economía real. Por un lado, la reestructuración bancaria ha alejado los centros de decisión del territorio, mientras que la aparición de nuevos actores, especialmente fondos de inversión internacionales, carece de una conexión con el contexto local. Por otro lado, el tejido empresarial sigue estando altamente orientado a instrumentos financieros tradicionales y no integra suficientemente la visión financiera en sus estrategias.

Sin embargo, también existen factores positivos propios que pueden contribuir a revertir esta situación y permitir que el centro financiero del País Vasco juegue un papel tractor en la transformación y mejora de la competitividad de su tejido industrial. Por un lado, está surgiendo una incipiente industria de inversión local, estrechamente vinculada a *family offices* del territorio y a empresarios con experiencia en la interacción con fondos internacionales. Por otro lado, siguen operando ciertas figuras singulares, como las fundaciones bancarias o las EPSV, que pueden desempeñar un papel clave. Finalmente, el territorio cuenta con una sólida cultura de colaboración y una Administración pública capaz de generar espacios comunes y aportar instrumentos propios para el despliegue de sus políticas de financiación.

Una región como el País Vasco, de pequeño tamaño, difícilmente puede cambiar, por lo menos por sí sola, las dinámicas del sector financiero, pero no debe ser ajeno a ellas. Sin embargo, existe un margen de actuación para activar tres palancas clave que impulsen el desarrollo de su centro financiero. La primera es contar con personas capacitadas en el ámbito financiero, que mejoren las decisiones individuales de actores financieros, empresariales y públicos. Hay

que dotar al territorio de talento financiero, ofreciendo carreras profesionales atractivas que puedan desarrollarse en una diversidad de actores, de manera que se activen los efectos positivos de la proximidad. La segunda es el pragmatismo y la vocación de colaboración por parte de los actores involucrados, tanto financieros como no financieros, partiendo de las particularidades del territorio.

La tercera es la puesta en valor de la actividad financiera de cercanía, que responda a las necesidades del territorio, pero que se integre en un sistema financiero con reglas de actuación definidas. Este último punto resulta especialmente relevante, ya que otro reto para el sector financiero es revertir la percepción negativa que genera en la sociedad. Cada vez que se habla de grandes cifras y de casos globales de la actividad financiera, la imagen proyectada es negativa, obviando situaciones en las que esta actividad desempeña un papel positivo en el territorio. En este contexto, resulta difícil poner en valor las ventajas de contar con un centro financiero local desarrollado y alineado con las necesidades del territorio.

El trayecto de ocho años ha sido intenso y desafiante, pero también sumamente enriquecedor. He explorado un tema que considero fundamental para el futuro del País Vasco y he contribuido con un trabajo que pretende ser de utilidad tanto para las personas encargadas de formular políticas públicas como para los agentes económicos y financieros. La aspiración de este estudio es contribuir como instrumento para el progreso hacia un modelo económico más robusto, inclusivo y sostenible. En este camino los centros financieros locales deben tener un rol fundamental en el desarrollo del territorio y en la mejora de la calidad de vida de los habitantes.

## 9. Bibliografía

- Aalbers, M. B. (2008). The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. *Competition & Change*, 12(2), 148-166. <https://doi.org/10.1179/102452908X289802>
- Abor, J. (2007). Industry classification and the capital structure of Ghanaian SMEs. *Studies in Economics and Finance*, 24(3), 207-219. <https://doi.org/10.1108/10867370710817392>
- Aernoudt, R. (2004). Incubators: Tool for Entrepreneurship? *Small Business Economics*, 23(2), 127-135. <https://doi.org/10.1023/B:SBEJ.0000027665.54173.23>
- Akerlof, G. A. (1978). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. En *Uncertainty in Economics* (pp. 235-251). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Aliber, R. Z. y Kindleberger, C. P. (2017). Manias, panics, and crashes: A history of financial crises, seventh edition. En *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, Seventh Edition*. <https://doi.org/10.1007/978-1-137-52574-1>
- Allen, F., Chui, M. K. F. y Maddaloni, A. (2004). Financial Systems in Europe, the USA, and ASIA. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4), 490-508. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grh029>
- Allen, F. y Gale, D. (2000a). *Comparing financial systems*. MIT press.
- Allen, F. y Gale, D. (2000b). Financial Contagion. *Journal of Political Economy*, 108(1), 1-33. <https://doi.org/10.1086/262109>
- Allen, F., Qian, M. y Xie, J. (2019). Understanding informal financing. *Journal of Financial Intermediation*, 39, 19-33. <https://doi.org/10.1016/J.JFI.2018.06.004>
- Alves, P., Arrizabalaga, F., Delgado, J. y Roibás, I. (2019). Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. *Boletín Económico/Banco de España*, 3/2019.
- Aragón, C., Aranguren, M. J. y Iturrioz, C. (2010). *Evaluación de políticas clúster: El caso del País Vasco*. Instituto Vasco de Competitividad-Orkestra.
- Aramonte, S., Schrimpf, A. y Shin, H. S. (2022). *Non-bank financial intermediaries and financial stability*. Available at SSRN 3952551.
- Aranguren, M. J., Azpiazu, A., Larrea, M., Murciego, A. y Wilson, J. R. (2011). *Identificación de clústeres: un proceso de investigación-acción*. Publicaciones de la Universidad de Deusto.
- Aranguren, M. J., Canto, P., Magro, E., Navarro, M., Valdaliso, J. M. y Wilson, J. (2021). *Estrategia territorial del País Vasco: aprendizajes y retos para las grandes transiciones*.
- Aranguren, M. J., Canto, P., Magro, E., Navarro, M., Wilson, J. y Valdaliso, J. M. (2021). *Estrategia territorial del País Vasco: aprendizajes y retos para las grandes transiciones*. Orkestra-Instituto Vasco de Competitividad.
- Aranguren, M. J., de la Maza, X., Parrilli, M. D. y Wilson, J. (2009). *Asociaciones clúster de la CAPV: desempeño y retos*. Orkestra-Instituto Vasco de Competitividad.

- Aranguren, M. J., Magro, E. y Wilson, J. R. (2016). Regional competitiveness policy evaluation as a transformative process: From theory to practice. *Environment and Planning C: Politics and Space*, 35(4), 703-720. <https://doi.org/10.1177/0263774X16662469>
- Aranguren, M. J., Morgan, K. y Wilson, J. R. (2023). The institutional challenges of dynamic regional innovation strategies. *Regional Studies*, 57(1), 72-83.
- Asquith, P. y Weiss, L. A. (2019). *Lessons in corporate finance: A case studies approach to financial tools, financial policies, and valuation* (2.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Bagozi, A., Bianchini, D., De Antonellis, V., Garda, M. y Melchiori, M. (2019). Exploiting blockchain and smart contracts for data exploration as a service. *ACM International Conference Proceeding Series*. <https://doi.org/10.1145/3366030.3366075>
- Baines, T. y Lightfoot, H. W. (2013a). *Made to Serve: How Manufacturers can Compete Through Servitization and Product Service Systems*. Wiley.
- Baines, T. y Lightfoot, H. W. (2013b). Servitization of the manufacturing firm: Exploring the operations practices and technologies that deliver advanced services. *International Journal of Operations and Production Management*, 34(1), 2-35. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-02-2012-0086>
- Baines, T., Lightfoot, H. W., Benedettini, O. y Kay, J. M. (2009). The servitization of manufacturing. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 20(5), 547-567. <https://doi.org/10.1108/17410380910960984>
- Baines, T., Ziaee Bigdeli, A., Bustinza, O. F., Shi, V. G., Baldwin, J. y Ridgway, K. (2017). Servitization: revisiting the state-of-the-art and research priorities. *International Journal of Operations & Production Management*, 37(2), 256-278. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-06-2015-0312>
- Baker, M. y Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1). <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Balland, P. A., Boschma, R. y Frenken, K. (2015). Proximity and Innovation: From Statics to Dynamics. *Regional Studies*, 49(6), 907-920. <https://doi.org/10.1080/00343404.2014.883598>
- Balogh, A., Svec, J. y Wright, D. (2021). Firms that age well: life cycles and default risk. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3777702>
- Ban, C. y Gabor, D. (2016). The political economy of shadow banking. *Review of International Political Economy*, 23(6), 901-914. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1264442>
- Barz, L., Lindeque, S. y Hedman, J. (2023). Critical success factors in the FinTech World: A stage model. *Electronic Commerce Research and Applications*, 60, 101280.
- Basagoiti, A. (2007). Los países con una mayor especialización manufacturera han tenido éxito en el crecimiento económico y la reducción del desempleo durante las pasadas décadas. *Boletín de Estudios Económicos*, 62(192), 479-491.
- Beaverstock, J. V., Smith, R. G. y Taylor, P. J. (1999). A roster of world cities. *Cities*, 16(6), 445-458.

[https://doi.org/10.1016/S0264-2751\(99\)00042-6](https://doi.org/10.1016/S0264-2751(99)00042-6)

- Becattini, G., Bellandi, M. y De Propriis, L. (2014). *A handbook of industrial districts*. Edward Elgar Publishing.
- Beck, T. y Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., Berger, A. N., Udell, G. F., Tascón, M. T., Castaño, F. J., Castro, P., Davidson, W. N., Dutia, D., Ipinnaiye, O., Dineen, D., Lenihan, H., McGuinness, G., Hogan, T., Powell, R., McKiernan, P., Morris, C., ... Saunila, M. (2018). Research: The Rise of Superstar Firms Has Been Better for Investors than for Employees. *Journal of Advances in Management Research*, 30(1), 883-911. <https://doi.org/10.1108/JAMR-11-2013-0063>
- Belkadi, F., Troussier, N., Eynard, B. y Bonjour, E. (2010). Collaboration based on product lifecycles interoperability for extended enterprise. *International Journal on Interactive Design and Manufacturing*, 4(3). <https://doi.org/10.1007/s12008-010-0099-z>
- Belleflamme, P., Omrani, N. y Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2015.08.003>
- Benedettini, O., Neely, A. y Swink, M. (2015). Why do servitized firms fail? A risk-based explanation. *International Journal of Operations and Production Management*, 35(6). <https://doi.org/10.1108/IJOPM-02-2014-0052>
- Berg, B. L. (2001). *Qualitative research methods for the social sciences*. Allyn and Bacon.
- Berger, A. N. y Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8). [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Bieri, D. S. (2017). Regulatory space and the flow of funds across the hierarchy of money. En *Handbook on the Geographies of Money and Finance* (pp. 377-414). Edward Elgar Publishing.
- Bigdeli, A. Z., Baines, T., Schroeder, A., Brown, S., Musson, E., Guang Shi, V. y Calabrese, A. (2018). Measuring servitization progress and outcome: the case of 'advanced services'. *Production Planning and Control*, 29(4), 315-332. <https://doi.org/10.1080/09537287.2018.1429029>
- Binh, K. B., Park, S. Y. y Shin, B. S. (2006). Financial structure does matter for industrial growth: Direct evidence from OECD countries. *Available at SSRN 891044*.
- Black, J., Hashimzade, N. y Myles, G. D. (2017). *A Oxford dictionary of economics* (J. Black, N. Hashimzade, y G. D. Myles, eds. (5.ª ed.)). Oxford University Press.
- Blažek, J., Květoň, V., Baumgartinger-Seiringer, S. y Trippl, M. (2020). The dark side of regional industrial path development: towards a typology of trajectories of decline. *European Planning Studies*, 28(8), 1455-1473. <https://doi.org/10.1080/09654313.2019.1685466>

- Block, J., Fisch, C., Vismara, S. y Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329-352. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Böhm, E., Eggert, A. y Thiesbrummel, C. (2017). Service transition: A viable option for manufacturing companies with deteriorating financial performance? *Industrial Marketing Management*, 60, 101-111. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2016.04.007>
- Boneu, F., Alfaro Serrano, D., Maffioli, A., Pietrobelli, C., Stucchi, R., Casaburi, G., Castillo, V., Figal Garone, L., Giuliani, E., Giuliadori, D., Matta, A., Pittaluga, L., Rodríguez, A., & Rojo, S. (2016). *The Impact Evaluation of Cluster Development Programs: Methods and Practices*.
- Bongini, P., Ferrando, A., Rossi, E. y Rossolini, M. (2021). SME access to market-based finance across Eurozone countries. *Small Business Economics*, 56(4), 1667-1697. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00285-z>
- Bonoma, T. V. (1985). Case Research in Marketing: Opportunities, Problems, and a Process. *Journal of Marketing Research*, 22(2), 199-208. <https://doi.org/10.1177/002224378502200209>
- Boschma, R. (2005). Proximity and Innovation: A Critical Assessment. *Regional Studies*, 39(1), 61-74. <https://doi.org/10.1080/0034340052000320887>
- Bradley, M., Jarrell, G. A. y Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878. <https://doi.org/10.2307/2327950>
- Bragoli, D., Burlina, C., Cortelezzi, F. y Marseguerra, G. (2022). Banking proximity and firm performance. The role of small businesses, community banks and the credit cycle. *Applied Economics*, 54(57), 6605-6624. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2073959>
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. y Edmans, A. (2023). *Principles of Corporate Finance* (14.<sup>a</sup> ed.). McGraw Hill.
- Brown, J. R., Fazzari, S. M. y Petersen, B. C. (2009). Published by: Wiley for the American Finance Association Financing Innovation and Growth : Cash Flow , External Equity , and the 1990s R & D Boom. *The Journal of Finance*, 64(1), 151-185.
- Brusov, P., Filatova, T. y Orekhova, N. (2022). Generalized Modigliani-Miller Theory. En P. F. T. Brusov y N. Orekhova (eds.), *Mathematics* (núm. 8). Springer Cham. <https://doi.org/10.3390/math10081343>
- Bulan, L. y Yan, Z. (2009). The Pecking Order of Financing in the Firm's Life Cycle. *Banking and Finance Letter*, 1(3).
- de Bresson, A. (2007). Le pôle de compétitivité Finance Innovation: à la conquête de nouveaux «talents». *Revue D'économie Financière*, 90(4), 177-183. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2007.4409>
- Camargo Benavides, A. F. y Ehrenhard, M. (2021 a). Rediscovering the Cooperative Enterprise: A

- Systematic Review of Current Topics and Avenues for Future Research. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 32(5), 964-978. <https://doi.org/10.1007/s11266-021-00328-8>
- Camargo Benavides, A. F. y Ehrenhard, M. (2021b). Rediscovering the Cooperative Enterprise: A Systematic Review of Current Topics and Avenues for Future Research. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 32(5), 964-978. <https://doi.org/10.1007/s11266-021-00328-8>
- Cantner, U., Graf, H. y Rothgang, M. (2019). Geographical clustering and the evaluation of cluster policies: introduction. *The Journal of Technology Transfer*, 44(6), 1665-1672. <https://doi.org/10.1007/s10961-018-9666-4>
- Capelle-Blancard, G., Fromentin, V. y Grabowski, J. (2024). The geography of European financial centers: 1993-2020. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 56(8), 2143-2168. <https://doi.org/10.1177/0308518X241269363>
- Carbonell, P. y Isabel, A. (2006). *The impact of market characteristics and innovation speed on perceptions of positional advantage and new product performance*, 23, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2006.01.002>
- Carbó-Valverde, S. (2017). The impact on digitalization on banking and financial stability. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 1, 133-140.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernández, F. y Udell, G. F. (2016). Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), 113-143. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jmcb.12292>
- Carpenter, R. E. y Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309. <https://doi.org/10.1162/003465302317411541>
- Carter, N. M., Williams, M. y Reynolds, P. D. (1997). Discontinuance among new firms in retail: The influence of initial resources, strategy, and gender. *Journal of Business Venturing*, 12(2), 125-145. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)00033-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00033-X)
- Caselli, S. y Negri, G. (2021). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*. Academic Press.
- Casey, E. y O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173-193. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261-283. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00029-6)
- Cassis, Y. (2010). *Capitals of capital: the rise and fall of international financial centres 1780-2009*. Cambridge University Press.
- Cathcart, L., Dufour, A., Rossi, L. y Varotto, S. (2020). The differential impact of leverage on the

- default risk of small and large firms. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101541. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101541>
- Cecchetti, S. G. y Kharroubi, E. (2015). *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* (490; BIS Working Papers).
- Chan, Y. E., Bhargava, N. y Street, C. T. (2006). Having Arrived: The Homogeneity of High-Growth Small Firms. *Journal of Small Business Management*, 44(3), 426-440. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2006.00180.x>
- Chesbrough, H., Lettl, C. y Ritter, T. (2018). Value Creation and Value Capture in Open Innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 35(6), 930-938. <https://doi.org/10.1111/jpim.12471>
- Chiapello, E. (2020). Financialization as a socio-technical process. *The Routledge international handbook of*, 81-91.
- Christensen, J. L. (2013). The ability of current statistical classifications to separate services and manufacturing. *Structural Change and Economic Dynamics*, 26, 47-60. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2013.06.002>
- Ciasullo, M. V., Polese, F., Montera, R. y Carrubbo, L. (2021). A digital servitization framework for viable manufacturing companies. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 36(13), 142-160. <https://doi.org/10.1108/JBIM-07-2020-0349>
- Čihák, M., Demirguc-Kunt, A., Feyen, E. y Levine, R. (2012). *Benchmarking Financial Systems Around the World*.
- Claessens, S. y van Horen, N. (2015). The Impact of the Global Financial Crisis on Banking Globalization. *IMF Economic Review*, 63(4), 868-918. <https://doi.org/10.1057/imfer.2015.38>
- Clark. (2006). Setting the agenda: The geography of global finance. En *Economic Geography: Past, Present and Future*. <https://doi.org/10.4324/9780203020258>
- Clark, G. L. (2016). The Components of Talent: Company Size and Financial Centres in the European Investment Management Industry. *Regional Studies*, 50(1), 168-181. <https://doi.org/10.1080/00343404.2015.1068932>
- Clark, G. L., Dixon, A. D. y Monk, A. H. B. (2009). *Managing Financial Risks: From Global to Local*. Oxford Academic.
- Clark, G. L. y Wójcik, D. (2007). *The Geography of Finance*. Oxford University Press.
- Coad, A., Daunfeldt, S. O., Hölzl, W., Johansson, D. y Nightingale, P. (2014). High-growth firms: introduction to the special section. *Industrial and Corporate Change*, 23(1), 91-112. <https://doi.org/10.1093/icc/dtt052>
- Cohen, C. (2019). Implementing Smart Specialisation: an analysis of practices across Europe. *Publications Office of the European Union, Luxembourg, Doi, 10, 759464*.
- Collis, J. y Hussey, R. (2014). *Business research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students*.

- Colombo, M. G. y Grilli, L. (2007). Funding Gaps? Access To Bank Loans By High-Tech Start-Ups. *Small Business Economics*, 29(1), 25-46. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-4067-0>
- Comisión Europea. (2019). *SME access to finance situation in EU Member States*. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/european-semester\\_thematic-](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-)
- Comisión Europea. (2020). Comunicación de la comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. *Un nuevo modelo de industria para Europa*. European Commission.
- Cook, G. A. S., Pandit, N. R., Beaverstock, J. V, Taylor, P. J. y Pain, K. (2007). The Role of Location in Knowledge Creation and Diffusion: Evidence of Centripetal and Centrifugal Forces in the City of London Financial Services Agglomeration. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 39(6), 1325-1345. <https://doi.org/10.1068/a37380>
- Cooke, P. (2001). Regional Innovation Systems, Clusters, and the Knowledge Economy. *Industrial and Corporate Change*, 10(4), 945-974. <https://doi.org/10.1093/icc/10.4.945>
- Coombs, N. y Van der Heide, A. (2020). Financialization as mathematization: The calculative and regulatory consequences of risk management. En *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 358-368). Routledge.
- Corbetta, P. (2003). *Social Research: Theory, Methods and Techniques*. Sage. <http://digital.casalini.it/9781847871169>
- Corpataux, J. y Crevoisier, O. (2016). Lost in space: A critical approach to ANT and the social studies of finance. *Progress in Human Geography*, 40(5). <https://doi.org/10.1177/0309132515604430>
- Corpataux, J., Crevoisier, O. y Theurillat, T. (2017). The territorial governance of the financial industry. En *Handbook on the Geographies of Money and Finance*. <https://doi.org/10.4337/9781784719005>
- Cozzi, G., Newman, S. y Toporowski, J. (2016). *Finance and Industrial Policy: Beyond Financial Regulation in Europe* (G. Cozzi, S. Newman, y J. Toporowski, eds.; Oxford Academic). Oxford Academic.
- Crawford, G. S., Pavanini, N. y Schivardi, F. (2018). Asymmetric Information and Imperfect Competition in Lending Markets. *American Economic Review*, 108(7), 1659-1701. <https://doi.org/10.1257/aer.20150487>
- Crescenzi, R. (2009). Undermining the Principle of Concentration? European Union Regional Policy and the Socio-economic Disadvantage of European Regions. *Regional Studies*, 43(1), 111-133. <https://doi.org/10.1080/00343400801932276>
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and «modern» financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. *Financialization and the World Economy*, 1, 77-110.
- Cumming, D., Meoli, M. y Vismara, S. (2019). Investors' choices between cash and voting rights:

- Evidence from dual-class equity crowdfunding. *Research Policy*, 48(8), 103740. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.014>
- Cusumano, M. A., Kahl, S. J. y Suarez, F. F. (2014). Services, industry evolution, and the competitive strategies of product firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 315-334. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Damodaran, A. (2014). Applied Corporate Finance (4.<sup>a</sup> ed.). En *Wiley* 1(1).
- Deeg, R. (2010). Institutional change in financial systems. En *Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis* (pp. 309-334). Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis, Glenn Morgan, John. <https://doi.org/https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199233762.003.0012>
- Degl'Innocenti, M., Matousek, R. y Tzeremes, N. G. (2017). Financial centres' competitiveness and economic convergence: Evidence from the European Union regions. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 50(1), 133-156. <https://doi.org/10.1177/0308518X17740894>
- Delmar, F., Davidsson, P. y Gartner, W. B. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 189-216. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00080-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00080-0)
- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337-363. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00145-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00145-9)
- Den Hertog, P. (2002). Co-producers of Innovation: On the Role of Knowledge-intensive Business Services in Innovation. En *Productivity, Innovation and Knowledge in Services*. Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/1840649690.00020>
- Di Bernardino, C., Doganieri, I. y Onesti, G. (2021). Deindustrialization in the EU between Transformation and Decline. *Eastern European Economics*, 59(3), 225-249. <https://doi.org/10.1080/00128775.2020.1870407>
- Dijkstra, L., Poelman, H. y Rodríguez-Pose, A. (2020). The geography of EU discontent. *Regional Studies*, 54(6), 737-753. <https://doi.org/10.1080/00343404.2019.1654603>
- Dmitrijeva, J., Schroeder, A., Ziaee Bigdeli, A. y Baines, T. (2020). Context matters: how internal and external factors impact servitization. *Production Planning and Control*, 31(13), 1077-1097. <https://doi.org/10.1080/09537287.2019.1699195>
- Dorry, S. (2015). Strategic nodes in investment fund global production networks: The example of the financial centre Luxembourg. *Journal of Economic Geography*, 15(4), 797-814. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbu031>
- Draghi, M. (2024). *The Future of European Competitiveness Part A: A competitiveness strategy for Europe*.
- Draper, D. W. y Hoag, J. W. (1978). Financial intermediation and the theory of agency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 13(4), 595-611.

- Driffill, J. (2003). Growth and Finance. *The Manchester School*, 71(4), 363-380. <https://doi.org/10.1111/1467-9957.00351>
- Dubois, A. y Gadde, L. E. (2002). Systematic combining: an abductive approach to case research. *Journal of Business Research*, 55(7), 553-560. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(00\)00195-8](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0148-2963(00)00195-8)
- Dubois, A. y Gadde, L. E. (2014). «Systematic combining». A decade later. *Journal of Business Research*, 67(6), 1277-1284. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.03.036>
- Duffie, D. (2018). Financial Regulatory Reform After the Crisis: An Assessment. *Management Science*, 64(10), 4835-4857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2768>
- Dupuy, C., Lavigne, S. y Nicet-Chenaf, D. (2010). Does geography still matter? evidence on the portfolio turnover of large equity investors and varieties of capitalism. *Economic Geography*, 86(1). <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01055.x>
- Dymski, G. (2020). Financial Geography, Imbalances and Crises. En J. Knox-Hayes y D. Wójcik (eds.), *The Routledge Handbook of Financial Geography* (1.<sup>a</sup> ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781351119061>
- Eggert, A., Hogleve, J., Ulaga, W. y Muenkhoff, E. (2014). Revenue and Profit Implications of Industrial Service Strategies. *Journal of Service Research*, 17(1), 23-39. <https://doi.org/10.1177/1094670513485823>
- Ehret, M. y Wirtz, J. (2017). Unlocking value from machines: business models and the industrial internet of things. *Journal of Marketing Management*, 1-2(33), 111-130. <https://doi.org/10.1080/0267257X.2016.1248041>
- Eisenegger, M. y Künstle, D. (2011). *Long-term reputation effects in the global financial industry: How the financial crisis has fundamentally changed reputation dynamics*.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1). <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Eisenhardt, K. M. y Graebner, M. E. (2007). Theory Building From Cases: Opportunities And Challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25-32. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.24160888>
- Elola, A., Valdaliso, J. M., Franco, S. y López, S. M. (2017). Public policies and cluster life cycles: insights from the Basque Country experience. *European Planning Studies*, 25(3), 539-556. <https://doi.org/10.1080/09654313.2016.1248375>
- Elola, A. y Wilson, J. (2022). *How to integrate «the user voice» into evaluating and guiding cluster strategy*.
- Emsley, D. (2005). Restructuring the management accounting function: A note on the effect of role involvement on innovativeness. *Management Accounting Research*, 16(2), 157-177. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2005.02.002>
- Enright, M. J. (2016). Regional clusters and multinational enterprises: independence,

- dependence, or interdependence? *International Studies of Management & Organization*, 30(2), 114-138.
- Epstein, G. A. (2005). Financialization and the world economy. *Edward Elgar*.
- Erturk, I. (2008). *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*. May 2008, 365. <https://books.google.com/books?id=lciqAAAACAAJ&pgis=1>
- Estensoro, M., Larrea, M., Müller, J. M. y Sisti, E. (2022). A resource-based view on SMEs regarding the transition to more sophisticated stages of industry 4.0. *European Management Journal*, 40(5), 778-792. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.10.001>
- Estrada, G. B., Park, D. y Ramayandi, A. (2010). Financial development and economic growth in developing Asia. *Asian Development Bank Economics Working Paper*, 233.
- European Commission. (2019). *SME Envoys Finance - SME access to finance situation in EU Member States - Final Report*. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/european-semester\\_thematic-](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-)
- European Commission. (2020). *A new industrial strategy for Europe*.
- European Investment Bank. (2023). *European Investment Bank Investment Survey (EIBIS)*.
- Eurostat. (n.d.). High-growth enterprises – statistics. Recuperado el 15 de marzo de 2025, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=High-growth\\_enterprises\\_-\\_statistics](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=High-growth_enterprises_-_statistics)
- Eurostat. (2023a). *Database*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>
- Eurostat. (2023b). *Regional yearbook 2023*. <https://ec.europa.eu/statistical-atlas/viewer/?config=RYP-2024.json&>
- Eusko Jaurlaritza - Gobierno Vasco. (2021). *Plan de desarrollo industrial e internacionalización 2021-2024*.
- Eustat. (2023). *Banco de Datos*. <https://www.eustat.eus/banku/indexArbol.html>
- Feás, E. (2024). *La financiación de las pymes: vulnerabilidad vs. productividad*. <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/la-financiacion-de-las-pymes-vulnerabilidad-vs-productividad/>
- Fernández de Guevara, J. F. (2014). El riesgo de las empresas españolas en la crisis. *La empresa española ante la crisis del modelo productivo. Productividad, competitividad e innovación*. España: Fundación BBVA.
- Fernandez, R. y Hendrikse, R. (2015). *The financialisation of Apple*.
- Fernandez, R. y Hendrikse, R. (2020). Offshore finance. *The Routledge international handbook of financialization*, 224-237.
- Finnerty, J. D. (2013). *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering* (3.ª ed.). John Wiley and Sons.
- Franco, S., Murciego, A., Salado, J. P., Sisti, E. y Wilson, J. R. (2021). European cluster panorama 2021: Leveraging clusters for resilient. *Green and Digital Regional Economies, 2012-2021*.

- Franklin, A., Isaac, O. y W, S. L. (2011). African financial systems: a review. *Review of Development Finance*, 1(2), 79-113. <https://doi.org/10.10520/EJC89965>
- French, S., Leyshon, A. y Wainwright, T. (2011). Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography*, 35(6), 798-819. <https://doi.org/10.1177/0309132510396749>
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, September, 13, 122-126.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S. y Williams, K. (2000). Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29(1), 80-110. <https://doi.org/10.1080/030851400360578>
- Gagliardi, F. (2009). Financial development and the growth of cooperative firms. *Small Business Economics*, 32(4), 439-464. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9080-z>
- Garmendia-Lazcano, A., Pascual, L. B., de San Vicente, I. G., Sisti, E. y Arruti, I. A. (2023). Grupos empresariales en Euskadi. *Grupos empresariales en Euskadi*.
- Gatti, S. (2007). *Project Finance in Theory and Practice and Financing Private and Public Projects*. A. Press.
- Gazel, M. y Schwienbacher, A. (2021). Entrepreneurial fintech clusters. *Small Business Economics*, 57, 883-903.
- Gebauer, H., Fleisch, E. y Friedli, T. (2005). Overcoming the service paradox in manufacturing companies. *European Management Journal*, 23(1), 14-26. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2004.12.006>
- Gebauer, H., Haldimann, M. y Saul, C. J. (2017). Competing in business-to-business sectors through pay-per-use services. *Journal of Service Management*.
- Gebauer, H., Saul, C. J., Haldimann, M. y Gustafsson, A. (2017). Organizational capabilities for pay-per-use services in product-oriented companies. *International Journal of Production Economics*, 192, 157-168. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2016.12.007>
- Gehrig, T. (1998). Cities and the geography of financial centres. *CEPR Discussion Papers*, 1894.
- Giannakis, E. y Bruggeman, A. (2017). Determinants of regional resilience to economic crisis: a European perspective. *European Planning Studies*, 25(8), 1394-1415. <https://doi.org/10.1080/09654313.2017.1319464>
- Gil de San Vicente, I. y Kamp, B. (2022). So you want to servitise, but are you ready to financialise? *Journal of Business & Industrial Marketing*, ahead-of-print (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2022-0223>
- Gil de San Vicente, I. y Sisti, E. (2020). *Evolución económica y financiera de la empresa vasca*.
- Gil de San Vicente, I. y Sisti, E. (2022). *Ecosistema financiero de Euskadi 2022*. <https://www.orkestra.deusto.es/es/>
- Gil de San Vicente, I., Wilson, J. R., Franco, S. y Aizpuru, I. (2023). *Análisis del clúster financiero & inversor en Euskadi*.

- Gil de San Vicente, I., & Wilson, J. R. (2025). Effects and responses of peripheral regions to financialization: Exploring an extension of the cluster approach. *Competition & Change*, 0(0). <https://doi.org/10.1177/10245294251325034>
- Goffin, K., Åhlström, P., Bianchi, M. y Richtnér, A. (2019). Perspective: State-of-the-Art: The Quality of Case Study Research in Innovation Management. *Journal of Product Innovation Management*, 36(5), 586-615. <https://doi.org/10.1111/jpim.12492>
- Gomber, P., Kauffman, R., Parker, C. y Weber, B. (2018). On the Fintech Revolution: Interpreting the Forces of Innovation, Disruption, and Transformation in Financial Services. *Journal of Management Information Systems*, 35, 220-265. <https://doi.org/10.1080/07421222.2018.1440766>
- Gómez-Bezares, F., Madariaga, J. A., Santibáñez, J. y Larreina, M. (2001). Estrategia en la nueva industria de plazas financieras: una propuesta para Bilbao. *Ekonomiaz*, 48, 396-432.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. y Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Gompers, P., Kaplan, S. N. y Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.06.003>
- Goretzki, L., Strauss, E. y Weber, J. (2013). An institutional perspective on the changes in management accountants' professional role. *Management Accounting Research*, 24(1), 41-63. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2012.11.002>
- Gorton, G. B. and Souleles, N. S. (2005), Special Purpose Vehicles and Securitization. FRB Philadelphia Working Paper No. 05-21, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.713782>
- de Guevara, J. F., Maudos, J. y Salvador, C. (2022). Firms' investment, indebtedness and financial constraints: Size does matter. *Finance Research Letters*, 46, 102240. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102240>
- Graham, A., Ignatov, A., Mucalov, A. y Sevo, J. (2008). *Competitiveness of Ontario's Financial Services Cluster*.
- Graham, J. R. y Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Guiso, L., Sapienza, P. y Zingales, L. (2003). Does Local Financial Development Matter? *The Quarterly Journal of Economics*, 119. <https://doi.org/10.2139/ssrn.308569>
- de Haan, J., Schoenmaker, D. y Wierds, P. (2020). *Financial markets and institutions: A European perspective*. Cambridge University Press.
- Hall, B. H. y Lerner, J. (2010). The financing of R & D and innovation. *Handbook of the Economics of Innovation* (1.<sup>a</sup> ed.), 1(10). Elsevier BV. [https://doi.org/10.1016/S0169-7218\(10\)01014-2](https://doi.org/10.1016/S0169-7218(10)01014-2)

- Harris, M. y Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hasan, I., Koetter, M. y Wedow, M. (2009). Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency? *Journal of Banking & Finance*, 33(8), 1446-1453. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.018>
- Hashimoto, T., Pažitka, V. y Wójcik, D. (2022). The spatial reach of financial centres: An empirical investigation of interurban trade in capital market services. *Urban Studies*, 59(6), 1255-1274. <https://doi.org/10.1177/0042098021999992>
- Hashimoto, T. y Wójcik, D. (2021). Centripetal and centrifugal forces in the wake of external shocks: A case of financial and business services in the Visegrád Four. *Applied Geography*, 134, 102522. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.apgeog.2021.102522>
- Hatayama, M. (2019). *The role of regional financial centres for development finance*.
- Hebb, T. y Sharma, R. (2014). New Finance for America's Cities. *Regional Studies*, 48(3). <https://doi.org/10.1080/00343404.2013.843163>
- Herce-Lezeta, B. (2022). El comportamiento financiero de las cooperativas de trabajo asociado de Mondragon.
- Herring, R. J. y Chatusripitak, N. (2006). The case of the missing market: The bond market and why it matters for financial development. *Recent Financial Crises: Analysis, Challenges and Implications*. <https://doi.org/10.4337/9781847203014.00013>
- Hess, M. (2004). «Spatial» relationships? Towards a reconceptualization of embedded ness. *Progress in Human Geography*, 28(2), 165-186. <https://doi.org/10.1191/0309132504ph479oa>
- Horner, M. R. (1988). The value of the corporate voting right: Evidence from Switzerland. *Journal of Banking & Finance*, 12(1), 69-83. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0378-4266\(88\)90051-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0378-4266(88)90051-9)
- Hou, J. y Neely, A. (2018). Investigating risks of outcome-based service contracts from a provider's perspective. *International Journal of Production Research*, 56(6), 2103-2115. <https://doi.org/10.1080/00207543.2017.1319089>
- Huikkola, T. y Kohtamäki, M. (2018). Business Models in Servitization. *Practices and Tools for Servitization* (núm. may, pp. 2013-2016). [https://tuc.ac.uk/images/zoo/uploads/documents/TUCO\\_Business\\_Models\\_in\\_HE\\_Catering.pdf](https://tuc.ac.uk/images/zoo/uploads/documents/TUCO_Business_Models_in_HE_Catering.pdf)
- Iammarino, S., Rodríguez-Pose, A. y Storper, M. (2019). Regional inequality in Europe: evidence, theory and policy implications. *Journal of Economic Geography*, 19(2), 273-298. <https://doi.org/10.1093/jeg/lby021>
- Inderst, G. (2013). Private Infrastructure Finance and Investment in Europe. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2359648>
- Ioannou, S. y Wójcik, D. (2021). Finance and growth nexus: An international analysis across

- cities. *Urban Studies*, 58(1), 223-242. <https://doi.org/10.1177/0042098019889244>
- Jackson, G. y Deeg, R. (2006). How Many Varieties of Capitalism? Comparing the Comparative Institutional Analyses of Capitalist Diversity. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.896384>
- Jahanzeb, A., Khan, S. R., Bajuri, N., Karami, M. y Ahmadimousaabad, A. (2013). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI)*, 1, 11-18.
- Jensen, G. y Jones, C. (2020). *Investments: Analysis and Management*. Wiley.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiménez Gonzalo, C. y Tejero Sala, H. (2018). Cierre de oficinas bancarias y acceso al efectivo en España. *Revista de Estabilidad Financiera/Banco de España*, 34 (mayo 2018), 35-57.
- Josephson, B. W., Johnson, J. L. y Mariadoss, B. J. (2016). Strategic marketing ambidexterity: antecedents and financial consequences. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 44(4), 539-554. <https://doi.org/10.1007/s11747-015-0438-5>
- Kamp, B. (2020). Assessing the financial aptitude of industrial firms to implement servitised earnings models. *International Journal of Business Environment*, X, 1-9.
- Kamp, B. y Alcalde, H. (2014). Servitization in the Basque Economy. *Strategic Change*, 22, 259-269. <https://doi.org/10.1002/jsc>
- Kamp, B. y Gil de San Vicente, I. (2021a). La dimensión financiera como condicionante de la servitización y los servicios avanzados. *Economía Industrial*, 422, 69-80.
- Kamp, B. y Gil de San Vicente, I. (2021b). The role of financialisation when moving up the service ladder. En *The Palgrave Handbook of Servitization*. Palgrave Macmillan.
- Karlsen, J. y Larrea, M. (2014). Territorial development and action research. *Innovation Through Dialogue*.
- Karreman, B. (2009). Financial geographies and emerging markets in Europe. *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie*, 100(2), 260-266. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9663.2009.00534.x>
- Kaufmann, C., Storz, M. y Leyva, J. (2024). *Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy*.
- Kerr, W. R., Lerner, J. y Schoar, A. (2014). The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 20-55. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr098>
- Kersten, R., Harms, J., Liket, K. y Maas, K. (2017). Small Firms, large Impact? A systematic review of the SME Finance Literature. *World Development*, 97(2016), 330-348.

<https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2017.04.012>

- Ketels, C. (2017). Cluster mapping as a tool for development. *Institute for Strategy and Competitiveness-Harvard Business School: Boston, MA, USA*, 52.
- Kindström, D., Kowalkowski, C. y Nordin, F. (2012). Visualizing the value of service-based offerings: Empirical findings from the manufacturing industry. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 27(7), 538-546. <https://doi.org/10.1108/08858621211257301>
- King, R. G. y Levine, R. (1993a). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- King, Robert. G. y Levine, R. (1993b). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- Klačmer Čalopa, M., Horvat, J. y Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 19(2), 19-44.
- Klagge, B. y Martin, R. (2005). Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, 5(4), 387-421. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbh071>
- Klagge, B., Martin, R. y Sunley, P. (2017). The spatial structure of the financial system and the funding of regional business: A comparison of Britain and Germany. En *Handbook on the Geographies of Money and Finance*. <https://doi.org/10.4337/9781784719005>
- Klein, M. M., Biehl, S. S. y Friedli, T. (2018). Barriers to smart services for manufacturing companies – an exploratory study in the capital goods industry. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 33(6), 846-856. <https://doi.org/10.1108/JBIM-10-2015-0204>
- Kochen, F. (2022). Finance Over the Life Cycle of Firms. *Mimeo, New York University, February*.
- Kotha, R. y George, G. (2012). Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization. *Journal of Business Venturing*, 27(5). <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.02.001>
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy - Greta R. Krippner.pdf. *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Kumar, A. y Francisco, M. (2005). *Enterprise size, financing patterns, and credit constraints in Brazil: analysis of data from the investment climate assessment survey*. World Bank Publications. [Vol. 6].
- Kwok, C. C. Y. y Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227-247. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400188>
- Larrea, M. (2024). *Roots and wings of action research for territorial development: Connecting local transformation and international collaborative learning*. Universidad de Deusto.
- Larreina, M. (2008). *Financial centres in peripheral regions: the effect of the financial services industry on regional economy - the case of the Scottish Financial cluster*.
- Larreina, M. y Gómez-Bezares, F. (2007a). El sector financiero en el País Vasco. ¿Hay espacio

- para un clúster financiero regional? *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía*, 66(03), 52-81.
- Larreina, M. y Gómez-Bezares, F. (2007b). El sector financiero en el País Vasco. ¿Hay espacio para un clúster financiero regional? *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía*, 66(3), 52-81.
- Lavery, S., McDaniel, S. y Schmid, D. (2019). Finance fragmented? Frankfurt and Paris as European financial centres after Brexit. *Journal of European Public Policy*, 26(10), 1502-1520. <https://doi.org/10.1080/13501763.2018.1534876>
- Lee, M., Clark, G. L., Pollard, J. y Leyshon, A. (2009). ME Envoys Finance - SME access to finance situation in EU Member States. *Journal of Economic Geography*, 5(9). <https://doi.org/10.1093/jeg/lbp035>
- Lee, M. (2020). Does a firm's access to external finance matter for its performance? *Applied Economics Letters*, 27(9), 725-728. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1644434>
- Lee, N. (2014). What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs. *Small Business Economics*, 43(1). <https://doi.org/10.1007/s11187-013-9525-5>
- Lee, N., Sameen, H. y Cowling, M. (2015). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research Policy*, 44(2), 370-380. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.09.008>
- Letta, E., Harper, R. y Zhang, Y. (2024). Enrico Letta on the Future of a Single European Market. *Georgetown Journal of International Affairs*, 25(1), 29-31. <https://doi.org/10.1353/gia.2024.a934882>
- Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428. <https://doi.org/10.1006/jfin.2002.0341>
- Levine, R. (2005). Chapter 12 Finance and Growth: Theory and Evidence. En P. Aghion y S. N. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth* (pp. 865-934). Elsevier. [Vol. 1]. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Linder, C. B. (2018). The Stockholm FinTech Hub. En *The Rise and Development of FinTech* (pp. 390-398). Routledge.
- Lusardi, A. (2019). Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155(1), 1. <https://doi.org/10.1186/s41937-019-0027-5>
- de la Maza Aramburu, X., Vendrell Herrero, F. y Wilson, J. (2012). Where is the value of cluster associations for SMEs? *Intangible Capital*, 8(2), 472-496.
- MacKay, P. y Phillips, G. M. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure? *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1433-1466. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi032>
- Mader, P., Mertens, D. y van der Zwan, N. (2020). *The Routledge International Handbook of Financialization*. <https://doi.org/10.4324/9781315142876>
- Magro, E., Uyarra, E. y Valdaliso, J. M. (2022). Agency, Institutions and Regional Resilience: An Approach from the Basque Region. En R. Pinheiro, M. L. Frigotto. y M. Young (eds.), *Towards*

- Resilient Organizations and Societies: A Cross-Sectoral and Multi-Disciplinary Perspective* (pp. 277-304). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-82072-5\\_11](https://doi.org/10.1007/978-3-030-82072-5_11)
- Maier, E. (2016). Supply and demand on crowdlending platforms: connecting small and medium-sized enterprise borrowers and consumer investors. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 33, 143-153. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2016.08.004>
- Marinelli, E. y Perianez-Forte, I. (2017). Smart Specialisation at work: The entrepreneurial discovery as a continuous process. *Luxemburg: Publications office of the European Union*.
- Marshall, A. (1890). *Principles of economics*. Macmillan.
- Martin, R. (2011). The local geographies of the financial crisis: From the housing bubble to economic recession and beyond. *Journal of Economic Geography*, 11(4). <https://doi.org/10.1093/jeg/lbq024>
- Martin, R. y Pollard, J. (2017). *Handbook on the geographies of money and finance* (Edward Elgar).
- Martín Rodríguez, M. (2006). Las participaciones empresariales de las cajas de ahorro españolas, 1997-2004: Una perspectiva regional. *Revista de Estudios Regionales*, 1, 69-92.
- Mata, J. y Portugal, P. (1994). Life Duration of New Firms. *The Journal of Industrial Economics*, 42(3), 227-245. <https://doi.org/10.2307/2950567>
- McCracken, G. (1988). *The Long Interview: Qualitative Research Methods*. Sage Publications.
- Merton, R. C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, 24(2). <https://doi.org/10.2307/3665532>
- Michaelas, N., Chittenden, F. y Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130. <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>
- Moczadlo, R. (2020). Re-industrialization to Foster growth and employment in the European Union. *Ekonomski Vjesnik*, 33(1), 39-58. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/re-industrialization-foster-growth-employment/docview/2422403023/se-2>
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *Journal of Craniomandibular Disorders: Facial & Oral Pain*, 5(1).
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3). <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Momeni, K. y Martinsuo, M. (2018). Remote monitoring in industrial services: need-to-have instead of nice-to-have. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 33(6), 792-803. <https://doi.org/10.1108/JBIM-10-2015-0187>
- Monk, A. H. B. (2009). The Financial Thesis: Reconceptualizing Globalisation's Effect on Firms and Institutions. *Competition & Change*, 13(1), 51-74. <https://doi.org/10.1179/102452909X390592>
- Morgan, K. (2016). Collective entrepreneurship: the Basque model of innovation. *European*

- Planning Studies*, 24(8), 1544-1560. <https://doi.org/10.1080/09654313.2016.1151483>
- Morgan, K., Navarro, M. y Valdaliso, J. M. (2020). Economic governance in the Basque country: balancing continuity and novelty. *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía*, 35(02), 171-210.
- Moulaert, F. y Sekia, F. (2003). Territorial Innovation Models: A Critical Survey. *Regional Studies*, 37(3), 289-302. <https://doi.org/10.1080/0034340032000065442>
- Mucelli, A., Alon, A., Venturini, C. y Lepore, D. (2020). Cash pooling: An organizational response to institutional complexity. *Journal of Transnational Management*, 25(4), 259-273. <https://doi.org/10.1080/15475778.2020.1799659>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2). [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Navarro, M. (2007). *El entorno económico y la competitividad en España*. Universidad de Deusto.
- Navarro, M. y Sabalza, X. (2016). Reflexiones sobre la Industria 4.0 desde el caso vasco. *Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía*, 89, 142-173.
- Navarro, M., Valdaliso, J. M., Aranguren, M. J. y Magro, E. (2014). A holistic approach to regional strategies: The case of the Basque Country. *Science and Public Policy*, 41(4), 532-547. <https://doi.org/10.1093/scipol/sct080>
- Neely, A. (2008). *Exploring the financial consequences of the servitization of manufacturing*. 2008, 103-118. <https://doi.org/10.1007/s12063-009-0015-5>
- Nelson, S. C. y Katzenstein, P. J. (2014). Uncertainty, Risk, and the Financial Crisis of 2008. *International Organization*, 68(2), 361-392. <https://doi.org/10.1017/S0020818313000416>
- Neubauer, F. y Lank, A. G. (2016). *The family business: Its governance for sustainability*. Springer.
- Neuhann, D., Sefidgaran, M. y Sockin, M. (2022). *Market Power and Missing Markets* \*.
- Ng, I. C. L., Maull, R. y Yip, N. (2009). Outcome-based contracts as a driver for systems thinking and service-dominant logic in service science: Evidence from the defence industry. *European Management Journal*, 27(6), 377-387. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2009.05.002>
- North, D., Baldock, R. y Ekanem, I. (2010). Is there a debt finance gap relating to Scottish SMEs? A demand-side perspective. *Venture Capital*, 12(3), 173-192. <https://doi.org/10.1080/13691061003658670>
- Novkovic, S. (2008). Defining the co-operative difference. *The Journal of Socio-Economics*, 37(6), 2168-2177. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.socec.2008.02.009>
- O'Brien, R. (1992). *Global financial integration: the end of geography*/Richard O'Brien (R. I. of I. Affairs, ed.). Pinter for Royal Institute of International Affairs.

- O'Connor, S., Doyle, E. y Brosnan, S. (2017). Clustering in Ireland: Development cycle considerations. *Regional Studies, Regional Science*, 4(1), 263-283.
- Oliveira, M. G. de, Mendes, G. H. de S., Albuquerque, A. A. de. y Rozenfeld, H. (2018). Lessons learned from a successful industrial product service system business model: emphasis on financial aspects. *Journal of Business and Industrial Marketing*, 33(3), 365-376. <https://doi.org/10.1108/JBIM-07-2016-0147>
- Orhangazi, O. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- Otley, D. T. y Berry, A. J. (1994). Case study research in management accounting and control. *Management Accounting Research*, 5(1), 45-65. <https://doi.org/https://doi.org/10.1006/mare.1994.1004>
- Paci, R. y Usai, S. (2000). Technological Enclaves and Industrial Districts: An Analysis of the Regional Distribution of Innovative Activity in Europe. *Regional Studies*, 34(2), 97-114. <https://doi.org/10.1080/00343400050006032>
- Paech, P. (2017). The Governance of Blockchain Financial Networks. *The Modern Law Review*, 80(6), 1073-1110. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1468-2230.12303>
- Palley, T. (2008). Financialization: What It Is and Why It Matters. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1077923>
- Pan, F., Bi, W., Liu, X. y Sigler, T. (2020). Exploring financial centre networks through inter-urban collaboration in high-end financial transactions in China. *Regional Studies*, 54(2), 162-172. <https://doi.org/10.1080/00343404.2018.1475728>
- Pandit, N., Cook, G. y Beaverstock, J. (2017). Economies and diseconomies of clusters: Financial services in the City of London. En F. Belussi y J. L. Hervás-Oliver (eds.), *Unfolding Cluster Evolution*. Routledge.
- Panitz, R. y Glückler, J. (2022). Relocation Decisions in Uncertain Times: Brexit and Financial Services. *Economic Geography*, 98(2), 119-144. <https://doi.org/10.1080/00130095.2021.2009336>
- Papaioannou, E. (2007). Finance and Growth: A Macroeconomic Assessment of the Evidence from a European Angle. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1001457>
- Papi, L., Sarno, E. y Zazzaro, A. (2017). The geographical network of bank organizations: issues and evidence for Italy. *Handbook on the Geographies of Money and Finance*, 156-197.
- Paulet, E., Parnaudeau, M. y Abdessemed, T. (2014). The SME struggle for financing: a clampdown in European banks post-crisis. *Journal of Business Strategy*, 35(2), 36-45. <https://doi.org/10.1108/JBS-09-2013-0089>
- Penttinen, E. y Palmer, J. (2007). Improving firm positioning through enhanced offerings and buyer-seller relationships. *Industrial Marketing Management*, 36(5).

<https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2006.02.005>

- Perona, M., Sacconi, N. y Bacchetti, A. (2017). Research vs. Practice on Manufacturing Firms' Servitization Strategies: A Gap Analysis and Research Agenda. *Systems*, 5(1), 19. <https://doi.org/10.3390/systems5010019>
- Petry, J. (2020). Securities exchanges: Subjects and agents of financialization. En *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 253-264). Routledge.
- Pigou, A. C. (1924). *The economics of welfare*. Macmillan. <https://search.library.wisc.edu/catalog/999498355802121>
- Pike, A. y Pollard, J. (2010). Economic geographies of financialization. *Economic Geography*, 86(1). <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01057.x>
- Pilbeam, K. (2018). *Finance and financial markets*. Bloomsbury Publishing.
- Porter, M. (1998). *Clusters and the new economics of competition*. Harvard Business Review Bost. [Vol. 76, núm. 6].
- Porter, M. E. (1998). Clusters and the New Economics of Competition. *Harvard Business Review*.
- Porter, M., Ketels, C., Bai, X. C., Sivaeva, T., Vitkauskas, R., Yang, A. y Yang, K. (2008). Hong Kong competitiveness and its financial services cluster. *Microeconomics of Competiveness Final Paper*. Boston: Harvard Business School.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. y Boesky, H. (2010). Shadow banking. *New York*, 458(458), 3-9.
- Przeor, M., Gianelle, C., Kyriakou, D. y Cohen, C. (2016). *Implementing smart specialisation: A handbook*. European Commission: Joint Research. <https://doi.org/doi/10.2791/610394>
- Pyke, F. (1990). Industrial districts and inter-firm co-operation in Italy. *International Institute for Labour Studies*.
- Rabetino, R., Kohtamäki, M., Lehtonen, H. y Kostama, H. (2015). Developing the concept of life-cycle service offering. *Industrial Marketing Management*, 49. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.05.033>
- Rabinovich, J. (2019). The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738-775. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/meca.12251>
- Raddats, C., Zolkiewski, J., Story, V. M., Burton, J., Baines, T. y Ziaee Bigdeli, A. (2017). Interactively developed capabilities: evidence from dyadic servitization relationships. *International Journal of Operations & Production Management*, 37(3), 382-400. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-08-2015-0512>
- Rajan, R. y Zingales, L. (1996). *Financial Dependence and Growth*. <https://doi.org/10.3386/w5758>
- Rodríguez-Pose, A. (2018). The revenge of the places that don't matter (and what to do about it). *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 11(1), 189-209. <https://doi.org/10.1093/cjres/rsx024>
- Rodríguez-Pose, A., Dijkstra, L. y Poelman, H. (2024). The Geography of EU Discontent and

- the Regional Development Trap. *Economic Geography*, 1-33. <https://doi.org/10.1080/00130095.2024.2337657>
- Rodrik, D. (2011). *The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy*. W. W. Norton & Company.
- Rose, A. K. y Spiegel, M. M. (2007). Offshore Financial Centres: Parasites or Symbionts? *The Economic Journal*, 117(523), 1310-1335. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2007.02084.x>
- Rosemary, B. y Appelbaum, E. (2013). *The impact of financialization on management and employment outcomes*. Upjohn Institute Working Paper. [Núm. 13-191]. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2235748>
- Rubbrecht, I. y Vivet, D. (2016). Results and financial situation of firms in 2015. *Economic Review*, *iii*, 119-157.
- Ryan, B., Scapens, R. W. y Theobald, M. (2002). *Research Method and Methodology in Finance and Accounting* (2.<sup>a</sup> ed.). Thomson.
- Sangwan, V., , H., Prakash, P. and Singh, S. (2020). Financial technology: a review of extant literature, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 37 No. 1, pp. 71-88. <https://doi.org/10.1108/SEF-07-2019-0270>
- Schaefers, T., Ruffer, S. y Böhm, E. (2021). Outcome-based contracting from the customers' perspective: A means-end chain analytical exploration. *Industrial Marketing Management*, 93(april 2019), 466-481. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.06.002>
- Schmiedeberg, C. (2010). Evaluation of Cluster Policy: A Methodological Overview. *Evaluation*, 16(4), 389-412. <https://doi.org/10.1177/1356389010381184>
- Schreyer, P. (2000). High-growth firms and employment. *OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000/03*.
- Schueffel, P. (2017). Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech. *Journal of Innovation Management*, 4(4), 32-54. [https://doi.org/10.24840/2183-0606\\_004.004\\_0004](https://doi.org/10.24840/2183-0606_004.004_0004)
- Scott, J. C. (1998). *Seeing like a state: How certain schemes to improve the human condition have failed*. Yale University Press.
- Segarra-Blasco, A., García-Quevedo, J. y Teruel, M. (2013). Financial Constraints and the Failure of Innovation Projects. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2341581>
- Serrasqueiro, Z. (2011). Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Management Research Review*, 34(1), 34-57. <https://doi.org/10.1108/01409171111096469>
- Silva, F. y Carreira, C. (2010). Financial constraints: Are there differences between manufacturing and services? *GEMF*, 16.
- Smith, M., Wilson, J. R. y Wise, E. (2020). Evaluating clusters: Where theory collides with practice. *Regional Science Policy & Practice*, 12(3), 413-430. <https://doi.org/10.1111/rsp3.12279>
- de Spiegeleer, J., Schoutens, W. y Van Hulle, C. (2014). *The handbook of hybrid securities*:

*convertible bonds, coco bonds, and bail-in.* John Wiley & Sons.

- Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, 59(2).
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>
- Su, K. y Liu, H. (2021). Financialization of manufacturing companies and corporate innovation: Lessons from an emerging economy. *Managerial and Decision Economics*, december 2020, 863-875. <https://doi.org/10.1002/mde.3278>
- Szczepański, M. (2017). *Helping European SMEs to grow*. <https://doi.org/10.2861/433038>
- Taylor, A. J., Beaverstock, J. V, Cook, G., Pandit, N. y Pain, K. (2003). *Financial services clustering and its significance for London*.
- Thrift, N. J. (1994). On the social and cultural determinants of international financial centres: the case of the City of London. En *Money, power and space* (pp. 327-355). Blackwell. <https://archive.org/details/moneypowerspace0005unse>
- Tirole, J. (2010). The theory of corporate finance. En *The Theory of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.2307/2325273>
- Toxopeus, H., Toxopeus, H., Achterberg, E. y Polzin, F. (2018). *Financing business model innovation: bank lending for firms shifting towards a circular economy*.
- Turkina, E., Van Assche, A. y Kali, R. (2016). Structure and evolution of global cluster networks: evidence from the aerospace industry. *Journal of Economic Geography*, lbw020. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbw020>
- Ughetto, E., Cowling, M. y Lee, N. (2019). Regional and spatial issues in the financing of small and medium-sized enterprises and new ventures. *Regional Studies*, 53(5), 617-619. <https://doi.org/10.1080/00343404.2019.1601174>
- Ulaga, W. y Kowalkowski, C. (2022). Servitization: A State-of-the-Art Overview and Future Directions. En *The Palgrave Handbook of Service Management*. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-91828-6\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-030-91828-6_10)
- Ulaga, W. y Reinartz, W. J. (2011). Hybrid offerings: How manufacturing firms combine goods and services successfully. *Journal of Marketing*, 75(6). <https://doi.org/10.1509/jm.09.0395>
- UNIDO. (2013). *The Unido Approach to Cluster Development*.
- Valdaliso, J. M. (2007). BBK (1907-2007): Cien años de compromiso con el desarrollo económico y el bienestar de Bizkaia. Bilbao Bizkaia Kutxa.
- Vandermerwe, S. y Rada, J. (1988). Servitization of business: Adding value by adding services. *European Management Journal*, 6(4), 314-324. [https://doi.org/10.1016/0263-2373\(88\)90033-3](https://doi.org/10.1016/0263-2373(88)90033-3)
- Vivet, D. (2011). Results and financial situation of firms in 2010. *Economic Review*, iii, 69-104.
- Volgmann, K. y Münster, A. (2018). Specialization of and complementarities between (new)

- knowledge clusters in the Frankfurt/Rhine-Main urban region. *Regional Studies, Regional Science*, 5(1), 125-148. <https://doi.org/10.1080/21681376.2018.1452630>
- Walther, O., Schulz, C. y Dörry, S. (2011). Specialised international financial centres and their crisis resilience: The case of Luxembourg. *Geographische Zeitschrift*, 99(2/3), 123-142. <http://www.jstor.org/stable/23226598>
- Wardle, M. y Mainelli, M. (2023). *The Global Financial Centres Index 34*.
- Wilson, J. (2019). Cluster policy resilience: new challenges for a mature policy. *International Journal of Business Environment*, 10, 371. <https://doi.org/10.1504/IJBE.2019.101642>
- Wilson, J., Wise, E. y Smith, M. (2022). Evidencing the benefits of cluster policies: towards a generalised framework of effects. *Policy Sciences*, 55(2), 369-391. <https://doi.org/10.1007/s11077-022-09460-8>
- Wojcik, D. (2009). Financial centre bias in primary equity markets. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 2(2), 193-209. <https://doi.org/10.1093/cjres/rsp008>
- Wójcik, D., Keenan, L., Pažitka, V., Urban, M. y Wu, W. (2022). The Changing Landscape of International Financial Centers in the Twenty-First Century: Cross-border Mergers and Acquisitions in the Global Financial Network. *Economic Geography*, 98(2), 97-118. <https://doi.org/10.1080/00130095.2021.2010535>
- Xiang, H. (2023). Time Inconsistency and Financial Covenants. *Management Science*. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4667>
- Xuezhou, W., Hussain, R. Y., Salameh, A. A., Hussain, H., Khan, A. B. y Fareed, M. (2022). Does firm growth impede or expedite insolvency risk? A mediated moderation model of leverage maturity and potential fixed collaterals. *Frontiers in Environmental Science*, 10, 120.
- Yescombe, E. R. (2013). *Principles of project finance*. Academic Press.
- Yin, R. K. (1980). *Studying the implementation of public programs*. US Government Printing Office.
- Yin, R. K. (2017). *Case Study Research and Applications: Design and Methods* (6.<sup>a</sup> ed.). Sage.
- Zhu, B., Pain, K., Taylor, P. J. y Derudder, B. (2022). Exploring external urban relational processes: inter-city financial flows complementing global city-regions. *Regional Studies*, 56(5), 737-750. <https://doi.org/10.1080/00343404.2021.1921136>
- Zilioli, C. y Wojcik, K.-P. (2021). European Banking Union: a giant step towards European integration and a challenge for judicial review. En *Judicial Review in the European Banking Union*. Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781800373204.00009>
- Ziolo, M., Filipiak, B. Z., Bąk, I., Cheba, K., Tîrca, D. M. y Novo-Corti, I. (2019). Finance, Sustainability and Negative Externalities. An Overview of the European Context. *Sustainability*, 11(15). <https://doi.org/10.3390/su11154249>
- Zogning, F. (2017). Comparing financial sistemas around the world: capital markets, legal systems and governance regimes. *Economics, Management and Financial Markets*, 12(4). <https://doi.org/10.22381/emfm12420172>

Çolak, G. y Öztekin, Ö. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world. *Journal of Banking & Finance*, 133, 106207. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106207>

## 10. Nota sobre los estudios y herramientas utilizadas en la investigación

Esta investigación se ha basado en diversas fuentes y metodologías para analizar la evolución de los centros financieros locales y su relación con la economía real.

### Estudios e informes de referencia

Algunos capítulos o secciones han tomado como referencia estudios realizados durante la investigación:

- Sección 3.4.:
  - Gil de San Vicente, I. y Sisti, E. (2020). *Evolución económica y financiera de la empresa vasca*.
- Secciones 4.5 y 4.6:
  - Gil de San Vicente, I. y Sisti, E. (2022). *Ecosistema financiero de Euskadi*. Orkestra.
  - Gil de San Vicente, I., Wilson, J. R., Franco, S. y Aizpuru, I. (2023). *Análisis del clúster financiero & inversor en Euskadi*.
- Capítulo 5:
  - Gil de San Vicente, I. y Kamp, B. (2023). So you want to servitise, but are you ready to financialise? *Journal of Business & Industrial Marketing*, 38(10), 2107-2121. <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2022-0223>
- Capítulo 6:
  - Gil de San Vicente, I., & Wilson, J. R. (2025). Effects and responses of peripheral regions to financialization: Exploring an extension of the cluster approach. *Competition & Change*, 0(0). <https://doi.org/10.1177/10245294251325034>.

### Herramientas utilizadas en el proceso de investigación

Durante la redacción y revisión de esta tesis, se han empleado diversas herramientas digitales para mejorar la claridad, precisión y estructura del contenido, asegurando una presentación bien articulada del análisis y complementando el trabajo teórico y empírico de la investigación.

Las principales han sido:

- ChatGPT: para la revisión, mejora del estilo y coherencia del texto.
- DeepL: para la traducción y ajuste de términos en diferentes idiomas.
- Grammarly y QuillBot: para la corrección y reestructuración de fragmentos en inglés.
- Mendeley: para la gestión y organización de referencias bibliográficas.

## 11. Anexos

## 11.1. Anexo 1. Principales partidas de las cuentas anuales y ratios de empresas vascas

### Situación y evolución de balances

		2018		2017		2013		2008	
		Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.
Micros	Activos operacionales	66,2	99,1	65,4	99,2	64,6	99,3	72,0	99,4
	Activos financieros LP	26,9	0,0	27,1	0,0	26,7	0,0	20,0	0,0
	Activos financieros CP	6,9	0,0	7,4	0,0	8,8	0,0	8,0	0,0
	Patrimonio Neto	50,5	32,1	49,0	30,3	41,9	26,5	31,1	21,9
	Deuda financiera	33,1	31,2	34,0	32,0	43,4	37,0	49,0	39,0
	Deuda comercial	16,0	25,5	16,3	25,8	14,0	25,0	19,2	28,3
Pequeñas	Activos operacionales	69,8	97,1	70,4	96,6	67,4	95,7	77,1	97,4
	Activos financieros LP	22,9	0,6	23,2	0,7	25,9	0,7	16,0	0,3
	Activos financieros CP	7,3	0,2	6,4	0,2	6,7	0,3	6,8	0,2
	Patrimonio Neto	50,1	42,0	47,5	40,9	42,3	39,1	34,5	32,1
	Deuda financiera	29,5	21,6	32,1	22,0	39,2	25,3	41,5	29,2
	Deuda comercial	19,6	25,4	19,6	26,2	17,3	25,9	23,2	28,8
Medianas	Activos operacionales	61,7	92,5	60,5	91,4	66,8	90,0	73,7	94,1
	Activos financieros LP	27,7	1,7	29,5	1,9	23,9	2,0	18,5	1,1
	Activos financieros CP	10,6	1,0	10,0	1,3	9,3	2,0	7,8	0,7
	Patrimonio Neto	46,8	41,1	46,4	41,3	45,6	40,9	37,1	33,6
	Deuda financiera	34,2	26,2	35,3	25,7	33,1	26,6	38,6	30,7
	Deuda comercial	17,6	24,0	17,2	25,2	19,5	24,9	22,8	24,9
Grandes	Activos operacionales	66,4	80,9	62,7	83,1	63,7	80,5	64,9	86,1

	Activos financieros LP	20,8	4,8	26,7	5,9	27,2	8,0	23,2	4,6
	Activos financieros CP	12,8	2,0	10,6	1,6	9,1	2,0	11,9	1,0
	Patrimonio Neto	42,4	41,6	44,2	41,5	46,6	37,3	38,8	32,6
	Deuda financiera	29,8	22,2	30,2	22,5	30,9	27,4	35,7	28,8
	Deuda comercial	25,3	25,8	23,2	25,9	20,3	27,0	22,0	28,0
Manufactura	Activos operacionales	67,9	98,9	68,0	98,8	71,0	98,5	61,0	98,9
	Activos financieros LP	20,9	0,2	21,6	0,3	19,0	0,3	29,8	0,1
	Activos financieros CP	11,2	0,0	10,5	0,0	9,9	0,0	9,2	0,0
	Patrimonio Neto	44,4	42,0	44,4	40,3	41,8	38,2	34,5	33,8
	Deuda financiera	31,3	27,5	31,5	28,0	33,4	32,3	46,5	33,5
	Deuda comercial	22,5	22,8	22,4	23,8	22,5	22,8	15,0	25,1
Servicios	Activos operacionales	63,6	98,5	57,7	98,5	52,1	98,4	70,2	98,9
	Activos financieros LP	26,9	0,2	34,0	0,2	36,5	0,1	22,9	0,0
	Activos financieros CP	9,5	0,0	8,3	0,0	11,4	0,0	6,9	0,0
	Patrimonio Neto	45,8	32,6	47,2	31,1	45,5	28,4	43,8	22,8
	Deuda financiera	31,7	30,3	32,9	31,1	35,1	33,6	32,5	36,9
	Deuda comercial	21,1	25,2	18,4	25,6	18,1	26,6	21,4	29,1

Nota: Agr.: agregado. Me.: mediana.

Tabla 39. Principales partidas de las cuentas anuales y ratios de empresas vascas. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

## Situación y evolución de la cuenta de resultados

		2018		2017		2013		2008	
		Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.
Micros	Ingresos explotación	104,8	100,2	105,0	100,2	105,9	100,4	108,3	100,3
	Consumos intermedios	66,6	63,8	66,5	63,5	70,6	66,7	78,8	67,8
	Gastos personal	31,8	33,0	31,9	33,3	31,7	33,1	22,5	29,4
	Amortizaciones	2,7	1,5	2,7	1,6	3,5	2,3	2,9	2,3
	Rtdo. neto explotación	3,7	2,2	3,9	2,3	0,0	1,0	4,1	2,1
	Ingresos financieros	1,9	0,0	3,1	0,0	2,2	0,0	3,2	0,0
	Gastos financieros	1,6	0,0	1,5	0,0	7,4	0,6	5,4	0,9
	Impuestos	0,5	0,1	0,7	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
	Rtdo. ejercicio	3,4	1,3	5,0	1,4	-5,5	0,3	1,7	0,7
Pequeñas	Ingresos explotación	104,1	100,8	104,8	100,9	105,5	101,0	105,9	100,8
	Consumos intermedios	71,9	74,4	72,4	74,6	76,3	76,5	78,5	76,5
	Gastos personal	24,2	21,4	24,8	21,3	23,6	22,0	19,3	19,3
	Amortizaciones	2,5	1,5	2,6	1,6	3,2	2,1	2,9	2,2
	Rtdo. neto explotación	5,4	3,1	5,0	2,9	2,3	1,7	5,2	3,0
	Ingresos financieros	0,8	0,0	0,6	0,0	1,0	0,0	1,7	0,1
	Gastos financieros	1,1	0,0	1,6	0,0	3,5	0,7	4,0	1,1
	Impuestos	0,6	0,3	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,1
	Rtdo. ejercicio	4,3	2,1	3,5	1,9	0,0	0,7	2,3	1,5
Medianas	Ingresos explotación	105,4	101,9	105,9	101,6	105,3	101,6	105,9	101,6
	Consumos intermedios	79,1	82,2	80,0	82,0	79,0	81,7	82,6	83,2
	Gastos personal	18,9	14,7	19,1	14,8	19,8	15,9	16,6	13,9
	Amortizaciones	2,5	1,5	2,5	1,4	3,1	2,0	2,6	1,7
	Rtdo. neto explotación	4,9	3,1	4,3	2,9	3,3	2,1	4,0	3,0
	Ingresos financieros	1,3	0,1	0,8	0,1	1,1	0,1	2,0	0,2
	Gastos financieros	1,8	0,0	3,4	0,0	2,9	0,7	3,9	1,2

	Impuestos	0,7	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,1
Grandes	Rtdo. ejercicio	3,6	2,1	1,6	1,9	1,0	1,0	2,1	1,7
	Ingresos explotación	103,0	101,7	103,9	101,9	102,9	101,5	104,7	102,1
	Consumos intermedios	85,3	82,5	86,0	83,8	87,4	82,1	86,4	85,0
	Gastos personal	12,0	13,2	12,3	13,2	10,2	15,2	9,8	12,6
	Amortizaciones	2,1	2,0	2,0	1,9	2,2	2,1	2,7	1,9
	Rtdo. neto explotación	3,6	2,7	3,5	2,9	3,0	2,7	5,8	3,3
	Ingresos financieros	0,9	0,2	1,4	0,2	1,0	0,3	2,2	0,4
	Gastos financieros	1,0	0,0	1,8	0,0	1,9	1,1	3,3	1,3
Manufactura	Impuestos	0,5	0,3	0,5	0,4	0,3	0,1	0,4	0,2
	Rtdo. ejercicio	2,9	2,1	2,7	2,1	1,8	1,8	4,2	2,1
	Ingresos explotación	103,5	101,0	103,7	101,0	103,1	101,0	103,5	100,7
	Consumos intermedios	80,9	63,8	80,0	63,5	82,6	64,5	82,4	64,5
	Gastos personal	14,7	30,9	15,6	31,8	15,5	32,7	14,2	30,4
	Amortizaciones	2,9	2,8	3,0	2,9	3,1	3,6	3,0	3,8
	Rtdo. neto explotación	4,9	3,3	5,1	3,3	1,9	2,0	3,8	3,0
	Ingresos financieros	1,1	0,0	1,4	0,0	1,3	0,0	1,7	0,0
Servicios	Gastos financieros	1,3	0,0	1,5	0,0	1,9	1,0	2,7	1,3
	Impuestos	0,7	0,2	0,7	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0
	Rtdo. ejercicio	4,0	2,1	4,3	2,1	1,3	0,7	2,8	1,2
	Ingresos explotación	103,8	100,3	105,1	100,3	105,7	100,4	105,5	100,3
	Consumos intermedios	79,6	69,3	81,8	69,3	79,5	73,4	84,2	74,7
	Gastos personal	19,1	27,7	18,5	28,0	20,8	26,7	15,3	23,0
	Amortizaciones	1,7	1,3	1,7	1,4	2,1	1,8	1,9	1,9
	Rtdo. neto explotación	3,5	2,1	3,1	2,1	3,4	1,1	4,1	2,0

Nota: Agr.: agregado. Me.: mediana.

Tabla 40. Situación y evolución de la cuenta de resultados. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

## Indicadores de rentabilidad (%)

		2018		2017		2013		2008	
		Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.
Micros	Margen comercial	3,7	2,1	3,9	2,3	0,0	1,0	4,1	2,1
	Rotación activos	0,6	1,3	0,6	1,2	0,4	1,0	0,6	1,3
	ROA total	2,2	2,7	2,2	2,7	0,0	1,1	2,4	2,7
	ROA operaciones	3,3	3,1	3,4	3,1	0,0	1,2	3,3	2,9
	ROA financiero	3,4	0,0	5,2	0,0	2,5	0,1	6,7	1,0
	ROE	4,0	5,4	5,8	5,8	-5,4	1,8	3,3	5,1
Pequeñas	Margen comercial	5,4	2,9	5,0	2,8	2,3	1,7	5,2	3,0
	Rotación activos	0,8	1,4	0,8	1,3	0,6	1,2	0,8	1,3
	ROA total	4,5	4,1	3,9	3,6	1,5	2,3	4,0	4,2
	ROA operaciones	6,4	4,7	5,6	4,2	2,2	2,6	5,1	4,6
	ROA financiero	2,1	0,1	1,7	0,2	1,9	1,2	5,5	3,2
	ROE	7,1	8,0	5,9	7,3	-0,1	3,0	5,0	7,4
Medianas	Margen comercial	4,9	2,9	4,3	2,7	3,3	2,1	4,0	3,0
	Rotación activos	0,7	1,4	0,7	1,3	0,7	1,2	0,8	1,3
	ROA total	3,6	4,0	3,0	3,9	2,4	2,8	3,3	4,2
	ROA operaciones	5,9	4,7	5,0	4,8	3,7	3,6	4,5	4,9
	ROA financiero	2,5	1,2	1,5	1,0	2,6	2,1	6,2	4,9
	ROE	5,7	7,3	2,4	7,3	1,6	4,3	4,7	8,8
Grandes	Margen comercial	3,6	2,6	3,5	2,8	3,0	2,7	5,8	3,3
	Rotación activos	1,1	1,3	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
	ROA total	4,1	3,8	3,6	4,0	2,9	3,1	5,1	4,0
	ROA operaciones	6,2	5,2	5,8	5,3	4,5	4,2	7,9	4,9
	ROA financiero	2,9	1,5	3,9	1,8	2,6	2,5	5,4	5,3
	ROE	7,9	7,9	6,3	8,1	3,6	5,4	9,4	7,2
Manufactura	Margen comercial	4,9	3,2	5,1	3,2	1,9	2,0	2,5	3,0
	Rotación activos	0,9	1,2	0,9	1,1	0,9	1,0	0,4	1,2
	ROA total	4,4	3,7	4,4	3,6	1,7	2,0	1,0	3,6
	ROA operaciones	6,5	4,0	6,5	4,0	2,4	2,2	1,6	3,9
	ROA financiero	3,0	0,0	3,9	0,1	3,9	0,7	4,6	2,4
	ROE	8,1	6,5	8,3	6,5	2,7	2,4	2,2	5,2
Servicios	Margen comercial	3,5	2,0	3,1	2,1	3,4	1,1	5,1	2,0
	Rotación activos	1,1	1,4	1,0	1,3	0,7	1,2	1,0	1,4
	ROA total	3,9	2,9	3,0	2,8	2,5	1,4	5,1	2,9
	ROA operaciones	6,1	3,4	5,2	3,2	4,8	1,6	7,2	3,2
	ROA financiero	2,5	0,0	2,8	0,0	1,9	0,2	4,7	1,4
	ROE	6,8	6,0	4,0	6,2	0,0	2,7	10,1	6,0

Nota: Agr.: agregado. Me.: mediana.

Tabla 41. Indicadores de rentabilidad. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

## Ratios financieras de endeudamiento

		2018		2017		2013		2008	
		Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.	Agr.	Me.
Micros	Deuda s/activo	49,5	67,9	51,0	69,7	58,1	73,5	68,9	78,1
	Deuda s/VAB	2,2	1,3	2,3	1,4	4,0	1,8	3,9	1,6
	Deuda/RNE	22,8	3,3	22,8	3,4	35,0	7,8	28,6	10,1
	Gto.fin./((RNE+Ingr.fi n.))	28,2	3,3	21,0	3,5	80,0	2,3	74,2	13,0
	Coste endeudamiento	1,7	1,4	1,8	1,4	2,8	2,0	4,6	4,1
Pequeñas	Deuda s/activo	49,9	58,0	52,5	59,1	57,7	60,8	65,4	67,9
	Deuda s/VAB	1,9	1,4	2,0	1,5	3,1	1,7	3,2	1,8
	Deuda/RNE	11,2	3,1	13,3	3,3	39,6	10,7	16,6	10,7
	Gto.fin./((RNE+Ingr.fi n.))	18,2	3,2	28,1	3,4	106,5	13,7	57,4	24,4
	Coste endeudamiento	2,2	2,0	2,3	2,1	3,6	3,5	5,1	5,3
Medianas	Deuda s/activo	53,2	58,9	53,6	58,7	54,4	59,0	62,9	66,4
	Deuda s/VAB	2,7	2,0	2,9	2,0	2,8	2,1	3,3	2,1
	Deuda/RNE	14,7	3,3	17,7	3,5	22,2	9,2	19,0	9,2
	Gto.fin./((RNE+Ingr.fi n.))	29,4	3,3	67,2	3,8	64,6	14,1	64,3	24,3
	Coste endeudamiento	2,1	1,6	2,5	1,9	3,9	3,5	5,1	5,2
Grandes	Deuda s/activo	57,6	58,4	55,8	58,5	53,4	62,7	61,2	67,4
	Deuda s/VAB	285,6	2,2	305,6	2,4	367,4	2,8	382,1	2,7
	Deuda/RNE	14,0	3,5	15,5	3,5	18,7	12,1	11,9	11,2
	Gto.fin./((RNE+Ingr.fi n.))	22,4	3,4	35,3	3,5	47,4	16,6	41,8	24,8
	Coste endeudamiento	2,1	1,9	2,7	2,1	3,1	3,5	4,6	5,1
Manufactura	Deuda s/activo	55,6	58,0	55,6	59,7	58,2	61,9	65,5	66,2
	Deuda s/VAB	2,7	1,2	2,7	1,3	3,2	1,6	7,3	1,4
	Deuda/RNE	12,5	3,7	12,6	3,6	34,3	8,9	66,2	9,3
	Gto.fin./((RNE+Ingr.fi n.))	21,0	3,7	22,9	3,7	58,9	10,4	66,9	21,6
	Coste endeudamiento	2,2	2,0	2,4	2,1	3,5	3,4	2,5	5,3
Servicios	Deuda s/activo	54,2	67,4	52,8	68,9	54,5	71,6	56,2	77,2

	Deuda s/VAB	2,0	1,4	2,4	1,5	2,8	1,9	2,8	1,9
	Deuda/RNE	14,0	3,2	17,6	3,5	21,7	8,6	11,1	9,9
	Gto.fin./(RNE+Ingr.fin.)	21,1	3,2	49,2	3,6	94,6	3,9	20,8	12,9
	Coste endeudamiento	2,0	1,4	2,8	1,5	3,2	2,1	2,7	4,1

Nota: Agr.: agregado. Me.: mediana.

Tabla 42. Ratios financieras de endeudamiento. Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente y Sisti, 2020.

## 11.2. Anexo 2. Entrevistas realizadas a agentes del centro financiero en el País Vasco

ENTIDAD	TIPOLOGIA	SUB - TIPOLOGIA	Nº personas participantes	Entrevistadores	Autorización utilización tesis
Entidad 1	Entidades bancarias	Bancos	1	Entrevistador 1	Si
Entidad 2	Inversores y gestores de activos	Fondos de Capital Riesgo	1	Entrevistador 2	Si
Entidad 3	Inversores y gestores de activos	Fondos de Capital Riesgo	1	Entrevistador 3	Si
Entidad 4	Agentes especializados	Aceleradoras	1	Entrevistador 1	Si
Entidad 5	Agentes de mercados financieros	Consultoras	1	Entrevistador 2	Si
Entidad 6	Inversores y gestores de activos	Fondos de Pensiones	1	Entrevistador 2	Si
Entidad 7	Inversores y gestores de activos	Fondos de Capital Riesgo	1	Entrevistador 3	Si
Entidad 8	Entidades bancarias	Bancos Avalistas	1	Entrevistador 1	Si
Entidad 9	Inversores y gestores de activos	Corporate Finance	1	Entrevistador 4	Si
Entidad 10	Agentes de mercados financieros	Consultoras	1	Entrevistador 3	Si
Entidad 11	Agentes especializados	Agencias de Desarrollo	2	Entrevistador 4	Si
Entidad 12	Inversores y gestores de activos	Family Offices	2	Entrevistador 4	Si
Entidad 13	Agentes especializados	Aceleradoras	1	Entrevistador 2	Si
Entidad 14	Inversores y gestores de activos	Fondos de Pensiones	3	Entrevistador 1	Si
Entidad 15	Agentes especializados	Aceleradoras	1	Entrevistador 3	Si
Entidad 16	Inversores y gestores de activos	Corporate Finance	1	Entrevistador 1	Si

Tabla 43. Entrevistas realizadas a agentes del centro financiero en el País Vasco. Fuente: Elaboración propia.

## 11.3. Anexo 3. Consentimiento

### CONSENTIMIENTO PARA PARTICIPAR EN LA INVESTIGACIÓN

*Ecosistemas financieros de regiones industrializadas de Europa*

#### **Objetivo del estudio**

Este proyecto de investigación, que cuenta con el apoyo del Instituto Vasco de Finanzas del Gobierno Vasco, tiene como objetivo estudiar los ecosistemas de intermediación financiera de regiones industrializadas en Europa; poniendo especial atención al ecosistema del País Vasco. El proyecto busca identificar los factores que permiten que fluya la financiación hacia aquellos proyectos empresariales que generan riqueza en el territorio.

#### **Confidencialidad**

Para facilitar la posterior sistematización de sus respuestas la entrevista será transcrita. Toda la información que se obtenga a partir de esta investigación, y que pueda ser identificada con usted, es totalmente confidencial y será compartida solamente bajo su consentimiento.

#### **Participación**

Su participación en esta entrevista es voluntaria y puede optar por no contestar a determinadas preguntas.

#### **Contacto**

Orkestra aprobó este proyecto de investigación en el año 2021. Si tiene alguna pregunta en relación con este puede ponerse en contacto con Ibon Gil de San Vicente, subdirector general de Orkestra en la siguiente dirección de correo electrónico: [igil@orquestra.deusto.es](mailto:igil@orquestra.deusto.es)

Nombre persona/s entrevistada/s: XXXXXX

Lugar y fecha:

11.4. Anexo 4. Gil de San Vicente, I. y Kamp, B. (2023). So you want to servitise, but are you ready to financialise? *Journal of Business & Industrial Marketing*, 38(10), 2107-2121. <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2022-0223>

# So you want to servitise, but are you ready to financialise?

Ibon Gil de San Vicente and Bart Kamp

Orkestra Basque Institute of Competitiveness, San Sebastian, Spain and Deusto Business School, San Sebastian, Spain

## Abstract

**Purpose** – This study aims to explore the requirements that manufacturing companies must meet when implementing advanced services involving financial solutions.

**Design/methodology/approach** – This study develops a framework to assess the applicability of advanced services from a financial perspective, which is applied in a multi-case study setting.

**Findings** – This study identifies relevant internal and external conditions to the business implementing financialised advanced services – such as the finance function's level of sophistication, the capacity to assess market potential or the ability to use financial structuring to attract new financial players – that help predict the likelihood of adopting advanced services involving financial solutions. The research suggests planning operations as a "financial product" from the viewpoint of the financier and investor.

**Research limitations/implications** – The financing culture and market disparities may condition the relative weight of the dimensions analysed in the framework.

**Practical implications** – Launching services involving financial solutions is a complex process, and hence, the proposed framework can help managers identify the major adjustments needed to embrace those advanced service modalities.

**Originality/value** – This study investigates the role of financial solutions in advanced services, from both the conceptual and business perspectives.

**Keywords** Financialisation, Financial service providers, Advanced service business models

**Paper type** Research paper

## 1. Introduction

Vandermerwe and Rada (1988) defined servitisation as the increasing tendency of manufacturing firms to base their value propositions to the market on services to improve their turnover, competitiveness and market position. Subsequently, Baines *et al.* (2009) portrayed servitisation as the process by which companies develop the capacity to provide services and solutions to meet the needs of their customers, shifting away from product-supporting services towards user process-oriented services. Furthermore, Penttinen and Palmer (2007), Kindström *et al.* (2012) and Kamp and Parry (2017) interpreted servitisation as a shift from transactional to partnership-based relationships between suppliers and users of services. Lastly, servitisation can take the form of a business involving financial solutions, e.g. applying formulas like pay-per-use instead of sales transactions (Huikkola and Kohtamäki, 2018; Kamp, 2020).

The extent to which firms will experience changes to their value propositions, organisational structure, client relationships and how they charge correlates with the type of services they develop and offer (Kamp and Gil de San Vicente, 2021a), that is providing basic services (spare parts, repair, maintenance) and intermediate services (training, helpdesk) has less

profound implications than providing advanced services (financing, performance-based contracts) (Ng *et al.*, 2009; Baines and Lightfoot, 2013a). The latter category refers to services provided on a pay-per-use or outcome basis or via contracts with risk/reward compensation related to performance targets (Baines and Lightfoot, 2013b). Hence, they imply a shift in the financial management of the firm's market offers and the relationships with its users. Consequently, companies that provide advanced services may end up *financialising* [1] their business or earnings model (Krippner, 2005) because their revenues are derived not only from selling goods and services but also from providing financial support to users.

Although financialisation and servitisation have received scholarly attention, those types of financialised advanced services remain rather unexplored. Previous studies on the service paradox have concluded that providers of advanced services face considerable *ex post* implications, (Gebauer *et al.*, 2005; Neely, 2008). However, researchers are yet to explore the *ex ante* characteristics that companies must possess when implementing advanced services from a financial perspective. Gebauer *et al.* (2017a) and de Oliveira *et al.* (2018) have been among the few authors addressing financial matters concerning service development from a forward-looking perspective. Therefore, this

---

The current issue and full text archive of this journal is available on Emerald Insight at: <https://www.emerald.com/insight/0885-8624.htm>



Journal of Business & Industrial Marketing  
© Emerald Publishing Limited [ISSN 0885-8624]  
[DOI 10.1108/JBIM-05-2022-0223]

---

This work was supported by the Instituto Vasco de Finanzas. The authors would also like to thank Ihobe and the Provincial Council of Gipuzkoa for their endorsement.

Received 29 May 2022  
Revised 16 September 2022  
21 November 2022  
Accepted 30 November 2022

paper explores *ex ante* conditions of a financial nature of interest to manufacturing firms when they design and implement advanced services.

The rest of this paper is structured as follows. Firstly, we review the literature on financialisation and servitisation about providing advanced services. From this literature review, we derive the analytic framework we apply to study the experiences of four manufacturing companies in implementing financialised advanced services. Lastly, we discuss our findings as well as the implications and limitations to our results.

## 2. Literature review

The servitisation literature combines various fields of study that share many key concepts and require the integration of theory from consolidated disciplines (Feng *et al.*, 2021; Rabetino *et al.*, 2021). Thus, the present section serves to clarify what financialisation means (Subsection 2.1) and to review literature on how servitisation and advanced services can lead to the creation and offering of “financial solutions” and to charging for value propositions based on innovative payment models, novel financial “constructions”, and partnership with financial actors (Subsections 2.2 and 2.3).

### 2.1 Financialisation of manufacturing companies

According to Crotty (2005), manufacturers are more likely to include financial solutions in their products owing to excess capacity and low returns through their productive channels. This is a trend associated with the financialisation of the economy. Financialisation can be understood as the increased importance of financial motives, markets, actors and institutions in business conduct (Epstein, 2005). Moreover, financialisation affects the entire economy, which appears to be more pronounced in Anglo-Saxon financial systems (French *et al.*, 2011). However, its implications at the corporate level are yet to be fully understood (Su and Liu, 2021).

Financialisation in corporations implies a shift from industrial to financial management (Erturk *et al.*, 2008), which means that manufacturing companies morph from a productive system into a bundle of financial assets to be rentabilised. As part of this process, manufacturing companies gradually change the structure of their profit and loss accounts, aiming for more profits from financial activities rather than production-based activities (Rosemary and Appelbaum, 2013). Similarly, it may lead companies to add a financial dimension to how they commercialise products and services in leasing schemes or product-as-a-service models (Kamp and Gil de San Vicente, 2021a, 2021b). Furthermore, it encourages the use of operational expenditures (OPEX)-based charging methods (Gebauer *et al.*, 2017a), alongside a stronger interest in cash flow and treasury management (Toxopeus *et al.*, 2018), and an increasing interest in improving their financial ratings (Froud *et al.*, 2000).

Financialisation thus implies a new business perspective in which the expertise of financial actors and techniques play an increasingly important role in designing and implementing commercial operations to attract investors (Chiapello, 2020).

### 2.2 Financial implications of servitisation

Academic interest in the financial aspects of servitisation goes back more than a decade and begun with a focus on whether servitisation pays off financially. Seminal studies in this regard include those by Gebauer *et al.* (2005), who studied the service paradox, and Neely (2008), who researched the profitability of servitising companies.

According to Benedettini *et al.* (2015), firms that servitise are more likely to face financial difficulties due to the increased risks that servitisation generates. In this regard, Gebauer *et al.* (2017b) have pointed out the complexity of financial management and risks associated with (advanced) services and the resources required to implement them. Similarly, de Oliveira *et al.* (2018) address the issue of counting with sufficient internal financial resources to develop a service business. Furthermore, Perona *et al.* (2017) highlighted the role of financial resources in achieving servitisation capabilities and for external acquisitions to that end.

In a recent publication, Kamp (2020) argued that certain assets and aptitudes influence manufacturing companies’ propensity to apply financial innovations to their service business; these include possessing the (internal) skills to deal with financial (risk) management, familiarity with activity-based accounting techniques and access to actors with the know-how of pay-per-use schemes and industrial asset management. Furthermore, he posited that applying financial innovations to service provision is fostered when a company disposes of advanced financial knowledge (e.g. analytical accounting) and sophisticates its financial suppliers’ portfolio.

### 2.3 Financial implications of advanced services

Designing and delivering advanced services implies more profound changes than providing basic and intermediate services (Eggert *et al.*, 2014; Ulaga and Reinartz, 2011). Similarly, Baines *et al.* (2017, p. 269) argue that advanced services “demand for manufacturers to move beyond a production mindset and adopt a different business paradigm”.

Increasingly, researchers have realised that such a mindset shift may also entail changes of a financial kind and that providing advanced services calls for taking (financial) risk management more seriously. To that extent, Ulaga and Kowalkowski (2022) argue that in times of crisis, when customer activities are idle, advanced services such as outcome-based contracts and performance-based solutions can backfire. Consequently, Huikkola and Kohtamäki (2018) and Kamp (2020) posit that commercialising advanced services may require financial innovations.

In line with the former, companies offering financialised contracts are interested in putting into place internal and external competencies and resources to deal with the opportunities and risks that advanced services entail (Ehret and Wirtz, 2017); for instance, this can be from a profitability perspective (Chesbrough *et al.*, 2018). Moreover, advanced services may typically alter manufacturing firms’ customer relationships as these services add reciprocity to user-provider relationships and assign the service provider greater responsibilities, leading to greater liabilities and risks. Consequently, manufacturing firms may want to regulate such risks via contractual service agreements (Schaefer *et al.*, 2021).

To address the complexities mentioned above, Bagozi *et al.* (2019) suggest that advanced services may require the involvement of third parties, including those that provide financial insurance. Similarly, Kamp and Gil de San Vicente (2021a) refer to independent financial service providers, like vendor finance companies, to deal with the financial risks of advanced services. Moreover, such external financial service providers may provide solace for manufacturing firms entering into leasing or other types of use-based service contracts as they can also help with asset reconditioning, remarketing and repositioning (see asset life cycle management – Belkadi *et al.*, 2010; Rabetino *et al.*, 2015).

Accordingly, predicting the risks and costs of advanced services is paramount to servitising firms; that is to say, putting in place the right management capacity, be that of an internal or multi-organisational nature.

**2.4 State of the art in research on the crossroads between servitisation and financialisation**

Based on the above literature review, an inventory of publications emerges within servitisation focused on the financial dimensions of a service business. Consequently (Table 1), a distinction can be made between studies that focus on *ex post* financial analyses around service business on the one hand, and those that focus on analysing *ex ante* financial conditions to (initiating) service business on the other hand. The following table provides a comparison of these publications.

It is noteworthy none of the studies taking an *ex ante* approach adopts an empirical approach while focusing both on internal and external financial conditions to the business of advanced services. This paper focuses on this gap.

**3. Conceptual framework**

This section outlines our conceptual framework (Figure 1), and it presents our research question to explore relevant *ex ante* aspects for manufacturing firms that want to trade financialised advanced services.

In furtherance to Section 2, we postulate that manufacturing firms’ ability to market advanced services successfully is influenced by: their own financial aptitude, the business/market potential of the advanced services to put on offer and the possibility to structure the advanced services in the form of financial products to enhance their appeal to external financiers.

The building block “financial aptitude” relates with insights from Kamp (2020), while “financial structuring” as a building block agrees with Chiapello (2020). The central building block,

that is, “market/business potential”, was previously considered by Kamp and Gil de San Vicente (2021b); however, it is related to the idea of avoiding the service paradox (Gebauer *et al.*, 2005; Neely, 2008): only if there is a target audience that is willing to pay an advanced service generated as a (commercial) success for the manufacturing firm providing them. Consequently, we depart from an eclectic framework for analysis. In the following, we operationalise each of these three building blocks.

**3.1 Financial aptitude of the company**

A company’s readiness to develop/adopt financialised services is termed by Kamp (2020) as its financial aptitude. As indicators of financial aptitude, we focus on two major issues. We examine the shift in companies’ financial functions. Meanwhile, we analyse the advanced financial capabilities that they require. Concerning the first issue, this implies internally disposing of sophisticated financial capabilities (Perona *et al.*, 2017). Regarding the second issue, companies should possess the skills and know-how to financialise their activities, which implies human resources training. Similarly, this process may test a firm’s ability to develop the skills and know-how required to face the new situation and financing arrangements (Gebauer *et al.*, 2017b; Kamp, 2020). Therefore, we consider the following hypothesis related to the capability of companies aiming to develop financialised services:

H1. Implementing advanced services requires companies to develop a more sophisticated financial capability.

Companies’ ability to acquire external financing (especially from external financial relations) depends on their access to diverse financing types and markets and their relationship with all financial agents. A more complex financial capability implies developing new external relationships, which requires companies to be receptive to collaborating with other enterprises or agents that may not have been included in the past scope of providers (Kamp and Gil de San Vicente, 2021; Raddats *et al.*, 2017). Therefore, we introduce the following hypothesis related to the financial providers for companies developing advanced services:

H2. Advanced services open companies to new financial providers and more complex collaboration frameworks.

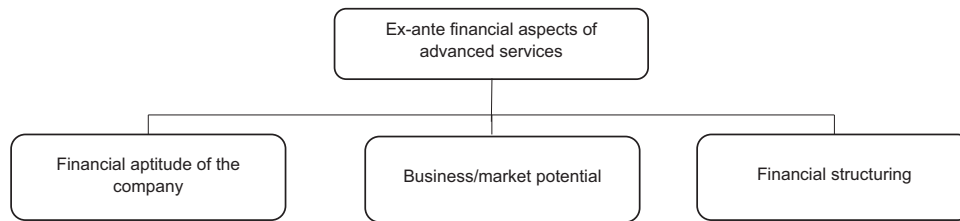
**3.2 Business/market potential**

Any business or market may shift from buying a product/service to paying for its delivery over time. If this happens, it reflects

Table 1 Classification of servitisation publications

Types of (internal/external) orientation	Focusing on the <i>ex ante</i> financial conditions of advanced services	Focusing on the <i>ex post</i> financial conditions of service business
Highlighting the internal conditions of financial services	De Oliveira <i>et al.</i> (2018): An empirical case study	Gebauer <i>et al.</i> (2005) Neely (2008)
Highlighting the internal and external conditions of financial services	Kamp (2020), Kamp and Gil de San Vicente (2021a): Conceptual approach	Benedettini <i>et al.</i> (2015)
Highlighting the external conditions of financial services	Gebauer <i>et al.</i> (2017a, 2017b): An empirical case study	

Figure 1 Conceptual framework



that a part of the market has become interested in advanced services, including financial solutions (Kamp and Gil de San Vicente, 2021b). However, launching these advanced services into the market may not improve the company's financial performance (Gebauer *et al.*, 2005) and may lead to higher financial risks (Neely, 2008). As such, the market potential for advanced services is a matter of market segmentation and assessing the (potential) number of customers interested in financial solutions amidst the total sales volume for a business.

Additionally, this advanced service solution implies a transfer of risks from the customer to the company (Benedettini *et al.*, 2015; Schaefers *et al.*, 2021). For this reason, it is crucial to know the customer as much as the uses of the product/service offered. Therefore, we launch the following hypothesis related to market segmentation:

*H3.* Companies must conduct market segmentation and identify their clients' motivations when looking for a new revenue stream from financialised advanced services.

Once market segmentation has been performed, the company should estimate the growth capacity of each segment and track the growth of clients who want to pay for financial services. Advanced services often comprise an innovation within the market when they are initially implemented. Therefore, uncertainty or low demand for the new product/service could be the main barrier preventing companies from adopting advanced financial services (Carbonell and Rodriguez, 2006). Concerning the preceding, Ehret and Wirtz (2017) emphasised the importance of avoiding diverging market expectations, that is, overestimating customers' willingness to pay for the new service. Therefore, we propose the following hypothesis related to the growth of companies developing financialised advanced services:

*H4.* The expected market potential is a crucial factor in its decision-making process when offering financial solutions in advanced services.

### 3.3 Financial structuring of advanced services

The access to sufficient financing due to the launching of new services requires relabelling its financial structuring in terms of investment, returns and risk, to attract financial actors (Chiappello, 2020). To this end, companies must select from a variety of structures to highlight the financial actors the product/service offered. This calls for identifying the investment needed, the risk and the payment capacity separately from the rest of the company (Yescombe, 2017).

Therefore, we propose the following hypotheses related to the financing structuring:

*H5.* Companies' ability to structure the risks and cash flow around advanced services determines their capacity to attract financing.

The companies must also choose the structure they will use to engage the financial actors. On the one hand, the company can implement advanced services as an integrated business line without explicitly differentiating it from its main activities. In this case, companies could have a higher exposure to risk *vis-à-vis* the effect on their balance sheet owing to the investment needed and the cash flow received through service delivery (Hou and Neely, 2017). On the other hand, a company may differentiate its advanced service operations and run them as a separate business line. This could involve developing a project finance perspective and an economically separate capital investment project (Finnerty, 2013). Therefore, according to our hypothesis, the sort of financial players a company can attract will rely on the type of financial structure it selects:

*H6.* The financial structuring of the operation determines the companies' ability to attract external financiers directly to the advanced services business.

## 4. Research methodology

We have applied a case study methodology to examine the *ex ante* requirements for manufacturing companies aiming to adopt financialised advanced services. Qualitative case studies and interviews have been used to research emerging theories in servitisation (Ciasullo *et al.*, 2021; Dmitrijeva *et al.*, 2019; Oliveira *et al.*, 2018; Momeni and Martinsuo, 2018; Gebauer *et al.*, 2017a, 2017b). In this vein, we used the cases presented here as a tool for theory development through emerging data and configured the final case study (Dubois and Gadde, 2002, 2014). This methodology allows for an in-depth analysis of real-world conditions (Eisenhardt, 1989) while enabling us to pose novel research questions (Yin, 2017), thus advancing new knowledge.

### 4.1 Selected cases

Four manufacturing companies were submitted to an exploratory case study analysis, followed by a cross-case analysis (Eisenhardt and Graebner, 2007). A purposeful sampling of advanced business cases was used in furtherance of a survey of 56 industrial companies implementing advanced service models held for Kamp (2020). All four companies are from the Basque Country (Spain), a highly industrialised

region, whose economy/GVA relies on 23.9% of its industrial activity (Eustat Euskal Estatistika Erakundea, 2021). In our opinion, the Basque Country can serve as a model for other historically strong manufacturing economies that must adapt to economic transformations (Iammarino *et al.*, 2019). A continental financial market model dominates this European region.

This study found that although companies were selling advanced services, implementing servitised, including financial, solutions was only a minor concern. Therefore, we used criterion-based theoretical sampling to find relevant examples that could provide clues about the attributes possessed by the advanced financialised cases. The following criteria were used: the internal analysis of the business model was advanced, they had a designed/ready-to-launch financialised product/service and they had some real market experience. Only four companies met the above criteria and were chosen as case studies from the initial sample. Table 2 summarises the cases selected [2].

#### 4.2 Data collection

Data collection on the four cases was carried out between May 2018 and January 2020. In line with Goffin *et al.* (2019), various data sources were used to establish the theory construct validity through data triangulation for industrial marketing case studies. Verbal intelligence collection comprised two rounds of semi-structured 60–90-min interviews with each company. These interviews were audio-recorded and subsequently transcribed. All questions were phrased as unobtrusive and non-directive to avoid the common pitfalls of excessive active listening (McCracken, 1988).

We interviewed staff responsible for the service business development and financial management at each company. Through such a multidisciplinary approach (talking to representatives from different functional areas), we developed a unique perspective on the *ex ante* financial aspects that played a role in developing advanced services at each company. In addition, we carried out follow-up correspondence with the interviewees to improve our understanding of their experiences and clarify issues beyond what was discussed during the interviews. The interview data were supplemented with secondary data, such as (annual) reports from the case companies, revealing information on their product and service portfolios, financial situation and structure.

#### 4.3 Data analysis

We used non-linear data analysis to research “what is going on in reality, available theories, the gradual case evolution, and the construction of the analytical framework” (Dubois and Gadde, 2002, p. 554). This was a three-stage process. Firstly, we analysed the interview data in depth, separately, deductively and inductively, coding the emerging concepts. These codes were classified according to the building blocks of our initial theoretical framework (Kamp, 2020), and some of the information did not fit in the coding scheme. Second, the building blocks were reviewed according to the field-relevant literature, and we identified new codes. This process allowed the theoretical framework to evolve (see Figure 1) while we re-defined the dimensions included and determined new dimensions not previously considered. Lastly, a new coding round was carried out, spanning from the primary information of the interviews through the evolved theoretical framework, contrasting the initial findings with the latter ones and those presented in the previous literature.

### 5. Findings

Our primary research allowed us to investigate the *ex ante* conditions of manufacturing companies’ readiness to adopt advanced financial services. We can identify two situations in this adoption process from the four cases analysed. Companies A and D are developing project financing solutions in the market. However, Companies B and C have developed the technology and structure needed to implement advanced services; however, the market experience is incipient.

All cases were examined to determine their challenges in implementing financialised service solutions. Table 3 summarises our findings for each company’s situation in light of the proposed hypotheses.

#### 5.1 Companies must upgrade their financial capabilities

Implementing financial solutions in advanced services requires companies to upgrade their financial capabilities, which is consistent with *H1*. Accordingly, those with more sophisticated financial capabilities can better manage the adoption of financialised service models. Furthermore, this involves greater coordination between companies’ different areas (primarily commercial and financial), where the leadership of the financial department is reinforced. In this sense, Company A mentioned that “we have a committee comprising businesspeople and

Table 2 Selected cases

Primary information	(A)	(B)	(C)	(D)
Main activity	Collective ground mobility solutions	Automotive	Utility vehicles	Packaging machinery
Juridical person	Limited company	Cooperative	Cooperative	Cooperative
Employees/turnover	+ 10,000 +/- €1bn	2,500–5,000 +/- €750m	50–250 €31m–40m	50–250 €5m–10m
Income from service activities	Approx. 25%	5%	65%	16%–20%
Experience with financialisation	Financed project mobility solutions (including products and services)	Renting and directing financing to customers	Renting and outcome-oriented charging pilots	Financed outcome-oriented project solutions

Table 3 Companies' conditions regarding the proposed hypotheses and our findings

Proposed hypotheses vs findings	Findings	A	B	C	D
<p><b>H1. Implementing advanced services requires companies to develop a more sophisticated financial capability</b></p> <p>→</p> <p><b>Companies must upgrade their financial capabilities</b></p>	<p>(i) Involves greater coordination inside the companies' departments</p> <p>(ii) Develops an integrated view of the client's needs, leading to diverse financial solutions</p> <p>(iii) Leads to an upgrade in the financial department's perspectives, breaking with established dynamics</p> <p>(iv) Requires more specialised skills, in many cases related to project finance</p> <p>(v) Increases collaboration with external consultants</p>	<p>The company has a project financing unit. They lead all group tenders with outcome-based pricing. This section is independent of traditional finance. Company A's initial profiles were mostly engineers. The company has hired engineers-turned-financiers with project financing knowledge. They have attacked multidisciplinary teams and financial experts depending on a project's importance/complexity</p>	<p>The Financial Department plays a typical (accounting) role in the corporation and supports other departments, although each maintains its independence. The Financial Department knows financing the company's offer would alter its responsibilities. The company specialises in advanced charge and billing expertise. Its financial professionals have a typical profile, and it has not hired hybrids or project-finance experts</p>	<p>The Financial Department manages credit and capital suppliers and supports other departments. Each is responsible for its duties. They believe their technical skills and product knowledge (especially amortisation) are stronger than their financial expertise</p>	<p>The Financial Department manages the company's contacts with external financial sources and works with other departments, but each has its job. They offer project funding and are customer focused. They are project financing experts. The organisation has sophisticated financial capabilities because it has worked with significant clients in complex marketplaces. This high-variety milieu has brought them into contact with varied financial service providers</p>
<p><b>H2. Advanced services open companies to new financial providers and more complex collaboration frameworks</b></p> <p>→</p> <p><b>Companies shifted from traditional to specialised financial providers</b></p>	<p>(i) Traditional providers cover companies' daily needs</p> <p>(ii) High level of uncertainty → difficulties in measuring risk</p> <p>(iii) Reluctant to engage with specialised external financial actors (open new relationships)</p> <p>(iv) Role of new financiers does not imply ceasing collaboration with traditional financiers altogether</p>	<p>The company's project financing business has expanded its relationships with pension funds and insurance firms. Firstly, asset financing businesses helped, followed by project financing</p>	<p>They have agreements with asset financing companies. The Financial Department is aware that further financialising the company's offer would necessitate a shift in its role</p>	<p>The company has begun interacting with alternative financial suppliers (asset financiers and insurance companies)</p>	<p>The company has clients larger than themselves and in complex geographic markets. Operating in this high variety context has also brought them into contact with a wide range of financial service providers</p>
<p><b>H3. Companies must conduct market segmentation and identify their clients' motivations when looking for a new revenue stream from financialised advanced services</b></p> <p>→</p> <p><b>The new stream of revenues requires precise client segmentation and identifying clients' motivation</b></p>	<p>(i) Adjust its value proposition</p> <p>(ii) The cult of ownership to the cult of usership</p> <p>(iii) Advanced services offered must focus and align with the customer's needs to avoid monetisation difficulties</p>	<p>The market is divided into "conventional" purchases and outcome-based payment initiatives (still a minority). Each operation is unique. Thus, they provide tailored solutions</p>	<p>They segment by region and product. The company offers electric vehicle battery leasing</p>	<p>They have a broad portfolio of clients. A large percentage of the product is standard, although they also adapt their products to meet client needs. Their customers' rent and lease</p> <p>Outcome-based billing is distinct from selling or remanufacturing</p>	<p>The organisation actively seeks (niche) possibilities. Large firms use them to wrap their goods. By providing sophisticated turnkey solutions, the organisation promotes a service-oriented mentality. Clients are increasingly asking for turnkey solutions</p>
<p><b>H4. The expected market potential is a crucial factor in its decision-making process when offering financial solutions in advanced services</b></p> <p>→</p> <p><b>The new stream of revenues requires precise client segmentation and identifying clients' motivation</b></p>	<p>(i) The new market may generate higher profitability or expand its natural markets</p> <p>(ii) The main barrier is an uncertain or low demand for advanced services</p> <p>(iii) Technological standpoint could lead to opportunities in the market, but with high uncertainties</p> <p>(iv) Responding to a demand leads to</p>	<p>Clients demand outcome-oriented payment mechanisms to increase project efficiency, share risks (Anglo-Saxon market) or reduce funding or deficits (developing countries). This adaptability enabled them to create unique financing options and enter new markets</p>	<p>Electrification can provide new commercial opportunities for the corporation (including charging modalities), but its viability is questionable due to the continued demand for financial solutions (only some public contracts). Clients' outcome-based billing systems are</p>	<p>At present, though, the demand for this solution is timid. However, as competitors do not offer it as yet, Company C argues this can give it a first mover advantage</p>	<p>While the turnkey market is a promising growth option, it would cause financial stress that such projects were financed through their resources</p>

(continued)

Table 3

	A	B	C	D
<b>Proposed hypotheses vs findings</b>	<b>Findings</b>			
Market-driven financial advanced services have fewer demand uncertainties in the early stages	lower market risk and degree of uncertainty	rarely funded by Company B. It is a standard sale in those instances		
<b>H5. Companies' ability to structure the risks and cash flow around advanced services determines its capacity to attract financing</b>	(i) Solutions are novel for companies and the market (ii) Associated cash flow is uncertain and risks are difficult to assess (iii) Higher financing cost, making the operation unprofitable (iv) The operation's cash flow can be one of the guarantees used by financiers to ensure the debt is repaid (v) Contracts are critical and are becoming more complex	They run predictable risks (they control technology and the product) and have monitoring tools to establish residual value and maintenance predictability	They control the product's residual value, which is a key issue; they have developed monitoring tools to track consumption. After the contract ends, they can remanufacture and resell the product	They know a turnkey operation involves risk for the associated material and profitability difficulties
↓				
<b>Determining repayment capacity and the risk involved is difficult but is the key to attracting financing</b>				
↓				
<b>H6. The financial structuring of the operation determines companies' ability to attract external financiers directly to the advanced services business</b>	(i) Two external resource forms: new capital or debt to finance growth (more limited for scale-up) (ii) Some investor requires a minimum size of operation (iii) SPV can attract purely financial investors (iv) If the operation becomes purely financial and allows the entry of external financiers that assume the risk in exchange for higher levels of profitability (v) Creation of a secondary market for the structured operation	Financial restructuring has enhanced the company's capital finance. Financiers are diverse (leading investors seeking to diversify their portfolio and achieve a higher return). Complex contracts contain covenants, coverage ratios and admission guarantees. Some investors sell operating rights to create a derivative. Banks have evolved into financial consultants	The company usually gets financing from regular institutions. It negotiates with them to provide customers with unique terms. They do not intend to change the financing model as long as demand for this solution remains low. They have, however, considered issuing bonds. They have considered project finance to entice more investors	Their providers are mostly traditional financiers and leasing companies. They are having difficulty finding alternative financing for outcome-based billing. The types of lenders they can use are limited due to their size. They approached investment funds that were uninterested
↓				
<b>A separate financial structure increases companies' ability to attract new investors</b>				

people from finance and commerce, with the idea of being able to look at all the businesses”.

Similarly, a deeper collaboration between departments allows companies to acquire an integral view of the client's needs, leading to diverse financial solutions. This coordination requires a wide range of advanced service solutions, which leads to an upgrade in the financial department's perspectives, breaking with established dynamics. For instance, Company D stated that “(the customer wants the solution, including the financial [...] not the machine) ten years ago, we could not say that, because our discourse was different between departments”.

However, in Cases B and C, the studied companies are still reluctant to bring their financialisation strategy to the market; their respective financial departments have a more traditional role. Meanwhile, these companies are aware that financialising their offer would imply upgrading their internal financial services.

In addition, companies' upgrade of their financial services requires more specialised skills, in many cases related to project finance. Therefore, a lack of skills and know-how during the initial stages of financialisation drives companies to collaborate with external consultants. Once companies advance their financialisation strategy, they incorporate new employees' profiles with advanced financial capabilities. In that regard, Company A underlined that “the key to these types of operations (financial schemes) is financial experts and specific concession models”. In many cases, said profiles are hybrid, as they possess an engineering component (which translates into an understanding of the product) and an economic component (which completes the financial dimension).

### 5.2 Companies shifted from traditional to specialised financial providers

Traditional financial solutions cover companies' daily needs with high predictability. In contrast, implementing advanced services implies high uncertainty during the early stages; therefore, it is difficult for traditional financial providers (e.g. banks) to measure the risk of such financial schemes. According to Company C traditional financiers' “risk committees do not understand and are a bit hesitant”. Company D goes on to underline that “the conversations that have taken place with traditional financiers make them afraid [...] in fact, the banks are scared of everything, especially the legal ramifications”.

Owing to the complexity of financialised services, companies are less reluctant to engage with specialised external financial actors. For instance, the studied cases show that companies open new relations with specialised financial service providers, such as vendor finance companies or manufacturing asset management companies. Thus, Company B highlighted that “when you want to tackle an operation even if you think you have fellow travellers [...] you always explore other financiers, just in case”, while Company C commented that “in financial structuring, we are talking to a couple of asset providers, and we are talking to an insurance broker [...] it requires something different, something more specific”.

We can therefore infer that *H2* is fulfilled as companies have to start collaborating with specialised funders with whom they create new complex collaboration frameworks.

However, the increasingly important role of new financiers does not imply ceasing collaboration with traditional financiers

altogether. Indeed, even with this growing diversification in financial providers, traditional financiers still play a vital role for companies. For example, traditional financiers can play an important role when companies set up their financial structure or bridge the financing of their operations. In that regard, Company A highlighted that “nowadays, the banks are still there, but they are there only in the short term. In the long term, there are insurance companies, institutional investors, and pension funds”. They commented, “a traditional bank advises you, structures the financing scheme's balance sheet, secures/captures the financing, and then keeps a final ticket or fee for its services”. Company D also indicated that “there are different methods and entities that can offer financing depending on their use and application, that is, traditional banking has its place. Still, it is not the place it used to have”.

### 5.3 The new stream of revenues requires precise client segmentation and identifying clients' motivation

Advanced services entail a change in companies' demand-side operations. For example, financialised advanced services imply a transition from the *cult of ownership* to the *cult of usership*. By segmenting a company's market into customers who want to own the asset in question and potential customers who want to pay on an outcome-oriented basis, it is possible to assess the relative size of the market and its future growth. Potential customers of advanced services have different motivations and needs; therefore, companies must adapt their services. In this case, the company must adjust its value proposition, incorporating the new services into a comprehensive solution. For instance, Company A indicated that “you adopt what the market is asking for and, from there, you start to offer your services[...] services including the financial side[...] maintenance within the OPEX side[...] make an overall package of the CAPEX phase[...] all this in a nice box with a wrapped package that says to the customer, ‘Look, this is my value proposition’”.

If the company can identify the different customer segments of its market, it can also clearly position itself before its competitors, especially regarding products that can be considered commodities. In this vein, Company C affirmed that “when it comes to offering a different value proposition, we look to offer a new deal, which allows us to differentiate ourselves in our offer. We know that it will be more expensive than competitors by necessity, but the customers will see that they will pay for what they use”. However, the advanced services must focus and align with the customer's needs to avoid monetisation difficulties. As for Company D, they maintained that “the problem is that customers are used to that being a free service, but free services lose their value now. They are no longer considered services, but a gift, and [such services] do not bring that value to them”.

In conclusion, *H3* is fulfilled as companies must identify the market segments willing to pay for the financed service and know their motivations.

### 5.4 Market-driven financial advanced services have fewer demand uncertainties in early stages

From a market potential perspective, uncertain or low demand for advanced services complicates the adoption of such solutions. In other words, as indicated in *H4*, companies need

to identify market potential beforehand. If the company decides to launch a financialisation strategy, it is because it anticipates that a new market may generate higher profitability or expand its natural markets; if the company is not adequately convinced, it will not do it.

The companies from Cases B and C do not face an apparent demand from customers, even though they are ready to launch a financialisation strategy from a technological standpoint and have already detected opportunities in the market. Company B has new business opportunities due to the electrification process, which implies a revolution in the configuration of the maintenance system, where the batteries are the company's responsibility *vis-à-vis* the life of their product. They stated that "the electric motor is very reliable and lasts as long as the product's lifetime. The most expensive element with the most uncertain lifetime is the batteries. . . Thus, it is not reasonable for them (customers) to buy the batteries". As for Company C, it has digitalised its product through sensors and created a predictive system that monitors the product's use and maintenance. They affirmed that "customers are not demanding it; however, we believe that an offer of this type will allow us to attract more customers". In both cases, the market is difficult to measure, so the companies are more cautious about launching the product.

On the contrary, the companies in Cases A and D are responding to a demand for turnkey solutions that include financing, based on project finance models. As these are "closed" projects, the market risks are lower, so each company has a lower degree of uncertainty regarding the operation's potential. Company A declared that "we changed our industrial perspective as a group, adapting to the market's needs, not so much in payment schemes or financing but at an industrial level, understanding what the market needs[. . .] that was the first fundamental change for us". While Company D maintained that "the first project we accepted because the client was very solvent[. . .] they paid for the packaging, we provided the personnel and raw materials, whose market price we controlled".

### 5.5 Determining repayment capacity and risk involved is difficult, but the key to attracting financing

Obtaining financing can be an obstacle to promoting advanced service models. All the cases highlight the need to mobilise significant financial resources when implementing advanced financialised services. This means that companies with financial constraints are less suitable for implementing this type of advanced service.

These services are novel for companies and the market, so their associated cash flow is uncertain, and risks are difficult to assess. Consequently, the external financier (provider or investor) to the company requires even more clarity about the risks to ensure an adequate measurement of both the capacity of the operation and the firm to generate the necessary cash flows. Therefore, per H5, companies must clearly present external actors regarding the potential cash flow and inherent risks of raising their money.

By contrast, Company C alleged that finance providers "do not understand the operation (business model)". Moreover, the cost of financing is directly linked to the risk of the operation. If financiers do not know how to measure risk or do

not understand it, they will tend to request a higher financing cost, making the operation unprofitable. Company D stated, "if you are afraid of the risks, you are likely to set costs that will not be competitive".

In some cases, the operation's cash flow can be one of the guarantees used by financiers to ensure the debt is repaid. In those cases, contracts are critical, as the company's cash flows are pledged to repay the debt. In this sense, Company A declared that "if everything goes well, I have long-term or predictable cash flows[. . .] financing has to match the expected long-term cash flows". If there is a non-payment, the financier could claim both companies (seller and client), depending on the contractual conditions.

### 5.6 A separate financial structuring increases companies' ability to attract new investors

Companies can resort to two external resource forms: new capital or debt to finance growth. Debt financing has limitations in the amount that can be obtained, e.g. due to the difficulties in measuring the risk of servitised operations. The alternative is to recur to external capital (in exchange for equity). As indicated in H6, the financial structure will determine the type of financing, between capital or debt, that can be raised.

From the cases analysed, only Company A has been able to attract this equity financing. One reason why the remaining cases have not been able to attract this type of financing is that the companies' operations are of insufficient size to create a separate investment vehicle related to the servitised business. When operations are of insufficient size, this dramatically limits the kind of financial providers/investors companies can rely on. In this regard, large alternative financiers (as funds) are not suitable to enter small finance projects due to the minimum requirements of said financiers. Accordingly, Company D stated that "investment funds have made some attempts at venture capital. However, the truth is that, due to the size of our company, they have given us nothing".

Company A has financed operations through a special-purpose vehicle (SPV), which can attract purely financial investors. Furthermore, Company A recurrently creates an SPV, which has resulted in a significant increase in its financial participation in its balance sheet. Thus, this SPV can create a sufficiently large investment vehicle with different risks and cash flow returns. Investors of new ventures are focused on financial gains, and they decide on their investments portfolio based on their perceived risk and the vehicle's expected rate of returns. As such, Company A underlined that "the business is purely an investment, and profitability is demanded because it is a financial investment".

Subsequently, the operation becomes purely financial and allows the entry of external financiers willing to directly assume the risk in exchange for higher levels of profitability. The economic and industrial partners agree on coverage ratios for the operation, which allows the entry of external capital with guarantees. Furthermore, the entry of external capital permits the financial partner to take control of the process if things go wrong, to refloat it or sell it to a third party. In this way, Company A highlighted that "the investors establish a series of coverage ratios that ensure they will see a return on their investment[. . .] In addition, [the financial partner has] the

company's shares pledged, that is, if the project goes wrong, they can execute the pledge[...] and keep the company".

This SPV allows investors to sell their participation to other funds once the profitability objectives have been reached or when the orientation of the operation no longer matches their policy. The substitution of different types of funds can occur at that moment, creating a secondary market for the structured operation. Company A affirmed that "there are many secondary markets where funds sell and buy stakes in these schemes".

## 6. Discussion

We should note that the cases do not illustrate a pre-determined financial situation related to financial aptitude. Hence, no elements indicate that the economic situation *per se* is a barrier to adopting these practices (Böhm *et al.*, 2017). However, starting conditions illustrate certain cases identified by the literature, such as the restrictions on access to financing for smaller companies (de Guevara *et al.*, 2022). This is especially the case for the two smallest companies, C and D, which have limited financing options. Some companies are hesitant to apply these solutions, especially because they cannot limit market and financial risks. One reason for this could be due to being a cooperative, given the apparent aversion to risk that this type of company has, which can limit its growth (Gagliardi, 2009).

Our research shows a need to increase the relevance of the role of companies' financial function and enhance the position of authority of their respective financial departments and their relationship with internal and external agents (Goretzki *et al.*, 2013). For example, Company A created a specialised finance unit separate from the traditional finance department. Companies C and D created multi-departmental working groups, focusing on the finance and commercial departments. These cases show that companies with financial functions that are more sophisticated and with better relations with other departments can better manage the adoption of financialised advanced service models, congruent with other studies that studied innovation processes in companies (Emsley, 2005). Building a shared vision among the various departments involved in launching advanced services is also essential to acquire a holistic view of the service beyond an excessively product-centred concept (Klein *et al.*, 2018).

The cases show that as companies progress through the stages of service financialisation, their financial skills are upgraded. This is the case of Company A, which has attracted new financial engineering/project skills profiles. Furthermore, companies are open to collaborating with specialised external consultancy, as Companies B, C and D have done. Financialisation requires an increase in new forms of knowledge and know-how related to these operations, as well as the development of the techniques – primarily financial – necessary (Chiapello, 2020).

Regarding companies' business/market potential, companies decide to explore financialised advanced services because they anticipate that a new market may potentially generate higher profitability (as is the case of Company C), or that it may allow them to expand their natural needs (as is the case of Companies A and D). In these cases, we could identify two of the main

drivers for manufacturers to adopt advanced services, according to Ziaee Bigdeli *et al.* (2018), which are either based on satisfying customers' demand for obtaining product capabilities in a different way (market pull) or based on innovation and exploitation prospects (technology push).

Companies A and D, as market-pull examples, responded to a demand for turnkey solutions that include financing, based on project finance models. Such markets are driven by actors providing public goods and contractors acquiring a plant production line (Gatti, 2013). As they are "closed" projects, the market risks are more predictable in this case. On the contrary, technological or country risks may be accentuated in the case of international tenders (Gatti, 2013).

Conversely, Companies B and C are driven by a technology push whose potential is difficult to predict; in one case, due to digitalisation and in the other, due to the irruption of electrification technology. In both cases, market size is difficult to measure due to a lack of maturity. In this case, companies are afraid of overestimating the number of companies willing to pay for the new service offered (Ehret and Wirtz, 2017). Accordingly, Cusumano *et al.* (2014) mention a fermentation phase in potential markets where customers may be reluctant regarding new value propositions, given that they are unfamiliar with them. Despite this, markets in the fermentation phases allow the inclusion of new services, such as financial services, which alleviate customers' risk.

Once a company has detected a business opportunity, there are three main barriers that it must overcome: the market's potential size, complexity and implicit risks. For instance, regarding market potential, Companies B and C did not consider the market's potential to be sufficiently developed; therefore, from a market perspective, uncertainty or a low demand for financial solutions complicates the adoption of such services. Moreover, there is a clear need for client segmentation. From a demand perspective, not all customers are willing to adopt the services or do not value them. The offer perspective implies identifying the clients' motivations for companies to differentiate themselves and achieve a sustainable monetary return; likewise, companies should effectively communicate the financial services added value to their core service (Kindström *et al.*, 2012).

In the case of Company D, they have created and implemented tailor-made solutions, which are hardly transferable to other customers. The difficulty in the level of customisation involved is greater in advanced services. In this vein, whereas base and intermediate services tend to be standardised, advanced services are often more bespoke (Baines and Lightfoot, 2013b). Finally, Company A entered mobility concessions, which is more complex than its primary activity, namely, supplying vehicles. These more complex offerings imply assuming some risks previously assumed by the client (Schaefers *et al.*, 2021; Benedettini *et al.*, 2015; Josephson *et al.*, 2015).

All four companies must attract financing in a bank (debt) dominant financing environment, which implies a lower level of concurrency compared to other financing channels (Zogning, 2017) and stronger uncertainty avoidance in the financial culture (Kwok and Tadesse, 2006). Accordingly, the cases illustrate the companies' difficulties in dealing with their increasing financial needs. As a result, their financing pool

evolves, opening them up to new financial providers (Kamp, 2020). Furthermore, companies have difficulties with traditional financiers measuring the risk involved because of the problems associated with determining the expected returns and the complexity of contractual/legal relationships. Therefore, financialised services require a comprehensive understanding of the operations where risks are regulated, which requires competence in managing risk and discovering innovation pathways (Ziaee Bigdeli *et al.*, 2021). By contrast, traditional financiers can also adopt a facilitating role by granting bridging loans in the early stages of their advisership, contributing to companies' structuring and raising financing.

Given the difficulty for traditional financiers in understanding the operations, there is a risk premium in their risk rating, which increases the price and decreases the incentive for the company to launch this innovative solution (Segarra-Blasco *et al.*, 2013). To reduce risk, there is a wider scope for offering guarantees linked to the operation by pledging the expected cash flows or through warranties related to the contract between the customer and the company. Such cases imply involving an economically separate project/unit. The financier looks primarily to the cash flow from the project, as it provides a return on their investment in the project (Finnerty, 2013).

By contrast, if self-financing is insufficient and the company cannot attract sufficient debt financing, it can try to attract investors willing to finance with new equity through investment vehicles (e.g. SPV). Only Company A, which is driving large concession-related operations, had raised equity financing. In that case, creating investment vehicles, even if legally separated from the main activity, could help handle the information difficulties and reach the financing market, consistent with a financialisation process (Chiapello, 2020). To attract equity, this SPV has to be considered a "financial product" that must be sufficiently attractive (in terms of return vs risk) and well capitalised (above the minimum fund thresholds). This phenomenon helps explain certain company initiatives that rely on a dedicated financial or customer credit division within their organisation, as is the case for GE Capital, Siemens Financial Services or ABB Finance (Kamp and Gil de San Vicente, 2021).

The three Companies B, C, and D, nevertheless, have mainly explored financing structures based on debt. Those companies are cooperatives that may be overly reliant on local banking institutions (Gagliardi, 2009) and thus have limited access to equity. Similarly, the cases demonstrate the difficulties in developing financial products that are large and appealing enough to attract certain financiers or investors. If the size of the financial product is too small, as with Companies C and D, the company can avoid this limitation by securitising. This means that smaller contracts (assets) can be categorised, made tangible and structured as a standard package, thereby creating a big financial product.

## 7. Implications, limitations and further research

Our empirical research focuses on the internal and external conditions of the business implementing financialised advanced services. The study concludes that the company needs to draw closer to a financier or investor mindset to perform such advanced services (Chiapello, 2020). The former

suggests planning operations as a "financial product" from the viewpoint of the financier and investor, which may require creating an investment vehicle. Therefore, we advocate that a different strategy of structuring the servitisation process is required, for which our conceptual framework (Figure 2) identifies the dimensions the company must consider for developing these solutions.

Accordingly, the lack of access to sufficient financing is a common obstacle faced by companies launching new financialised services. These limitations are significant given the increased financial complexity faced by companies, especially *vis-à-vis* cash flow returns uncertainty (Jensen and Jones, 2020) and the need for investment. Therefore, the first trials of implementing such strategies must be financed by companies with their resources, which is a limitation when companies aim to scale up their financialised services strategy (Kamp, 2020; Segarra-Blasco *et al.*, 2013). Apart from the above, our framework proposes three dimensions that the company should consider before launching this type of solution: the financial aptitude of the company, business potential and financial structuring.

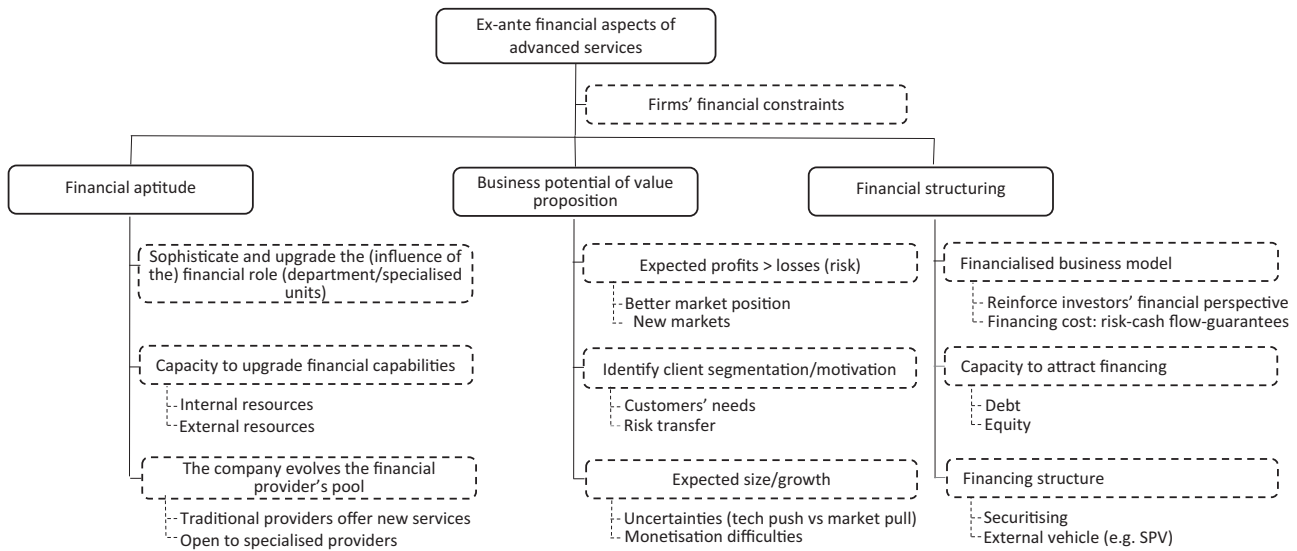
Related to financial aptitude, our research suggests that companies with more advanced financialised services schemes have upgraded their capabilities and even created dedicated specialised units. This increases the importance of their financial departments' position of authority and their relationship with other departments. Likewise, expanding a company's financial service offer requires upgrading its financial skills (Goretzki *et al.*, 2013; Gebauer *et al.*, 2017b), collaborating with specialised consultants or incorporating new hybrid profiles with solid technical and financial capabilities. Furthermore, we identified a need for diversification of financiers. Therefore, companies require specialised alternative providers beyond what traditional financiers may offer, especially *vis-à-vis* asset financing (e.g. leasing, renting operations or project financing).

Regarding business potential, companies decide to launch financialised services because they anticipate a new market can generate higher profitability (Baines and Lightfoot, 2013b). Additionally, when the main driver of the new service is not market pull, there are significant difficulties in narrowing down the market's potential, which may justify the product's launch, resulting in the service being delayed. Conversely, the market's potential may be more clearly known when the motivation for launching such services originates from the demand side.

Lastly, regarding financial structuring, we conclude that measuring risk is complex and represents a constraint in financing (Hou and Neely, 2017). Accordingly, financing prices may be high and impose a penalty premium, making operations unprofitable. Thus, obtaining a comprehensive understanding of the cash flows can serve as an additional guarantee for the financing company to enter a company's operations at a reasonable cost.

However, certain advanced services operations require significant investment, which manufacturing companies cannot assume because it exceeds their debt capacity. In such cases, companies must attract investors who take a direct stake in the operation. This requires a minimum investment and the creation of an SPV independent from the company's main activity, which allows concentrating investment, cash flow and financial and

Figure 2 Advanced conceptual framework



legal agreements (Finnerty, 2013). After that, the operation of the advanced service becomes a structured financial product that can be sold to a third party. Therefore, the company can grow organic but controlled manner without its main activity becoming compromised.

Our study has limitations, although they open new paths for future research. Our findings do not capture alternative activities closer to the final consumer. In this sense, the characteristics of a finalist market, business to customer, can lead to different conclusions compared with the cases studied in this research, business to business.

Similarly, the three companies analysed are cooperatives, which tend to pursue an organic growth path, limiting their possibilities of attracting external investors. Cooperatives' excessive dependence on local banking (via external debt) may warrant an analysis of their difficulties in attracting debt or financial providers.

In a similar vein, the four cases are located in continental Europe's financial culture, which tends to make companies more dependent on bank or debt-based financing (Zogning, 2017). Furthermore, cultural elements may change the relevance of some dimensions of our framework, as a bank-based system tends to be more averse to risk (Kwok and Tadesse, 2006). By contrast, the Anglo-Saxon financial culture is more conducive to accessing market-oriented types of finance, closer to equity and more complex. Consequently, the limitations identified in financial structuring to attract new investors may be overestimated. Anglo-Saxon-based manufacturing companies may have an advanced financial culture, so internal constraints related to financial aptitude may be different.

Launching advanced services involving financial solutions is a complex process for manufacturing companies. The present research can be a reference for managers, public decision-makers and academia. Our framework enables managers to handle the required changes in mental models (Ulaga and Kowalkowski, 2022) related to internal (the acquisition of people skills and upgrade of its organisation and financial structure) and external changes (the diversification of its finance pool), as well as those

regarding its relationship with customers (increasing its complexity). Accordingly, it is a message to consider funding as a cross-cutting element, not merely to fund the business model, and to change their mindset to attract the financiers (Chiapello, 2020).

Indeed, the study identifies public intervention areas to enable access to innovative enterprise funding (Segarra-Blasco et al., 2013). This public involvement can help overcome challenges related to the cost of finance (e.g. risk-sharing tools) or when the firm's size limits access to specific financiers (e.g. through the creation of public co-investment instruments). Lastly, our study makes contributions in academia related to unified and foundational premises of advanced services. Furthermore, there is a need to identify new mindsets and paradigms in advanced services (Baines et al., 2017). Future research could examine financialised advanced services in other activity industries, with a focus on differences according to business size, or study companies located in regions dominated by an Anglo-Saxon financial market model.

## Notes

- 1 Krippner (2005) defined financialisation as "a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production".
- 2 Note that three of the companies are cooperatives, which may have implications that we will attempt to highlight.

## References

- Bagozi, A., Bianchini, D., De Antonellis, V., Garda, M. and Melchiori, M. (2019), "Exploiting blockchain and smart contracts for data exploration as a service", *Proceedings of the 21st International Conference on Information Integration and Web-based Applications & Services (iiWAS2019)*, Association for Computing Machinery, New York, NY, pp. 393-402, doi: 10.1145/3366030.3366075.

- Baines, T. and Lightfoot, H.W. (2013a), "Made to serve", *How Manufacturers Can Compete through Servitisation and Product-Service Systems*, Wiley, New Jersey.
- Baines, T. and Lightfoot, H.W. (2013b), "Servitisation of the manufacturing firm", *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 34 No. 1, pp. 2-35, doi: [10.1108/ijopm-02-2012-0086](https://doi.org/10.1108/ijopm-02-2012-0086).
- Baines, T., Lightfoot, H., Benedettini, O. and Kay, J. (2009), "The servitisation of manufacturing", *Journal of Manufacturing Technology Management*, Vol. 20 No. 5, pp. 547-567, doi: [10.1108/17410380910960984](https://doi.org/10.1108/17410380910960984).
- Baines, T., Ziaee Bigdeli, A., Bustinza, O.F., Shi, V.G., Baldwin, J. and Ridgway, K. (2017), "Servitization: revisiting the state-of-the-art and research priorities", *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 37 No. 2, pp. 256-278, doi: [10.1108/IJOPM-06-2015-0312](https://doi.org/10.1108/IJOPM-06-2015-0312).
- Belkadi, F., Troussier, N., Eynard, B. and Bonjour, E. (2010), "Collaboration based on product lifecycles interoperability for extended enterprise", *International Journal on Interactive Design and Manufacturing (IJIDeM)*, Vol. 4 No. 3, pp. 169-179, doi: [10.1007/s12008-010-0099-z](https://doi.org/10.1007/s12008-010-0099-z).
- Benedettini, O., Neely, A. and Swink, M. (2015), "Why do servitized firms fail? A risk-based explanation", *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 35 No. 6, pp. 946-979, doi: [10.1108/ijopm-02-2014-0052](https://doi.org/10.1108/ijopm-02-2014-0052).
- Böhm, E., Eggert, A. and Thiesbrummel, C. (2017), "Service transition: a viable option for manufacturing companies with deteriorating financial performance?", *Industrial Marketing Management*, Vol. 60, pp. 101-111, doi: [10.1016/j.indmarman.2016.04.007](https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2016.04.007).
- Carbonell, P. and Rodriguez, A.I. (2006), "The impact of market characteristics and innovation speed on perceptions of positional advantage and new product performance", *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 23 No. 1, pp. 1-12, doi: [10.1016/j.ijresmar.2006.01.002](https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2006.01.002).
- Chesbrough, H., Lettl, C. and Ritter, T. (2018), "Value capture in open innovation systems: value at the interface", *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 35 No. 6, pp. 1-9, doi: [10.1111/jpim.12471](https://doi.org/10.1111/jpim.12471).
- Chiapello, E. (2020), "Financialisation as a socio-technical process", in Mader, P., Mertens, D. and Van der Zwan, N. (Eds), *The Routledge International Handbook of Financialization*, Routledge, London, doi: [10.4324/9781315142876](https://doi.org/10.4324/9781315142876).
- Ciasullo, M.V., Polese, F., Montera, R. and Carrubbo, L. (2021), "A digital servitisation framework for viable manufacturing companies", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 36 No. 13, pp. 142-160.
- Crotty, J. (2005), "The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and 'modern' financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era", *Financialisation and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Northampton, MA, pp. 77-110.
- Cusumano, M., Kahl, S. and Suarez, F. (2014), "Services, industry evolution and the competitive strategies of product firms", *SSRN Electronic Journal*, doi: [10.2139/ssrn.2378868](https://doi.org/10.2139/ssrn.2378868).
- de Guevara, J., Maudos, J. and Salvador, C.F. (2022), "Firms' investment, indebtedness and financial constraints: size does matter", *Finance Research Letters*, Vol. 46, p. 102240, doi: [10.1016/j.frl.2021.102240](https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102240).
- Dmitrijeva, J., Schroeder, A., Ziaee Bigdeli, A. and Baines, T. (2019), "Context matters: how internal and external factors impact servitisation", *Production Planning & Control*, Vol. 31 No. 13, pp. 1077-1097, doi: [10.1080/09537287.2019.1699195](https://doi.org/10.1080/09537287.2019.1699195).
- Dubois, A. and Gadde, L.E. (2002), "Systematic combining: an abductive approach to case research", *Journal of Business Research*, Vol. 55 No. 7, pp. 553-560.
- Dubois, A. and Gadde, L.E. (2014), "'Systematic combining' a decade later", *Journal of Business Research*, Vol. 67 No. 6, pp. 1277-1284.
- Eggert, A., Högrevé, J., Ulaga, W. and Muenkhoff, E. (2014), "Revenue and profit implications of industrial service strategies", *Journal of Service Research*, Vol. 17 No. 1, pp. 23-39, doi: [10.1177/1094670513485823](https://doi.org/10.1177/1094670513485823).
- Ehret, M. and Wirtz, J. (2017), "Unlocking value from machines: business models and the industrial internet of things", *Journal of Marketing Management*, Vol. 33 Nos 1/2, pp. 111-130, doi: [10.1080/0267257X.2016.1248041](https://doi.org/10.1080/0267257X.2016.1248041).
- Eisenhardt, K.M. (1989), "Building theories from case study research", *The Academy of Management Review*, Vol. 14 No. 4, pp. 532-550, doi: [10.2307/258557](https://doi.org/10.2307/258557).
- Eisenhardt, K.M. and Graebner, M.E. (2007), "Theory building from cases: opportunities and challenges", *Academy of Management Journal*, Vol. 50 No. 1, pp. 25-32, doi: [10.5465/amj.2007.24160888](https://doi.org/10.5465/amj.2007.24160888).
- Emsley, D. (2005), "Restructuring the management accounting function: a note on the effect of role involvement on innovativeness", *Management Accounting Research*, Vol. 16 No. 2, pp. 157-177, doi: [10.1016/j.mar.2005.02.002](https://doi.org/10.1016/j.mar.2005.02.002).
- Epstein, G. (2005), "Introduction: financialisation and the world economy", in Epstein, G. (Ed.), *Financialisation and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA.
- Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A. and Williams, K. (2008), *Financialisation at Work: Key Texts and Commentary*, Routledge, London.
- Eustat Euskal Estatistika Erakundea (2021), "Main structural indicators", available at: <https://en.eustat.eus/>
- Feng, C., Jiang, L., Ma, R. and Bai, C. (2021), "Servitisation strategy, manufacturing organisations and firm performance: a theoretical framework", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 36 No. 10, pp. 1909-1928, doi: [10.1108/JBIM-04-2020-0184](https://doi.org/10.1108/JBIM-04-2020-0184).
- Finnerty, J.D. (2013), *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, Wiley, Hoboken, NJ.
- French, S., Leyshon, A. and Wainwright, T. (2011), "Financializing space, spacing financialization", *Progress in Human Geography*, Vol. 35 No. 6, pp. 798-819, doi: [10.1177/0309132510396749](https://doi.org/10.1177/0309132510396749).
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S. and Williams, K. (2000), "Shareholder value and financialisation: consultancy promises, management moves", *Economy and Society*, Vol. 29 No. 1, pp. 80-110, doi: [10.1080/030851400360578](https://doi.org/10.1080/030851400360578).
- Gagliardi, F. (2009), "Financial development and the growth of cooperative firms", *Small Business Economics*, Vol. 32 No. 4, pp. 439-464, doi: [10.1007/s11187-007-9080-z](https://doi.org/10.1007/s11187-007-9080-z).
- Gatti, S. (2013), *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, Academic Press, Cambridge, MA.
- Gebauer, H., Fleisch, E. and Friedli, T. (2005), "Overcoming the service paradox in manufacturing companies", *European*

- Management Journal*, Vol. 23 No. 1, pp. 14-26, doi: [10.1016/j.emj.2004.12.006](https://doi.org/10.1016/j.emj.2004.12.006).
- Gebauer, H., Haldimann, M. and Saul, C. (2017a), "Competing in business-to-business sectors through pay-per-use services", *Journal of Service Management*, Vol. 28 No. 5, pp. 914-935, doi: [10.1108/josm-07-2016-0202](https://doi.org/10.1108/josm-07-2016-0202).
- Gebauer, H., Saul, C., Haldimann, M. and Gustafsson, A. (2017b), "Organisational capabilities for pay-per-use services in product-oriented companies", *International Journal of Production Economics*, Vol. 192, pp. 157-168, doi: [10.1016/j.ijpe.2016.12.007](https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2016.12.007).
- Goffin, K., Åhlström, P., Bianchi, M. and Richtner, A. (2019), "Perspective: state-of-the-art: the quality of case study research in innovation management", *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 36 No. 5, pp. 586-615.
- Goretzki, L., Strauss, E. and Weber, J. (2013), "An institutional perspective on the changes in management accountants' professional role", *Management Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, pp. 41-63, doi: [10.1016/j.mar.2012.11.002](https://doi.org/10.1016/j.mar.2012.11.002).
- Hou, J. and Neely, A. (2017), "Investigating risks of outcome-based service contracts from a provider's perspective", *International Journal of Production Research*, Vol. 56 No. 6, pp. 2103-2115, doi: [10.1080/00207543.2017.1319089](https://doi.org/10.1080/00207543.2017.1319089).
- Huikkola, T. and Kohtamäki, M. (2018), "Business models in Servitisation", in Kohtamäki, M., Baines, T., Rabetino, R. and Bigdeli, A.Z. (Eds), *Practices and Tools for Servitization*, Palgrave Macmillan, London.
- Iammarino, S., Rodriguez-Pose, A. and Storper, M. (2019), "Regional inequality in Europe: evidence, theory and policy implications", *Journal of Economic Geography*, Vol. 19 No. 2, pp. 273-298, doi: [10.1093/jeg/lby021](https://doi.org/10.1093/jeg/lby021).
- Jensen, G.R. and Jones, C.P. (2020), *Investments: Analysis and Management*, Wiley, Hoboken, NJ.
- Josephson, B., Johnson, J. and Mariadoss, B. (2015), "Strategic marketing ambidexterity: antecedents and financial consequences", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 44 No. 4, pp. 539-554, doi: [10.1007/s11747-015-0438-5](https://doi.org/10.1007/s11747-015-0438-5).
- Kamp, B. (2020), "Assessing the financial aptitude of industrial firms to implement servitised earnings models", *International Journal of Business Environment*, Vol. 11 No. 1, p. 1, doi: [10.1504/ijbe.2020.10027194](https://doi.org/10.1504/ijbe.2020.10027194).
- Kamp, B. and Gil de San Vicente, I. (2021a), "The role of financialisation when moving up the service ladder", *The Palgrave Handbook of Servitization*, Palgrave Macmillan, London.
- Kamp, B. and Gil de San Vicente, I. (2021b), "La dimensión financiera como condicionante de laservitización y los servicios avanzados", *Economía Industrial*, Vol. 422, pp. 69-80.
- Kamp, B. and Parry, G. (2017), "Servitization and advanced business services as levers for competitiveness", *Industrial Marketing Management*, Vol. 60, pp. 11-16, doi: [10.1016/j.indmarman.2016.12.007](https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2016.12.007).
- Kindström, D., Kowalkowski, C. and Nordin, F. (2012), "Visualising the value of service-based offerings: empirical findings from the manufacturing industry", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 27 No. 7, pp. 538-546, doi: [10.1108/08858621211257301](https://doi.org/10.1108/08858621211257301).
- Klein, M.M., Biehl, S.S. and Friedli, T. (2018), "Barriers to smart services for manufacturing companies-an exploratory study in the capital goods industry", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 33 No. 6, pp. 846-856, doi: [10.1108/JBIM-10-2015-0204](https://doi.org/10.1108/JBIM-10-2015-0204).
- Krippner, G. (2005), "The financialisation of the American economy", *Socio-Economic Review*, Vol. 3 No. 2, pp. 173-208, doi: [10.1093/ser/mwi008](https://doi.org/10.1093/ser/mwi008).
- Kwok, C. and Tadesse, S. (2006), "National culture and financial systems", *Journal of International Business Studies*, Vol. 37 No. 2, doi: [10.1057/palgrave.jibs.8400188](https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400188).
- McCracken, G. (1988), *The Long Interview*, Sage Publications, Newbury Park, CA.
- Momeni, K. and Martinsuo, M. (2018), "Remote monitoring in industrial services: need-to-have instead of nice-to-have", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 33 No. 6, pp. 792-803, doi: [10.1108/JBIM-10-2015-0187](https://doi.org/10.1108/JBIM-10-2015-0187).
- Neely, A. (2008), "Exploring the financial consequences of the servitisation of manufacturing", *Operations Management Research*, Vol. 1 No. 2, pp. 103-118, doi: [10.1007/s12063-009-0015-5](https://doi.org/10.1007/s12063-009-0015-5).
- Ng, I.C., Maull, R. and Yip, N. (2009), "Outcome-based contracts as a driver for systems thinking and service-dominant logic in service science: evidence from the defence industry", *European Management Journal*, Vol. 27 No. 6, pp. 377-387, doi: [10.1016/j.emj.2009.05.002](https://doi.org/10.1016/j.emj.2009.05.002).
- Oliveira, M., Mendes, G., Albuquerque, A. and Rozenfeld, H. (2018), "Lessons learned from a successful industrial product service system business model: emphasis on financial aspects", *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 33 No. 3, pp. 365-376, doi: [10.1108/jbim-07-2016-0147](https://doi.org/10.1108/jbim-07-2016-0147).
- Penttinen, E. and Palmer, J. (2007), "Improving firm positioning through enhanced offerings and buyer-seller relationships", *Industrial Marketing Management*, Vol. 36 No. 5, pp. 552-564, doi: [10.1016/j.indmarman.2006.02.005](https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2006.02.005).
- Perona, M., Saccani, N. and Bacchetti, A. (2017), "Research vs practice on manufacturing firms' servitisation strategies: a gap analysis and research agenda", *Systems*, Vol. 5 No. 1, p. 19, doi: [10.3390/systems5010019](https://doi.org/10.3390/systems5010019).
- Rabetino, R., Kohtamäki, M., Brax, S.A. and Sihvonen, J. (2021), "The tribes in the field of servitisation: discovering latent streams across 30 years of research", *Industrial Marketing Management*, Vol. 95, pp. 70-84.
- Rabetino, R., Kohtamäki, M., Lehtonen, H. and Kostama, H. (2015), "Developing the concept of life-cycle service offering", *Industrial Marketing Management*, Vol. 49, pp. 53-66.
- Raddats, C., Zolkiewski, J., Story, V.M., Burton, J., Baines, T. and Ziaee Bigdeli, A. (2017), "Interactively developed capabilities: evidence from dyadic servitisation relationships", *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 37 No. 3, pp. 382-400.
- Rosemary, B. and Appelbaum, E. (2013), "The impact of financialisation on management and employment outcomes", Upjohn Working Paper 13-191, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, MI.
- Schaefer, T., Ruffer, S. and Böhm, E. (2021), "Outcome-based contracting from the customers' perspective: a means-end chain analytical exploration", *Industrial Marketing Management*, Vol. 93, pp. 466-481, doi: [10.1016/j.indmarman.2020.06.002](https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.06.002).
- Segarra-Blasco, A., Garcia-Quevedo, J. and Teruel, M. (2013), "Financial constraints and the failure of innovation projects", *SSRN Electronic Journal*, doi: [10.2139/ssrn.2341581](https://doi.org/10.2139/ssrn.2341581).
- Su, K. and Liu, H. (2021), "Financialisation of manufacturing companies and corporate innovation: lessons from an

- emerging economy”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 42 No. 4, pp. 863-875, doi: [10.1002/mde.3278](https://doi.org/10.1002/mde.3278).
- Toxopeus, H., Achterberg, E. and Polzin, F. (2018), “Financing business model innovation: bank lending for firms shifting towards a circular economy”, Sustainable Finance Lab working paper, Utrecht University, The Netherlands.
- Ulaga, W. and Kowalkowski, C. (2022), “Servitization: a state-of-the-Art overview and future directions”, in Edvardsson, B. and Tronvoll, B. (Eds), *The Palgrave Handbook of Service Management*, Palgrave Macmillan, Cham, doi: [10.1007/978-3-030-91828-6\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-030-91828-6_10).
- Ulaga, W. and Reinartz, W. (2011), “Hybrid offerings: how manufacturing firms combine goods and services successfully”, *Journal of Marketing*, Vol. 75 No. 6, pp. 5-23, doi: [10.1509/jm.09.0395](https://doi.org/10.1509/jm.09.0395).
- Vandermerwe, S. and Rada, J. (1988), “Servitization of business: adding value by adding services”, *European Management Journal*, Vol. 6 No. 4, pp. 314-324, doi: [10.1016/0263-2373\(88\)90033-3](https://doi.org/10.1016/0263-2373(88)90033-3).
- Yescombe, E.R. (2017), *Principles of Project Finance*, Elsevier Academic Press, Cambridge, MA.
- Yin, R.K. (2017), *Case Study Research and Applications: Design and Methods*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA.
- Ziaee Bigdeli, A., Baines, T., Schroeder, A., Brown, S., Musson, E., Guang Shi, V. and Calabrese, A. (2018), “Measuring

- servitisation progress and outcome: the case of ‘advanced services’”, *Production Planning & Control*, Vol. 29 No. 4, pp. 315-332, doi: [10.1080/09537287.2018.1429029](https://doi.org/10.1080/09537287.2018.1429029).
- Ziaee Bigdeli, A., Kapoor, K., Schroeder, A. and Omidvar, O. (2021), “Exploring the root causes of servitisation challenges: an organisational boundary perspective”, *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 41 No. 5, pp. 547-573, doi: [10.1108/ijopm-08-2020-0507](https://doi.org/10.1108/ijopm-08-2020-0507).
- Zogning, F. (2017), “Comparing financial systems around the world: capital markets, legal systems, and governance regimes”, *Economics, Management, and Financial Markets*, Vol. 12 No. 4, pp. 43-58, doi: [10.22381/EMFM12420172](https://doi.org/10.22381/EMFM12420172).

### Further reading

- Pinto, J. and Coutinho dos Santos, M. (2018), “The choice between corporate and structured financing: evidence from new corporate borrowings”, *SSRN Electronic Journal*, doi: [10.2139/ssrn.3114099](https://doi.org/10.2139/ssrn.3114099).

### Corresponding author

Ibon Gil de San Vicente can be contacted at: [igil@orquestra.deusto.es](mailto:igil@orquestra.deusto.es)

11.5. Anexo 5. Gil de San Vicente, I., & Wilson, J. R. (2025). Effects and responses of peripheral regions to financialization: Exploring an extension of the cluster approach. *Competition & Change*, 0(0). <https://doi.org/10.1177/10245294251325034>

# Effects and responses of peripheral regions to financialization: Exploring an extension of the cluster approach

*Competition & Change*  
2025, Vol. 0(0) 1–21  
© The Author(s) 2025  
Article reuse guidelines:  
[sagepub.com/journals-permissions](https://sagepub.com/journals-permissions)  
DOI: 10.1177/10245294251325034  
[journals.sagepub.com/home/cch](https://journals.sagepub.com/home/cch)



Ibon Gil de San Vicente  and James R Wilson

Orkestra, Basque Institute of Competitiveness and Deusto Business School, University of Deusto, San Sebastián, Spain

## Abstract

This article examines the implications and potential responses to financialization in peripheral regions, aiming to impact and boost the economic development of financial activity linked to the territory's needs. It uses a case analysis based on an action research process in the Basque Country. The results show that collaboration within peripheral regions can strengthen their local financial centres. We find learnings related to (i) the process of creating a new policy instrument; (ii) identifying specific challenges and opportunities for collaboration linked to the main consequences of financialization; and (iii) the role of the public sector in creating the conditions for a successful cluster-type policy that targets public-private partnership. The originality of the study lies in its focus on an understudied area, namely, the regional and peripheral financial centres. The experience analysed may be of interest to the academy as it is an innovative policy process in a peripheral and highly industrialised region.

## Keywords

Peripheral financial centres, regional development, cluster policy, innovative public-private partnership, financialization

## Introduction

Financialization can be understood as the increasing dominance of financial motives, markets, actors and institutions in the wider economy (Epstein, 2005). According to Palley (2008), financialization involves modifications in the configuration and functioning of financial markets such as increased liquidity and transaction speed. It also affects the strategies of non-financial corporations – for example, higher reliance on debt and the adoption of new business models – and the territorial concentration of financial activity. It thus has important implications for

---

### Corresponding author:

Ibon Gil de San Vicente, Orkestra, Basque Institute of Competitiveness and Deusto Business School, University of Deusto, Mundaiz, 50, San Sebastian 20012, Spain.

Email: [igil@orquestra.deusto.es](mailto:igil@orquestra.deusto.es)

the configuration and functioning of economic activity, including a spatial dimension related to the concentration of financial activities in some territories and delocalization in others (Clark, 2006).

The concentration of financial activities is affecting regional financial centers around the world. It makes it more difficult for economic actors in peripheral territories to have access to a wide and sophisticated range of financing options, especially in times of crisis. Indeed, while often viewed as separate, the financial and real economies are deeply interconnected. Financial systems play a key role in resource allocation and alleviate external financing constraints, directly influencing economic growth (Levine, 2005). An implication of the concentration of financial activities is therefore that location has become a critical element in access to financing for companies. For example, Martin (2011) found that location was an important factor in financing in the aftermath of the 2008 financial crisis in the US and UK, while Çolak and Öztekin (2021) found that the financial environment of different territories affected access to credit in the context of COVID-19. Thus regions with, or well-connected with, developed financial centres have advantageous conditions for economic development due to favourable financial flows (Guiso et al., 2004). The spatial consequences of financialization hence include parallel realities between exponentially growing financial centres and the real economy located in other places (Lee et al., 2009), and a threat to the rootedness of decision-making capacities in peripheral regions as companies face pressures to relocate core functions to places with more sophisticated financial centers.

To characterize regions in terms of their development as a financial center, Degli'Innocenti et al. (2017) differentiate Tier 1 global financial centers (e.g. Frankfurt and London), Tier 2 national financial centers connected to global ones (typically national capital cities), and Tier 3 subnational or regional financial centers. Tier 3 centers have traditionally offered solutions to local economies within their sphere of influence, but they have been strongly affected over recent decades by the centralization of financial activity in Tier 1 and Tier 2 locations. For example, the Basque Country region (and the city of Bilbao especially) was historically a financial center of reference in Spain, related to the strong industrial structure of the region. Yet since the 1990s it has progressively lost its position in favour of other financial centers (Larreina Díaz and Gómez-Bezares Pascual, 2007). In the face of this reality the governments of peripheral territories have limited possibilities to act, as they cannot influence global trends. Moreover, the process of creating a common financial space in Europe suffers from limitations in policy implementation and a concentration of decision-making power that can further amplify regional disparities (Crescenzi, 2009). Peripheral regions must therefore seek innovative ways to strengthen key aspects of their local financial sector in the face of centrifugal forces.

Cluster initiatives are a policy tool that has been used to good effect over recent decades to root and boost the economic development of specific clusters of economic activities by fostering mutually beneficial cooperative dynamics between firms and other related actors (Wilson, 2019). However, their application has been predominantly focused on traded activities, particularly in the manufacturing sector, and there is relatively little analysis of cluster initiatives in the finance sphere beyond that of Tier 1 global hubs like London (Pandit et al., 2017), Luxembourg, (Walther et al., 2011), or Frankfurt (Volgmann and Münter, 2018). This paper analyses the potential of cluster policy as a response to the weakening of Tier 3 finance centers in peripheral regions in the context of financialization (the growing dominance of financial motives and markets over economic and social structures). The central research question is to what extent strengthening collaborative dynamics within peripheral-region finance clusters could contribute to bolstering their competitiveness and capacity to locally meet the financing needs of regional industry? We explore this question by reporting on a novel action research process undertaken in 2023 and 2024 in the Basque Country region. Specifically, this process experiments with the extension of a well-established cluster policy

to a new finance and investment cluster initiative, in explicit response to policy concerns around the impacts of the centrifugal tendencies associated with financialization.

## **Financialization, financial centers, and implications for peripheral regions**

The financial ecosystem of a region is central to its economic development given the importance of access to finance for sustaining and enhancing the competitiveness of the firms based there and for facilitating the emergence of new entrepreneurial projects. There are essentially two views on the importance of geographic location for access to finance: that geography is not relevant (O'Brien, 1991), and that it is (Klagge and Martin, 2005). The first view holds that financial resources will flow to become adequately distributed among different territories, regardless of where they are physically located, while the second view considers that financial markets are not neutral, and that elements such as proximity condition access to finance in practice (Thrift, 1994).

Based on a combination of evidence in the literature and our own experiences in working with economic development policymakers in a peripheral region, we are more sympathetic to the second perspective. Accordingly, we consider that financial activity exhibits spatial biases, whereby proximity to financial markets and financial ecosystem actors play a significant role in determining not only the availability of capital but the quality and variety of accessible financial services. In this sense, Corpataux et al. (2017) and Giannakis and Bruggeman's (2017) highlight the regional disparities caused by underdeveloped financial centers. More specifically, Ughetto et al. (2019) highlight the importance of proximity in diminishing information asymmetries, which in turn promotes trust and facilitates access to financing, while the empirical evidence presented by Hashimoto et al. (2022) supports the argument that larger financial centers can offer more complex services than local centers.

Parting from Epstein's (2005) definition of financialization, a range of approaches have explored its influences on corporate finance, government policy, and geography. Indeed, financialization refers to a complex reality that is constructed in the interactions between States, private firms, and individuals. It has diverse ramifications for States and for non-financial-sector firms (Krippner, 2005), which include negative effects related to income inequality, wage stagnation, and financial risk (Palley, 2007). Moreover, the financial crisis of 2008 highlighted the emergence of a disconnection between the financial and real economy (Mader et al., 2020). For example, Orhangazi (2008) argues that financialization has altered business conduct by emphasizing shareholder value and immediate financial returns at the expense of long-term productive investments. As such, companies increasingly prioritize stock buybacks and dividend payments, reallocating resources away from research, development, and operational expansion. Indeed, Cecchetti and Kharroubi (2015) conclude that financialization has brought the financial sector into competition with the real economy in terms of resources so that growth in financial activity does not necessarily imply real growth in the economy.

With regards to geography, it is common to consider the interplay between financialization and the fortunes of different scales of financial centers. By financial centers we refer to the organization of financial intermediation in specific geographic areas where financial resource surpluses are connected to financial resource needs. Clark (2016) differentiates between global, national, and regional financial centers and identifies challenges and areas of development for each of them. While most of the literature focuses its attention on global or national financial centers, there is only limited literature on regional and peripheral financial centers.

Aalbers (2008) analyses the evolution of capital circuits, finding that the expansion of global financial centers has been propelled by innovation in financial instruments rather than by enhanced linkages with other, less developed financial centers. This phenomenon can significantly affect local economies, as the emphasis on global finance frequently marginalizes local economic activity and generates inequities between global financial centers and their adjacent areas. More generally, Klagge and Martin (2005) argue that financialization affects the geographic distribution of financial centers, and several studies have analyzed their dynamics and the connections between them. Above all, these studies highlight the growth of global financial centers, the intense competition among them for investment and talent, and the poor connection with other smaller financial centers. For example, Wardle and Mainelli (2023) analyse 132 financial centers corresponding with upper-middle income urban agglomerations (considered Tier 1 and Tier 2). They highlight the pre-eminence of centers such as New York, London, and Singapore, global centers that not only concentrate most financial resources but that also actively compete for talent and investment, strengthening their position at the top of the index. Degl'Innocenti et al. (2017) used the same sample to examine 23 European financial centers during the global financial crisis. They found that top financial centers such as Frankfurt, Paris, and Luxembourg were more resilient than peripheral centers, a factor generating increasing inequalities. However, Wójcik et al. (2022) emphasize that the influence and relationships among international financial centers are dynamic and can evolve over time, shaped by factors such as mergers, acquisitions and shifting power geometries.

In terms of the causes of this geographically uneven landscape, Cook et al.'s (2007: 1341) analysis of centripetal and centrifugal dynamics within the City of London highlights the significance of proximity in facilitating sector-specific knowledge production and dissemination in large centers: 'we find large banks, insurance firms, and law firms driving the agglomeration, in which physical proximity to related firms and institutions enabling face-to-face contact and relationship-building is of *fundamental importance*'. While Zhu et al. (2022) find that smaller cities proximate to such global cities can benefit from increased capital flows, the re-enforcing nature of such centripetal forces tend to generate inequalities with poorly connected, smaller financial centers, especially in times of crisis. Indeed, Ioannou and Wójcik (2021a) argue that primary cities, often capital cities, provide advantages due to their closeness to financial and political power, hence reinforcing urban primacy. As Karreman (2009: 266) points out, Stockholm, Vienna, and Athens host the headquarters of large investors in the Baltics, Central Europe, and Southeastern Europe, respectively, underscoring the importance of strategic positioning within adjacent regions.

The counterpart is that peripheral regions face special challenges in sustaining financial capabilities and activity in the face of the dominant influence of well-positioned financial centers. Data on economic specialization shows that a weakening of financial services activity is indeed a reality across European regions. Online Annex 1 presents data on the location quotients (LQ) of 201 EU-27 regions based on financial services employment. The average value of the LQ is 0.84 and 62% of regions experienced a decline in specialization between the periods 2014–2016 and 2017–2019. The 149 regions that are considered under-specialized ( $LQ < 1$ ) have an average LQ of 0.62, and, in contrast, all capital regions except Berlin demonstrate high specialization, with an average LQ of 1.74.

The increasing concentration of financial activity may pose challenges for under-specialized regions, potentially hindering economic competitiveness and development. Yet Hashimoto and Wójcik (2021) note that centralization and associated loss of specialization does not occur with equal intensity in all places. They give the example of financial centers in Poland that have held up better than in neighbouring countries (Hungary, Czech Republic, and Slovakia), maintaining their specialization. Moreover, Panitz and Glückler's (2022) recent paper analyzing the consequences of

Brexit is suggestive of a process of growing specialization in niche financial activities in multiple centers, rather than the replication of a concentration like London. Such a tendency could be like that of the aerospace industry, which has evolved from big centers of activity that cover the whole value chain towards smaller centers that specialize in specific activities, favouring trade and knowledge exchange between them (Turkina et al., 2016). This could also open the possibility for regional financial centers – even potentially in peripheral regions – to grow based on niche specializations in activity (e.g. green finance).

### *The influence of financialization on peripheral financial centres*

To analyse the influence of financialization on peripheral financial centres we can draw on the five elements identified by Levine (2005) to measure whether a financial center is efficient and enables economic development: (i) there must be an adequate flow of information to connect companies with investors; (ii) the market must have liquidity to allow asset exchange and risk management; (iii) there should be infrastructure to facilitate transactions; (iv) there should be legal certainty, regulation and supervision to guarantee the rights of companies and investors; and (v) the center should be open, connecting its own savings with the outside, and external savings to the enterprises of the territory. Based on these five elements, Table 1 draws on a range of literature to illustrate how financialization affects regional financial centers.

For regional centres to support economic development effectively, they must address the challenges outlined in Table 1. While financialization is often driven by national policies like deregulation and privatisation, regional governments – despite limited influence over these processes – play a crucial role in local financial ecosystems. Studies highlight the importance of active regional policies, particularly to improve financing access for SMEs (European Commission, 2019) and start-ups (Szczepański, 2017). Finally, it is important to consider the differential effects of financialization across regions because of the differential impacts by economic sector. Manufacturing, for example, currently has large and specific financing needs related to the rapid transformation associated with its greening (European Commission, 2021), and energy- and material-intensive manufacturing activities tend to be concentrated in certain regions (Paci and Usai, 2000). The inadequate financial connection of these regions with financial centres can undermine industrial activity (Cozzi et al., 2016) and contribute to opening development gaps that jeopardize social cohesion (Rodríguez-Pose, 2018).

### **Clusters as a regional economic development tool**

Cluster policy is a widely used regional economic development tool aimed at strengthening geographically concentrated clusters of economic activity, particularly in industrial sectors. Clusters are structural features of economies whose presence reflects the advantages of spatial agglomeration (Porter, 1998). Cluster initiatives are purposeful actions to boost the competitiveness of clusters by collectively addressing challenges like innovation, internationalization, value-chain reinforcement, and sustainability. They are typically operationalized through intermediary ‘cluster management organisations’ (CMOs), often supported by economic development policy programmes.

In Europe, clusters account for 24.4% of EU employment, with nearly 1400 CMOs registered on the European Cluster Collaboration Platform (Franco et al., 2021). Indeed, despite challenges in evaluating their impacts (Wilson et al., 2022), cluster initiatives have become a permanent feature of regional economic development policies not just in Europe, but worldwide, including in peripheral regions (Maffioli et al., 2016; UNIDO, 2013).

**Table I.** Effects and consequences of financialization in regional financial centres.

	Effects of financialization	Consequences for regional financial centres
Providing information on investment opportunities	Greater use of standardized ratings (Chiapello, 2020)	Groups of small local firms require closer, non-standardized relations based on reputation (Clark and Wójcik, 2007; Nelson and Katzenstein, 2014)
	Higher possibilities for uncertainty and contagion effects between markets (Aalbers, 2008)	Global actors use imperfect measurement techniques that ignore local realities (Clark et al., 2009)
Liquidity, monitoring and managing investments	Increased liquidity, more concentrated in a few actors in certain financial centres (Cassis, 2010)	Money does not flow uniformly or with the same speed towards different territories (Martin and Pollard, 2017)
	Financial sector competes for resources with the real economy (Cecchetti and Kharroubi, 2015)	Decision-making is not completely rational: It is influenced by culture (Dupuy et al., 2010) and in times of crisis there is a retrograde effect towards central headquarters (Papi et al., 2017)
Facilitating exchange, diversification and risk management	Standardized networks connecting the large financial centers (Petry, 2020)	Peripheral centers offer less complex financial services (Hashimoto et al., 2022)
	Banks play a key role in extending infrastructures in less developed financial markets (Levine, 2002)	The global financial system is a homogenizing force that limits local autonomy and may hinder local investment policies (Monk, 2009)
Regulatory frameworks for mobilizing and allocating savings		The heavy regulation of the banking sector has generated concentration and a loss of capillarity (Claessens and Van Horen, 2015)
	Concentration in certain global financial centers (such as global tax havens) increases opacity and decreases capacity for regulators to act (Corpataux and Crevoisier, 2016)	Large economic conglomerates, previously linked to a state, escape supervision (Fernandez and Hendrikse, 2020)
	Increased asset complexity (Coombs and Van der Heide, 2020)	Regulation lags measurement techniques, which generates uncertainty in crises and contagion effects (Coombs and Van der Heide, 2020)
	Shadow banking brings in new actors that act outside existing regulation (Pozsar et al., 2010)	Regional governments have little or no competence to regulate and supervise financial actors

(continued)

**Table I.** (continued)

	Effects of financialization	Consequences for regional financial centres
Facilitating trade in goods and services	<p>Connection between major financial markets, which compete through investment and talent attraction (Wardle and Mainelli, 2023)</p> <p>Capital cities provide advantages due to their closeness to financial and political power, hence enabling better connections with other financial centres (Ioannou and Wójcik, 2021b)</p>	<p>Typically, weak connections between global and regional financial markets (Aalbers, 2008; Čihák et al., 2012)</p> <p>Regional centers are far from financial and political power</p>

### *Cluster policy applied to finance*

Despite the widespread reach of cluster policy, there are not many examples of its application to finance-related activities and those examples tend to be in capital regions. Indeed, European CMOs are heavily concentrated in manufacturing (Franco et al., 2021), and only six of the 1374 CMOs registered on the ECCP are directly associated with financial and insurance activities (NACE codes K64, K64, and K66). [Online Annex 2](#) details basic information on these six CMOs, including an assessment of their focus/niche and the types of activities that they support among their members (which typically include start-ups, SMEs, large enterprises, and research institutes). The diversity in membership numbers, spanning from 121 to over 400, indicates the varying scale of initiatives. Moreover, while they all provide the types of activities typically associated with cluster initiatives, two of the CMOs have a broad focus related to the entire spectrum of financial activities and four have a more specific focus on fintech. Also noteworthy is that four have been established since 2018, highlighting the relatively recent foray of cluster policy into financial services activities, and that four are in what can be classed as capital regions, reflecting the concentration tendencies associated with financialization.

There is also a lack of research on peripheral region finance clusters in the academic literature. With the exception of [Larreina \(2008\)](#), who analyses the case of Scotland to argue that financial services clusters can thrive in peripheral regions, studies are focused on a handful of global financial centres ([Bresson, 2007](#); [Degl'Innocenti et al., 2017](#); [Lavery et al., 2018](#); [Pandit et al., 2017](#); [Volgmann and Münter, 2018](#); [Walther et al., 2011](#); [Wardle and Mainelli, 2023](#)). Moreover, the growing interest in fintech clusters ([Gazel and Schwienbacher, 2021](#)) has also focused largely on capital regions, such as in the Danish ([Barz et al., 2023](#)) and Swedish ([Linder, 2018](#)) cases, and [Ioannou and Wójcik \(2021b\)](#) find that fintech has contributed to, rather than challenged, the high geographical concentration of financial services in Latin America.

### **Basque clusters: Background to the case**

The Basque Country is a peripheral region of around 2 million people situated on the north Atlantic coast of Spain. While recognizing that place-specific political, economic, and cultural conditions make each peripheral region unique, and therefore generalization difficult, the Basque Country

makes an interesting case for exploring the potential for cluster policy to respond to challenges posed by financialization in peripheral regions for several reasons.

Firstly, it has a strong industrial heritage and sophisticated industrial structure, which implies a wide range of financing needs related to ongoing processes of industrial diversification and greening (Franco et al., 2023; Franco and Wilson, 2022). In other words, from a finance perspective it has a demanding economy that needs capital inflows (Martin and Pollard, 2017) and specialized knowledge to meet its distinctive needs (Clark and Wójcik, 2007; Nelson and Katzenstein, 2014). However, these needs do not necessarily fit with the short-term vision and investment parameters of international investment funds (Monk, 2009), oriented towards profitability and with limited sensibility towards the maintenance of activity locally (Orhangazi, 2008).

Secondly, the Basque Country is a historically important financial center in the Spanish context, linked to its industrial heritage, that has been in decline since the 1990s as activities have re-located to financial centers such as Madrid (Larreina Díaz and Gómez-Bezares Pascual, 2007).<sup>1</sup> In this context the proximity relationships between financial actors and the local economy have been weakened (Corpataux and Crevoisier, 2016). This generates problems such as information asymmetries related to investment risk (Clark and Wójcik, 2007; Nelson and Katzenstein, 2014) and a lack of local talent in the financial field that can work on innovative business models with local companies (Hashimoto et al., 2022).

Thirdly, the Basque Country has a long-standing and much-analysed cluster policy (Aranguren et al., 2009, 2014; De la Maza et al., 2012; Elola et al., 2017; Konstantynova, 2017). It was introduced in the 1990s and supports 16 CMOs in a diverse range of primarily manufacturing activities.<sup>2</sup> The CMOs have a dual role. On the one hand they are an instrument for business competitiveness, working to strengthen the competitiveness of their members by fostering collaboration around shared challenges. On the other hand, they are an instrument of public policy, working as intermediaries between Basque firms and policymakers to strengthen economic development (e.g. in the framework of the regional smart specialization strategy, see Aranguren et al., 2023).

Issues related to finance have traditionally been addressed by the cluster initiatives where they arise as areas of concern for their members (sometimes leading to the establishment of working groups, for example). Indeed, in the latest (2022) edition of the members survey conducted to evaluate the actions of CMOs, 'attracting investment and specialized finance' was in the top three (out of 13) cooperation areas where cluster members felt that more time and resources should be dedicated.<sup>3</sup> This is reflective of a more general policy concern that Basque firms are increasingly struggling to find local solutions to their financing needs.

In a region with a long tradition of cluster policy development, policymakers have naturally enquired whether enhancing collaborative dynamics within new financial services CMO could play a role in addressing these concerns. While the adverse effects of financialization frequently revolve around speculative activities and disconnection from the real economy (Cecchetti and Kharroubi, 2015), an efficient, locally rooted finance and investment cluster could focus on promoting productive investments (rather than competing for resources) and offering more sophisticated financial services to address the requirements of other local clusters (Hashimoto et al., 2022). Such a strategy could mitigate the downturn in local financial services by integrating the financial sector with the region's overarching economic strategy, promoting sustainable growth across multiple industries (Ughetto et al., 2019).

## Case analysis: Exploring the potential for a cluster initiative to address the impacts of financialization

Political concern with financialization has grown over recent years in the Basque Country, specifically regarding: (i) the effects of centripetal forces on the Basque finance sector and related value chains and (ii) the effects on the capacity of the region to maintain and attract decision-making centres in traditional and emerging industries. Political impetus set two policy dynamics in motion in 2023. Firstly, discreet conversations with local financial entities to mobilize private actors. Secondly, a mandate for two Basque Government departments to create a task force exploring a new cluster initiative.<sup>4</sup> Given the long-term collaboration on cluster policy and the regional financial ecosystem between these two departments and the research centre Orkestra,<sup>5</sup> researchers from Orkestra were involved in this task force from the outset.

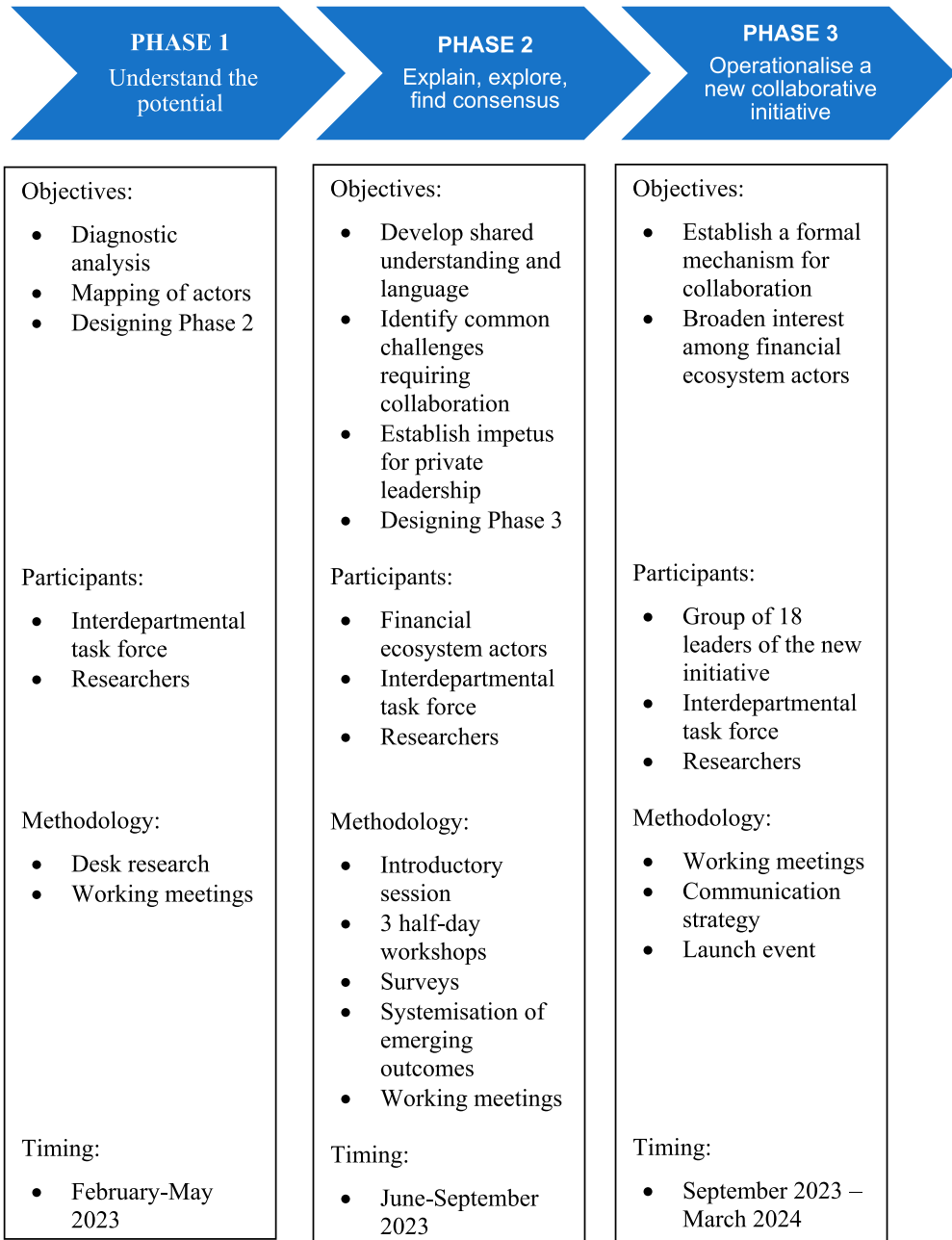
Researchers at Orkestra led the design and facilitation of the process developed by the task force, which was conceived as an action research project. It was influenced by the principles of Action Research for Territorial Development (ARTD) (Karlsen and Larrea, 2014; Larrea, 2020), which establishes cycles of research-informed reflection and action between researchers and practitioners, and by research on the evidence-based, exploratory processes required to develop so-called 'entrepreneurial discovery processes' in the framework of regional smart specialisation strategies (Aranguren et al., 2019, 2023; Gianelle et al., 2016; Marinelli and Perianez-Forte, 2017).

Specifically, the action research process was structured in the three phases set out in Figure 1: (i) developing a baseline understanding of the potential of the financial sector in the territory; (ii) explaining, exploring and developing a degree of consensus among a broad range of financial sector stakeholders; and (iii) identifying and taking concrete steps to operationalize a new collaborative initiative. The design of the overall process was explicitly flexible, reflecting the requirements of an exploratory policy process where the agents involved have diverse motivations and the outcomes are inherently unpredictable. For example, it was made explicit that progressing through the phases would require certain outcomes in the previous phases, and that the precise design of each phase would need to adapt to emerging outcomes.

### *Outcomes of phase 1: Understand the potential*

The first phase began by establishing a shared understanding of the initiative's dual objective: (i) to strengthen the competitiveness, presence, and diversity of finance and investment companies in the Basque Country; and (ii) to foster innovation in financial services aligned with the region's business needs, supporting complex transitions and rooting decision-making centres. Building on this, Phase 1 generated an evidence-based foundation through desk research and task force meetings focused on: (i) understanding financial service clusters and international policy benchmarks; (ii) mapping financial services activities and regional actors using statistical and firm-level data; and (iii) analysing the regional policy context.

The most visible outcome was a detailed report containing a baseline analysis of these three pillars, which served as a reference point for the design of the subsequent phases (and was circulated among all participants). Firstly, the report highlighted the scarcity of analysis of peripheral region finance clusters in the academic literature, where existing works focus on global hubs such as London (Pandit et al., 2017; Taylor et al., 2003), Luxembourg (Walther et al., 2011), Hong Kong (Enright, 2016), or Frankfurt (Volgmann and Münter, 2018). However, it identified a set of international policy experiences (including those in Online Annex 2) from which lessons could potentially be learned. Secondly, the report identified a process of decline in the presence of financial



**Figure 1.** Phases of the action research process.

services and related activities in the Basque Country relative to other European regions, including similar industrial regions like Emilia Romagna and Upper Austria. Nevertheless, a detailed statistical mapping identified 181 firms and other actors working in the field of finance and investment, primarily banks and their affiliate companies, investment funds and family offices, with only a very

limited presence of fintech companies. Thirdly, analysis of the policy context highlighted the characteristics of the cluster policy.

Alongside the strategic intelligence provided by the desk research process, a less visible but equally important outcome of the first phase was the development of common language and understanding of the core issues among the task force. This was especially significant because alongside the gap in language and culture often present between policymakers and researchers, the policymakers involved in the task force came from different departments and government agencies. Each brought different perspectives on the nature of the challenges being addressed and the feasibility of different solutions, which at times generated tensions. It was critical therefore to build a common understanding among this task force before opening the process to the participation of the financial ecosystem actors.

### *Outcomes of phase 2: Explain, explore, find consensus*

Having established an evidence base, the second phase was designed to open the action research process to a wide group of actors in the Basque financial ecosystem to: (i) explain and explore the potential for a collaborative initiative, developing shared understanding and language; (ii) identify common challenges that require collaborative solutions; and (iii) provide an impetus for private leadership to emerge. In May 2023, an introductory session (and subsequent survey) was held to explain the initiative, present Phase 1 conclusions, and outline the proposed methodology. Attended by 66 organisations and convened by high-level Basque Government representatives, over 90% of participants rated their interest in the initiative at 4 or above (on a scale of 1 to 5), with 25 entities showing tentative interest in taking a leading role.

Phase 2 was structured around three workshops with 86 participants, again supported by surveys to gather feedback and refine emerging issues. Workshops were prepared by the task force and led by researchers, with results systematized and shared with participants. This process fostered a sense of belonging and improved social capital among previously disparate actors. The 86 participants included 49 core cluster actors (e.g. banking, venture capital, pension funds, and public financial institutions), 32 facilitating organisations (e.g. incubators, agencies, universities and consultancies), 2 regulatory entities, and 3 organisations from other clusters interested in the initiative. 66 of the organisations had headquarters in the Basque Country, and the rest of them had physical delegations.<sup>6</sup>

The first workshop introduced the cluster concept, encouraged dialogue among unfamiliar actors, and initiated discussions on the strengths, weaknesses, and challenges of the Basque financial ecosystem. The second workshop presented the experience of an existing Basque CMO, summarized insights from the first workshop, and explored concrete collaboration opportunities. The third workshop featured practical cases of cluster collaboration, refined and prioritized the identified opportunities, and outlined steps for establishing a formal collaborative initiative.

A key outcome of the process was the development of social capital, whereby a wide range of actors from a relatively fragmented sector began to reflect together on their challenges and develop a shared language to characterize them. Specifically, 6 common challenges were identified as being critical to the future success of the Basque financial ecosystem:

- (1) Evolution and increased sophistication of the ecosystem
- (2) People and talent
- (3) Connection with the other economic sectors

- (4) Financial culture, attitudes, and image of the sector
- (5) Entrance of new actors and rooting of the sector in the territory
- (6) Lack of technological capacities

In the context of these broad challenges, 12 concrete opportunities for collaboration between actors in the ecosystem were identified and given a time horizon (see [Table 2](#)). Most of these correspond with the types of actions on which CMOs in other sectors and contexts habitually work (more detail in [Online Annex 3](#)).

At the end of Phase 2 a survey was conducted to measure the level of commitment to the initiative, the quality of the process and working sessions, and the objectives achieved. The 53 respondents reaffirmed their level of commitment to the initiative (4.5 out of 5), considered that the process had been of high quality (4.1 out of 5), and agreed that the objectives and goals of the initiative were adequate to move forward (3.9 out of 5).

### *Outcomes of phase 3: Operationalizing a new collaborative initiative*

Having awoken interest in the possibilities for and benefits of a collaborative initiative that could progressively address the challenges and opportunities identified, the third phase was oriented to establishing a formal mechanism for collaboration in the form of a CMO and to broadening interest in the initiative among the whole ecosystem. It was explicitly designed as a transition phase from research/policy led facilitation to operationalization, in which the task force would play a progressively smaller role as leaders from the private sector stepped forward. The task force convened an initial set of meetings of the 18 actors interested in leading the initiative. These meetings were designed to navigate difficult decisions related to leadership, governance, and representativeness within a new CMO, issues where deep knowledge of the process to date, the mapping of actors, and broader cluster policy and CMO practices is important. After three meetings, however, the leadership group for the new initiative took control of convening their own meetings to work on legal issues and formulate 5 concrete aims that would guide the activities of the new association:

**Table 2.** Collaboration opportunities identified to respond to common challenges facing the Basque financial ecosystem.

Time horizon	Opportunities for collaboration
Short	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Improve own knowledge about the structure of the Basque financial ecosystem</li> <li>• Undertake a screening of investment opportunities in the Basque Country</li> <li>• Work on making the Basque Country an attractive territory for investment</li> </ul>
Medium	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apply AI technologies to the sector</li> <li>• Exploit technologies related with security</li> <li>• Develop spaces for connection with other economic sectors</li> <li>• Promote new investment funds</li> <li>• Work on making the Basque Country an attractive territory for financial talent</li> <li>• Work on rooting of Basque firms in the territory</li> </ul>
Long	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exploit synergies with other Basque clusters</li> <li>• Promote start-ups, specialized financial firms and fintech</li> <li>• Sophisticate the financial function and socialize it among firms and society</li> </ul>

**Table 3.** Cluster Policy Opportunities Linked to Financialization Challenges in Regional Financial Centers.

Challenge	Opportunities from applying cluster policy
Providing information on investment opportunities	Cluster initiatives can leverage collaborative tools that can enhance knowledge exchange between financial actors and industrial sectors. Specifically, mapping local firms' financing needs, especially SMEs, can reduce asymmetries, enable the creation of tailored financial solutions and foster a deeper alignment between financial services and the local economy (Clark et al., 2009; Çolak and Öztekin, 2021)
Liquidity, monitoring, and managing investments	Cluster initiatives can promote diversification by incorporating a variety of local and non-local actors, both traditional and non-traditional (Hashimoto et al., 2022). This not only enhances more sophisticated financial solutions for firms but also supports industrial transformation goals, such as the green transition, which requires innovative and large-scale financing. Collaboration enables the flow of resources to the real economy, reinforcing the complementary role of the financial center (Cecchetti and Kharroubi, 2015)
Facilitating exchange, diversification, and risk management	Cluster initiatives can facilitate cooperation and address collective challenges linked to a lack of capacities in areas related to financial technologies/techniques (like financial measurement (Froud et al., 2000) or cash flow management (Toxopeus et al., 2018)). Financialization has developed advanced techniques, transforming markets into active creators of financial products and systems (Petry, 2024). Adopting these languages plays an increasingly important role in attracting financing, requiring traditional financing schemes to evolve using new technologies and associated capabilities (Chiapello, 2020)
Regulatory frameworks for mobilizing and allocating savings	Cluster initiatives can strengthen the connection between financial decision-making, regulators, and the needs of the local economy, for example, by working to align local savings instruments – such as pension funds and banking foundations – with regional development priorities (Klagge et al., 2017; Pozsar et al., 2010). Collaborative platforms also enable strategic intelligence, helping anticipate risks from external actors (e.g. divestments or relocations) and ensuring a proactive response to potential crises (Coombs and Van der Heide, 2020)
Facilitating trade in goods and services	Cluster initiatives can play a key role in generating connections with other financial centers (Aalbers, 2008; Čihák et al., 2012), a role that CMOs are well-positioned to fulfil as intermediaries. Addressing a common challenge, for instance, talent attraction (Wardle and Mainelli, 2023), is crucial to strengthening these networks and enhancing the centre's competitiveness. Moreover, a unified voice can enhance representation, offering greater influence in discussions with regulators and policymakers who are often detached from the region (Ioannou and Wójcik, 2021b)

- Driving the competitive and sustainable transformation of the Basque Country's economy through its financial and investment ecosystem.
- Empowering the Basque Country through financial culture and knowledge.
- Development of financial and investment talent in the Basque Country
- Boosting digital and sustainable transformation.
- Promotion of innovative initiatives in legislative measures.

Importantly, this group of leaders had a clear mandate to implement the initiative, drawing on the interest awoken and insights developed during Phase 2, and striving to strike a balance between the various typologies of organisations that would shape the future governance of a CMO. It is noteworthy that the public entities within this group of leaders, in a strategic move to priorities the private foundation of the cluster, chose not to hold executive positions in the Board of Directors, thereby ceding leadership to the private actors. As a result of Phase 3, the first Board of Directors of the association was constituted in March 2024, alongside a public presentation of the new Basque Financial and Investment cluster (BasqueFIK).

## Conclusions

The increasing centralization of financial activities in Tier 1 and Tier 2 financial centers has resulted in the decline of Tier 3 centers situated in peripheral regions (Degl'Innocenti et al., 2017). Consequences include a weakening of the role of the local financial center as a driver in financing the real economy in these regions. On the one hand, the number and diversity of financial actors, as well as their agglomeration advantage (Cook et al., 2007) and decision-making capacity (Ioannou and Wójcik, 2021a), are eroded. On the other hand, the financial function is weakened, limiting the ability to develop sophisticated solutions (Hashimoto et al., 2022) and ultimately diluting the positive effects associated with the proximity between economic and financial actors (Ughetto et al., 2019).

This trend, part of the way in which the financialization process is playing out across geography, exacerbates the structural disadvantages faced by peripheral regions and deepens the systemic challenges that they face. In this paper, we have explored the case of the creation of a new cluster initiative focused on the local financial sector as a policy response to the dilemmas arising from this situation in the Basque Country. Three main learnings can be highlighted, with respect to: (i) the action research process underscoring this initiative; (ii) the opportunities for collaboration linked to financialization challenges; and (iii) the role of the public sector in regional financial centers.

The action research process involved organizations of diverse nature – financial actors, government and researchers – working towards a common objective aligned with the objectives of the territory (Karlsen and Larrea, 2014; Larrea, 2020). These actors have discovered the reality of the Basque financial cluster in a form of 'entrepreneurial discovery process' (Aranguren et al., 2019, 2023; Gianelle et al., 2016; Marinelli and Perianez-Forte, 2017). From a fragmented beginning, a degree of social capital and common understanding have been constructed during the process, generating a positive effect on the coherence of the ecosystem. This can be seen concretely in the stable involvement of almost 90 actors throughout the year-long process and the eventual establishment of a new, formal collaborative initiative with shared leadership from 18 diverse actors.

Key ingredients in this process can be identified in terms of: (i) flexibility, with the concrete steps of each phase defined according to the emergent needs of the process; (ii) inclusion, with a proactive openness that sought to include as wide a range of actors as possible, and ensure representativeness of the main categories of financial actors present in the territory; (iii) transparency, with documentation and summaries of key meetings shared among all participants and opinions sought

through regular quick surveys; (iv) legitimacy, provided in the initial stages by the combination of government backing and rigorous research inputs, and in the latter stages by the emergence of private sector leadership; and (v) a carefully considered time horizon, where the need to build common language and understanding implies that the process cannot be rushed, but at the same time must move forwards with purpose, each step leading to concrete decision on the nature and timing of the next one. Through these ingredients the process has strengthened proximity relationships across cognitive, organizational, social and institutional dimensions (Balland et al., 2015), as a key step towards countenancing some of the challenges posed to peripheral region financial ecosystems.

Moreover, in the context of a peripheral region affected by distance from decision-making centers (Corpataux and Crevoisier, 2016), limited presence of organizations related to financial markets (Larreina Díaz and Gómez-Bezares Pascual, 2007) and the dominance of hierarchical and centralized processes (Čihák et al., 2012), mapping financial actors – both through empirical analysis and dialogue – has proven to be a crucial part of the process. It provides a solid, evidence-based foundation for identifying gaps, understanding shared challenges, and fostering collaborative responses that strengthen the local financial ecosystem.

When it comes to the specific consequences of financialization for regional financial centers outlined in Table 1, our research has illustrated how these can be addressed by cluster policy. Indeed, the case demonstrates tangible opportunities for collaboration that can enhance the resilience and functionality of peripheral region financial centers while reinforcing their role in supporting regional economic ecosystems (see Table 3).

Overall, the case analysis has shown that each of these issues facing the financial ecosystems of peripheral regions have important elements that can be addressed by collaboration, with the 12 concrete collaboration opportunities identified in Table 2 forming the starting point for a new CMO that has emerged from the action research process.

Finally, the case illustrates how a regional government with limited direct policy competences in the financial sector can act to influence the roles that it can play within the region. This is a challenging task in the context of present global trends and the limits that come with being a small fish in a very large pond. Yet an efficient local financial centre can have a positive impact on regional dynamics (Hasan et al., 2009), creating a rationale for experimenting to overcome these challenges. Analysis of the Basque Country case illustrates how conditions can be generated through a cluster-type policy that targets public-private partnership. The public role in this partnership needed to be greater and more proactive in the first steps, reflecting a clear political initiative and policy rationale, but this role has evolved throughout the process as private sector actors have become more integrally involved. It is important to note that this evolution of roles was envisaged explicitly from the beginning, with conscious efforts made in the design and implementation of the action research process to facilitate the emergence of private leadership.

The case analysed is an experience of wider academic and policy interest for its characteristics as an innovative process to address challenges that also affect other peripheral regions, and especially those that share high levels of industrialisation. This article contributes to the understanding of financialization by demonstrating how its processes – such as the centralisation of financial activities – impact peripheral financial centres and regional economic ecosystems. It highlights the systemic risks of neglecting these regions and emphasizes the need for a decentralized approach to mitigate the uneven spatial distribution of financial activity. While global financial centres play a key role, policies must account for regional realities to avoid deepening inequalities. Neglecting these disparities risks undermining cohesive development across different types of regions, while a more decentralized approach that links financial and industrial policies to foster place-sensitive growth can support cohesive development.

However, these lessons should be adapted to other contexts, given the specificities of each region. The recent nature of the case also presents a limitation, as more time is needed to fully evaluate the impacts of this policy experimentation. This is a future line of research that could be further explored together with cases from other peripheral regions.

### **Acknowledgements**

The authors would like to thank Instituto Vasco de Finanzas and Grupo Spri - Agencia Vasca de Desarrollo Empresarial for their support throughout the action research process and Susana Franco for her support with analysis of location quotients based on employment data.

### **Declaration of conflicting interests**

The author(s) declared no potential conflicts of interest with respect to the research, authorship, and/or publication of this article.

### **Funding**

The author(s) disclosed receipt of the following financial support for the research, authorship, and/or publication of this article: This work was supported by the Basque Government.

### **ORCID iD**

Ibon Gil de San Vicente  <https://orcid.org/0000-0002-9349-8789>

### **Supplemental Material**

Supplemental Material for this article is available online.

### **Notes**

1. Employment in the three NACE codes that capture financial services activities (K64, K64 and K66) fell from around 21000 to around 15000 between 2010 and 2020, with a corresponding decline in location quotient reflecting the specialisation of these activities relative to the EU average.
2. For more information, see: <https://www.spri.eus/en/ris3-euskadi/cluster-policy/>.
3. For the methodology used in this survey, see [Elola and Wilson \(2021\)](#).
4. The Department of Economic Development, Sustainability and Environment is responsible for promoting competitiveness and industrial sustainability, supporting innovation and business internationalisation and managing energy and environmental policies. The Department of Economy and Finance manages the budgets of the Autonomous Community, supervises financial policy and coordinates regional economic planning. The task force comprised high-level policymakers from both Departments, alongside policy-makers working for SPRI (the Basque Business Development Agency, that supports the competitive transformation, internationalization and innovation of companies, including management of the cluster policy), Basque Country Risk Capital Management (a public company that manages venture capital entities to promote and develop VC activity), and the Basque Finance Institute (a public entity in charge of facilitating access to financing for Basque companies through the management of public financial instruments and equity participation).
5. Orkestra, an initiative of the University of Deusto, is an applied research centre with a mission to undertake transformative research on regional competitiveness, working in collaboration with companies, governments, and institutions to achieve regional impact. For more background on Orkestra, see [Aranguren et al. \(2021\)](#).

6. This varied according to the type of organisation; for example, only 3 out of 9 participating banks had their headquarters in the Basque Country, while 11 out of the 13 non-public investment funds had their registered office in the territory.

## References

- Aalbers MB (2008) The financialisation of home and the mortgage market crisis. *Competition & Change* 12(2): 148–166.
- Aranguren MJ, De La Maza X, Parrilli MD, et al. (2009) *Asociaciones clúster de la CAPV: desempeño y retos*. Bilbao: Deusto Publicaciones.
- Aranguren MJ, De La Maza X, Parrilli MD, et al. (2014) Nested methodological approaches for cluster policy evaluation: an application to the Basque Country. *Regional Studies* 48(9): 1547–1562.
- Aranguren MJ, Magro E, Navarro M, et al. (2019) Governance of the territorial entrepreneurial discovery process: looking under the bonnet of RIS3. *Regional Studies* 53: 451–461.
- Aranguren MJ, Canto-Farachala P and Wilson JR (2021) Transformative academic institutions: an experimental framework for understanding regional impacts of research. *Research Evaluation* 30(2): 191–200.
- Aranguren MJ, Morgan K and Wilson JR (2023) The institutional challenges of dynamic regional innovation strategies. *Regional Studies* 57(1): 72–83.
- Balland PA, Boschma R and Frenken K (2015) Proximity and innovation: from statics to dynamics. *Regional Studies* 49(6): 907–920.
- Barz L, Lindeque S and Hedman J (2023) Critical success factors in the FinTech World: a stage model. *Electronic Commerce Research and Applications* 60: 101280.
- Bresson A (2007) Le pôle de compétitivité Finance Innovation : à la conquête de nouveaux «talents». *Revue d'Economie Financière* 90: 177–183.
- Cassis Y (2010) *Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780-2009*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cecchetti SG and Kharroubi E (2015) Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *BIS Working Papers* 490: 291–308.
- Chiapello E (2020) Financialisation as a socio-technical process. In: Mader P, Mertens D and van der Zwan N (eds) *The Routledge International Handbook of Financialisation*. Abingdon: Routledge.
- Čihák M, Demirguc-Kunt A, Feyen EHB, et al. (2012) *Benchmarking Financial Systems Around the World. Policy Research Working Paper WPS6175*. Washington, D.C.: World Bank Group.
- Claessens S and van Horen N (2015) The impact of the global financial crisis on banking globalization. *IMF Economic Review* 63(4): 868–918.
- Clark G (2006) Setting the agenda: the geography of global finance. In: Bagchi-Sen S and Lawton-Smith H (eds) *Economic Geography: Past, Present and Future*. London: Routledge.
- Clark GL (2016) The components of talent: company size and financial centres in the European investment management industry. *Regional Studies* 50(1): 168–181.
- Clark G and Wójcik D (2007) *The Geography of Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark GL, Dixon AD and Monk AHB (2009) *Managing Financial Risks: From Global to Local*. Oxford: Oxford University Press.
- Cook GAS, Pandit NR, Beaverstock JV, et al. (2007) The role of location in knowledge creation and diffusion: evidence of centripetal and centrifugal forces in the city of London financial services agglomeration. *Environment and Planning: Economy and Space* 39(6): 1325–1345.
- Coombs N and van der Heide A (2020) Financialisation as mathematization: the calculative and regulatory consequences of risk management. In: Mader P, Mertens D and van der Zwan N (eds) *The Routledge International Handbook of Financialisation*. Abingdon: Routledge.

- Corpataux J and Crevoisier O (2016) Lost in space: a critical approach to ANT and the social studies of finance. *Progress in Human Geography* 40(5): 610–628.
- Corpataux J, Crevoisier O and Theurillat T (2017) The territorial governance of the financial industry. In: *Handbook on the Geographies of Money and Finance*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Cozzi G, Newman S and Toporowski J (2016) *Finance and Industrial Policy: Beyond Financial Regulation in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Crescenzi R (2009) Undermining the principle of concentration? European union regional policy and the socio-economic disadvantage of European regions. *Regional Studies* 43(1): 111–133.
- De La Maza X, Vendrell-Herrero F and Wilson JR (2012) Where is the value of cluster associations for SMEs. *Intangible Capital* 8(2): 472–496.
- Degl'Innocenti M, Matousek R and Tzeremes NG (2017) Financial centres' competitiveness and economic convergence: evidence from the European Union regions. *Environment and Planning: Economy and Space* 50(1): 133–156.
- Dupuy C, Lavigne S and Nicet-Chenaf D (2010) Does geography still matter? evidence on the portfolio turnover of large equity investors and varieties of capitalism. *Economic Geography* 86(1): 75–98.
- Elola A and Wilson JR (2021) How to integrate the “user voice” into evaluating and guiding cluster strategy. *Cuadernos Orkestra* 14: 2021.
- Elola A, Valdalisio JM, Franco S, et al. (2017) Public policies and cluster lifecycles: insights from the Basque Country experience. *European Planning Studies* 25(3): 539–556.
- Enright M (2016) Regional clusters and multinational enterprises: independence, dependence or interdependence. *International Studies of Management & Organization* 30(2): 114–138.
- Epstein GA (2005) *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- European Commission (2019) *SME Envoys Finance - SME Access to Finance Situation in EU Member States - Final Report*. Brussels: DG Grow.
- European Commission (2021) *Updating the 2020 New Industrial Strategy: Building a Stronger Single Market for Europe's Recovery, COM*. Brussels: European Commission.
- Fernandez R and Hendrikse R (2020) Offshore finance. In: Mader P, Mertens D and van der Zwan N (eds) *The Routledge International Handbook of Financialisation*. Abingdon: Routledge.
- Franco S and Wilson JR (eds) (2022) *2022 Basque Country Competitiveness Report: Foundations of Competitiveness in Times of Uncertainty*. Bilbao: Deusto Publications.
- Franco S, Murciego A, Salado JP, et al. (2021) *European Cluster Panorama 2021: Leveraging Clusters for Resilient, Green and Digital Regional Economies*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- Franco S, Fernández J, Larrea M, et al. (eds) (2023) *2023 Basque Country Competitiveness Report: Transition to Environmentally Sustainable Competitiveness*. Bilbao: Deusto Publications.
- Froud J, Haslam C, Johal S, et al. (2000) Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society* 29(1): 80–110.
- Gazel M and Schwienbacher A (2021) Entrepreneurial fintech clusters. *Small Business Economics* 57: 883–903.
- Gianelle C, Kryiakou D, Cohen C, et al. (eds) (2016) *Implementing Smart Specialisation Strategies: A Handbook*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- Giannakis E and Bruggeman A (2017) Determinants of regional resilience to economic crisis: a European perspective. *European Planning Studies* 25(8): 1394–1415.
- Guiso L, Sapienza P and Zingales L (2004) Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics* 119(3): 929–969.
- Hasan I, Koetter M and Wedow M (2009) Regional growth and finance in Europe: is there a quality effect of bank efficiency? *Journal of Banking & Finance* 33(8): 1446–1453.

- Hashimoto T and Wójcik D (2021) Centripetal and centrifugal forces in the wake of external shocks: a case of financial and business services in the Visegrád Four. *Applied Geography* 134: 102522.
- Hashimoto T, Pažitka V and Wójcik D (2022) The spatial reach of financial centres: an empirical investigation of interurban trade in capital market services. *Urban Studies* 59(6): 1255–1274.
- Ioannou S and Wójcik D (2021a) Finance, globalization, and urban primacy. *Economic Geography* 97(1): 34–65.
- Ioannou S and Wójcik D (2021b) The limits to FinTech unveiled by the financial geography of Latin America. *Geoforum* 128: 57–67.
- Karlsen J and Larrea M (2014) *Territorial Development and Action Research*. Aldershot: Gower.
- Karremen B (2009) Financial geographies and emerging markets in Europe. *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie* 100(2): 260–266.
- Klagge B and Martin R (2005) Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography* 5(4): 387–421.
- Klagge B, Martin R and Sunley P (2017) The spatial structure of the financial system and the funding of regional business: a comparison of Britain and Germany. In: *Handbook on the Geographies of Money and Finance*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Konstantynova A (2017) Basque Country cluster policy: the road of 25 years. *Regional Studies, Regional Science* 4(1): 109–116.
- Krippner GR (2005) The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review* 3(2): 173–208.
- Larrea M (2020) *Roots and Wings of Action Research for Territorial Development: Connecting Local Transformation and International Collaborative Learning*. Bilbao: Deusto Publications.
- Larreina M (2008) *Financial centres in peripheral regions: the effect of the financial services industry on regional economy: the case of the scottish financial cluster*. Bilbao: Universidad Comercial de Deusto.
- Larreina Díaz M and Gómez-Bezares Pascual F (2007) El sector financiero en el País Vasco. ¿Hay espacio para un clúster financiero regional? *Ekonomiaz: Revista vasca de Economía* 66(3): 52–81.
- Lavery S, McDaniel S and Schmid D (2018) Finance fragmented? Frankfurt and Paris as European financial centres after Brexit. *Journal of European Public Policy* 26(10): 1502–1520.
- Lee R, Clark GL, Pollard J, et al. (2009) The remit of financial geography—before and after the crisis. *Journal of Economic Geography* 9(5): 723–747.
- Levine R (2002) Bank-based or market-based financial systems: which is better? *Journal of Financial Intermediation* 11(4): 398–428.
- Levine R (2005) Finance and growth: theory and evidence. In: Aghion P and Durlauf SN (eds) *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: Elsevier.
- Linder CB (2018) The Stockholm FinTech hub. In: Teigland R, Siri S, Larsson A, et al. (eds) *The Rise and Development of FinTech*. London: Routledge.
- Maffioli A, Pietrobelli C and Stucchi R (2016) *The Impact Evaluation of Cluster Development Programs: Methods and Practices*. Washington DC: Inter-American Development Bank.
- Marinelli E and Perianez-Forte I (2017) Smart Specialisation at work: the entrepreneurial discovery as a continuous process. In: *S3 Working Paper Series No. 12/2017*. Seville: European Commission Joint Research Centre.
- Martin R (2011) The local geographies of the financial crisis: from the housing bubble to economic recession and beyond. *Journal of Economic Geography* 11(4): 587–616.
- Martin R and Pollard J (2017) *Handbook of the Geographies of Money and Finance*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Monk AHB (2009) The financial thesis: reconceptualizing globalisation's effect on firms and institutions. *Competition & Change* 13(1): 51–74.

- Nelson SC and Katzenstein PJ (2014) Uncertainty, risk, and the financial crisis of 2008. *International Organization* 68(2): 361–392.
- Orhangazi O (2008) Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* 32(6): 863–886.
- O'Brien R (1991) *Global Financial Integration: The End of Geography*. London: Pinter.
- Paci R and Usai S (2000) Technological enclaves and industrial districts: an analysis of the regional distribution of innovative activity in Europe. *Regional Studies* 34(2): 97–114.
- Palley TI (2008) Financialization: What it is and Why it Matters. *Levy Economics Institute Working Paper* 525.
- Pandit N, Cook G and Beaverstock J (2017) Economies and diseconomies of clusters: financial services in the city of London. In: Belussi F and Hervás-Oliver JL (eds) *Unfolding Cluster Evolution*. Abingdon: Routledge.
- Panitz R and Glückler J (2022) Relocation decisions in uncertain times: Brexit and financial services. *Economic Geography* 98(2): 119–144.
- Papi L, Sarno E and Zazzaro A (2017) The geographical network of bank organizations: issues and evidence for Italy. In: Martin R and Pollard J (eds) *Handbook of the Geographies of Money and Finance*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Petry J (2020) Securities exchanges: subjects and agents of financialisation. In: Mader P, Mertens D and van der Zwan N (eds) *The Routledge International Handbook of Financialisation*. Abingdon: Routledge.
- Porter ME (1998) Clusters and the new economics of competition. *Harvard Business Review November–December* 76: 77–90.
- Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A, et al. (2010) *Shadow banking*. Manhattan: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Vol. 458.
- Rodríguez-Pose A (2018) The revenge of the places that don't matter (and what to do about it). *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society* 11(1): 189–209.
- Szczepański M (2017) *Helping European SMEs to Grow*. Brussels: European Parliament.
- Taylor AJ, Beaverstock JV, Cook G, et al. (2003) *Financial Services Clustering and its Significance for London*. London: Corporation of London.
- Thrift N (1994) On the social and cultural determinants of international financial centres: the case of the City of London, in Corbridge S, Martin RL and Thrift N (Eds) *Money, Power and Space*, Blackwell: Oxford.
- Toxoepus H, Toxoepus H, Achterberg E, et al. (2018) Financing business model innovation: bank lending for firms shifting towards a circular economy. *Business Strategy and the Environment* 35: 2025.
- Turkina E, Van Assche A and Kali R (2016) Structure and evolution of global cluster networks: evidence from the aerospace industry. *Journal of Economic Geography* 16(6): 1211–1234.
- Ughetto E, Cowling M and Lee N (2019) Regional and spatial issues in the financing of small and medium-sized enterprises and new ventures. *Regional Studies* 53(5): 617–619.
- UNIDO (2013) *The UNIDO Approach to Cluster Development: Key Principles and Project Experiences for Inclusive Growth*. Vienna: United Nations Development Organisation.
- Volgmann K and Münter A (2018) Specialization of and complementarities between (new) knowledge clusters in the Frankfurt/Rhine-Main urban region. *Regional Studies, Regional Science* 5(1): 125–148.
- Walther O, Schulz C and Dörny S (2011) Specialised international financial centres and their crisis resilience: the case of Luxembourg. *Geographische Zeitschrift* 99(2/3): 123–142.
- Wardle M and Mainelli M (2023) *The Global Financial Centres Index 34*. London: Z/Yen and China Development Institute.
- Wilson JR (2019) Cluster policy resilience: new challenges for a mature policy. *International Journal of Business Environment* 10(4): 371–382.

- Wilson JR, Wise E and Smith M (2022) Evidencing the benefits of cluster policies: towards a generalised framework of effects. *Policy Sciences* 55: 369–391.
- Wójcik D, Keenan L, Pažitka V, et al. (2022) The changing landscape of international financial centers in the twenty-first century: cross-border mergers and acquisitions in the global financial network. *Economic Geography* 98(2): 97–118.
- Zhu B, Pain K, Taylor PJ, et al. (2022) Exploring external urban relational processes: inter-city financial flows complementing global city-regions. *Regional Studies* 56(5): 737–750.
- Çolak G and Öztekin Ö (2021) The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world. *Journal of Banking & Finance* 133: 106207.

## 11.6. Anexo 6. Especialización de actividades financieras y sector seguros de las regiones europeas

Región	Nombre	Especialización 2017-2019	Diferencia con 2014-2017
AT11	Burgenland	1,156	0,062
AT12	Niederösterreich	1,088	0,102
AT13	Wien	1,578	-0,202
AT21	Kärnten	1,115	-0,132
AT22	Steiermark	0,935	-0,006
AT31	Oberösterreich	0,972	-0,001
AT32	Salzburg	1,238	-0,065
AT33	Tirol	0,914	-0,170
AT34	Vorarlberg	1,090	-0,158
BE1	Région de Bruxelles-Capitale/Brussels Hoofdstedelijk Gewest	2,963	-0,340
BE2	Vlaams Gewest	0,686	-0,045
BE3	Région wallonne	0,617	-0,019
BG31	Северозападен	0,282	0,049
BG32	Северен централен	0,405	0,130
BG33	Североизточен	0,485	0,069
BG34	Югоизточен	0,335	0,038
BG41	Югозападен	1,534	0,032
BG42	Южен централен	0,336	0,084
CY0	Κύπρος	1,944	-0,048
CZ01	Praha	1,992	0,002
CZ02	Střední Čechy	0,501	0,219
CZ03	Jihozápad	0,505	0,027
CZ04	Severozápad	0,422	0,017
CZ05	Severovýchod	0,708	0,111
CZ06	Jihovýchod	0,661	0,088
CZ07	Střední Morava	0,431	-0,002
CZ08	Moravskoslezsko	0,540	0,028
DE1	Baden-Württemberg	1,023	-0,057
DE2	Bayern	1,176	-0,033
DE3	Berlin	0,856	-0,042
DE4	Brandenburg	0,607	-0,054
DE5	Bremen	0,865	-0,073
DE6	Hamburg	1,600	-0,108
DE7	Hessen	1,930	0,056
DE8	Mecklenburg-Vorpommern	0,560	-0,056
DE9	Niedersachsen	0,954	-0,023
DEA	Nordrhein-Westfalen	1,087	-0,030
DEB	Rheinland-Pfalz	0,927	-0,023

DEC	Saarland	1,142	0,064
DED	Sachsen	0,660	-0,103
DEE	Sachsen-Anhalt	0,615	-0,086
DEF	Schleswig-Holstein	0,888	-0,030
DEG	Thüringen	0,616	-0,084
DK01	Hovedstaden	1,797	-0,045
DK02	Sjælland	0,498	-0,041
DK03	Syddanmark	0,686	-0,008
DK04	Midtjylland	0,754	0,000
DK05	Nordjylland	0,719	-0,043
EE0	Eesti	0,764	0,131
EL30	Αττική	1,300	0,007
EL41	Βόρειο Αιγαίο	0,538	-0,087
EL42	Νότιο Αιγαίο	0,333	-0,093
EL43	Κρήτη	0,455	-0,058
EL51	Ανατολική Μακεδονία, Θράκη	0,376	-0,087
EL52	Κεντρική Μακεδονία	0,591	-0,076
EL53	Δυτική Μακεδονία	0,365	-0,044
EL54	Ήπειρος	0,356	-0,070
EL61	Θεσσαλία	0,455	0,022
EL62	Ιόνια Νησιά	0,444	0,003
EL63	Δυτική Ελλάδα	0,435	-0,052
EL64	Στερεά Ελλάδα	0,540	-0,032
EL65	Πελοπόννησος	0,467	-0,043
ES11	Galicia	0,653	-0,033
ES12	Principado de Asturias	0,677	-0,041
ES13	Cantabria	0,569	-0,085
ES21	País Vasco	0,636	-0,071
ES22	Comunidad Foral de Navarra	0,553	-0,081
ES23	La Rioja	0,633	-0,067
ES24	Aragón	0,676	-0,100
ES30	Comunidad de Madrid	1,215	-0,033
ES41	Castilla y León	0,667	-0,075
ES42	Castilla-La Mancha	0,630	-0,094
ES43	Extremadura	0,655	-0,077
ES51	Cataluña	0,689	-0,097
ES52	Comunitat Valenciana	0,641	-0,106
ES53	Illes Balears	0,553	-0,088
ES61	Andalucía	0,644	-0,072
ES62	Región de Murcia	0,514	-0,072
ES63	Ciudad de Ceuta	0,395	-0,006
ES64	Ciudad de Melilla	0,277	-0,013
ES70	Canarias	0,502	-0,050
FI19	Länsi-Suomi	0,437	0,004
FI1B	Helsinki-Uusimaa	1,283	0,065
FI1C	Etelä-Suomi	0,519	0,032
FI1D	Pohjois- ja Itä-Suomi	0,450	0,003
FI20	Åland	0,927	-0,109

FR1	Ile-de-France	2,133	0,205
FRB	Centre — Val de Loire	1,108	-0,008
FRC	Bourgogne-Franche-Comté	0,785	0,006
FRD	Normandie	0,840	-0,026
FRE	Hauts-de-France	0,948	-0,055
FRF	Grand Est	1,001	0,085
FRG	Pays de la Loire	1,064	-0,081
FRH	Bretagne	0,961	0,037
FRI	Nouvelle-Aquitaine	1,144	0,082
FRJ	Occitanie	0,878	-0,061
FRK	Auvergne-Rhône-Alpes	0,990	0,031
FRL	Provence-Alpes-Côte d'Azur	1,039	0,069
FRM	Corse	0,672	0,000
FRY1	Guadeloupe	0,691	-0,243
FRY2	Martinique	0,930	-0,044
FRY3	Guyane	0,446	0,044
FRY4	La Réunion	0,810	0,022
FRY5	Mayotte	0,503	-0,453
HR03	Jadranska Hrvatska	0,907	0,119
HR04	Kontinentalna Hrvatska	1,112	0,039
HU11	Budapest	1,527	-0,228
HU12	Pest	0,339	-0,095
HU21	Közép-Dunántúl	0,327	-0,110
HU22	Nyugat-Dunántúl	0,419	-0,084
HU23	Dél-Dunántúl	0,431	-0,142
HU31	Észak-Magyarország	0,371	-0,142
HU32	Észak-Alföld	0,423	-0,091
HU33	Dél-Alföld	0,439	-0,139
IE04	Northern and Western	0,737	-0,075
IE05	Southern	0,949	-0,120
IE06	Eastern and Midland	2,481	0,021
ITC1	Piemonte	1,278	0,078
ITC2	Valle d'Aosta/Vallée d'Aoste	0,813	-0,025
ITC3	Liguria	1,092	-0,012
ITC4	Lombardia	1,431	0,073
ITF1	Abruzzo	0,778	-0,048
ITF2	Molise	0,667	-0,082
ITF3	Campania	0,735	-0,045
ITF4	Puglia	0,750	-0,040
ITF5	Basilicata	0,657	0,017
ITF6	Calabria	0,646	-0,034
ITG1	Sicilia	0,798	-0,002
ITG2	Sardegna	0,658	-0,100
ITH1	Provincia Autonoma di Bolzano/Bozen	0,904	0,030
ITH2	Provincia Autonoma di Trento	0,967	-0,017
ITH3	Veneto	1,001	0,008
ITH4	Friuli-Venezia Giulia	1,161	-0,145
ITH5	Emilia-Romagna	1,094	0,003

ITI1	Toscana	1,023	-0,103
ITI2	Umbria	0,842	-0,068
ITI3	Marche	0,930	-0,075
ITI4	Lazio	1,197	-0,013
LT01	Sostinės regionas	1,217	0,191
LT02	Vidurio ir vakarų Lietuvos regionas	0,270	-0,058
LU0	Luxembourg	4,427	0,102
LV0	Latvija	0,843	0,119
MT0	Malta	2,126	-0,091
NL11	Groningen	0,577	-0,081
NL12	Friesland (NL)	0,839	-0,228
NL13	Drenthe	0,769	-0,008
NL21	Overijssel	0,598	-0,152
NL22	Gelderland	0,792	-0,052
NL23	Flevoland	0,869	0,382
NL31	Utrecht	1,704	0,077
NL32	Noord-Holland	1,588	-0,080
NL33	Zuid-Holland	0,995	0,015
NL34	Zeeland	0,601	0,012
NL41	Noord-Brabant	0,877	-0,046
NL42	Limburg (NL)	0,681	-0,105
PL21	Małopolskie	1,182	0,404
PL22	Śląskie	0,820	-0,052
PL41	Wielkopolskie	0,813	0,175
PL42	Zachodniopomorskie	0,671	0,070
PL43	Lubuskie	0,682	-0,051
PL51	Dolnośląskie	1,115	0,279
PL52	Opolskie	0,601	-0,209
PL61	Kujawsko-pomorskie	0,659	0,016
PL62	Warmińsko-mazurskie	0,752	0,066
PL63	Pomorskie	1,078	0,165
PL71	Łódzkie	0,962	0,099
PL72	Świętokrzyskie	0,548	0,040
PL81	Lubelskie	0,930	0,122
PL82	Podkarpackie	0,588	0,098
PL84	Podlaskie	0,632	0,083
PL91	Warszawski stołeczny	2,596	0,523
PL92	Mazowiecki regionalny	0,645	-0,374
PT11	Norte	0,502	-0,053
PT15	Algarve	0,425	-0,097
PT16	Centre Portugal	0,390	-0,076
PT17	Lisbon	1,417	-0,009
PT18	Alentejo	0,470	-0,020
PT20	Região Autónoma dos Açores	0,400	-0,090
PT30	Região Autónoma da Madeira	0,463	0,045
RO11	Nord-Vest	0,678	0,237
RO12	Centru	0,427	-0,209
RO21	Nord-Est	0,282	-0,057

RO22	Sud-Est	0,499	0,179
RO31	Sud-Muntenia	0,401	0,090
RO32	București-Ilfov	1,199	-0,268
RO41	Sud-Vest Oltenia	0,327	0,029
RO42	Vest	0,536	0,078
SE11	Stockholm	1,459	-0,075
SE12	Östra Mellansverige	0,538	-0,105
SE21	Småland med öarna	0,417	-0,152
SE22	Sydsverige	0,734	0,057
SE23	Västsverige	0,635	-0,012
SE31	Norra Mellansverige	0,524	0,013
SE32	Mellersta Norrland	1,253	0,207
SE33	Övre Norrland	0,437	-0,273
SI03	Vzhodna Slovenija	0,508	-0,157
SI04	Zahodna Slovenija	1,167	-0,123
SK01	Bratislavský kraj	1,794	0,054
SK02	Západné Slovensko	0,530	0,082
SK03	Stredné Slovensko	0,597	0,087
SK04	Východné Slovensko	0,643	-0,005

Tabla 44. Especialización del sector de seguros y actividades financieras de las regiones europeas.

Fuente: Elaboración propia a partir de Gil de San Vicente et al., 2023.

## 11.7. Anexo 7: Oportunidades de colaboración identificadas para dar respuesta a los retos comunes que afronta el clúster financiero e inversor

<b>Mejorar el conocimiento y estructura del sector financiero en Euskadi</b>	
<b>Reto</b>	(1) Evolución y sofisticación del sector / ecosistema
<b>Descripción</b>	Sistematizar y estructurar la oferta dentro del ecosistema financiero e inversor para identificar a los agentes y las herramientas presentes en Euskadi; a partir de aquí identificar gaps no cubiertos por la oferta, así como operaciones que tienen que “salir fuera” para buscar soluciones.
<b>Impacto potencial</b>	Aumentará el conocimiento general del mercado y sus alternativas; y generará posibilidades para desarrollar necesidades no cubiertas en estos momentos. Aflorar el ecosistema financiero: mayor conocimiento, mayor orientación de las necesidades/oportunidades, mayor interrelación entre el ecosistema, mayores posibilidades de que haya proyectos que no salgan
<b>Actores involucrados</b>	Todo el ecosistema, fondos del exterior que operan en Euskadi, BEI ...
<b>Plazo</b>	Corto
<b>Hacer un análisis de las oportunidades de inversión del territorio</b>	
<b>Reto</b>	(1) Evolución y sofisticación del sector / ecosistema (3) Conexión con el tejido económico (5) Entrada de nuevos actores y arraigo
<b>Descripción</b>	Hacer un estudio de <i>screening</i> y/o desarrollar herramientas para el análisis e identificación de operaciones/inversores/empresas, orientado a aumentar el conocimiento sobre la demanda y sofisticar su conexión con la oferta del clúster.
<b>Impacto potencial</b>	Aumentar la transparencia e información real (por ejemplo, entrada de nuevos actores), que facilitará un proceso de seguimiento continuo y detección de oportunidades. Un mayor conocimiento de la demanda ayudará a estructurar la oferta y establecer una conexión más sofisticada entre demanda y oferta.
<b>Actores involucrados</b>	Fondos privados y públicos, administraciones públicas, consultores/asesores, otros ODCs
<b>Plazo</b>	Corto
<b>Fomentar las nuevas actividades empresariales, en especial focalizadas con actividades financieras y Fintech</b>	
<b>Reto</b>	(1) Evolución y sofisticación del sector / ecosistema (2) Personas y talento (6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Descripción</b>	Atraer, fomentar y generar ecosistemas de startups y empresas especializados, respondiendo en particular al gap existente en Fintech.
<b>Actores involucrados</b>	Gobierno Vasco, empresas del sector, inversores, aceleradoras, ...
<b>Plazo</b>	Medio / Largo

<b>Hacer Euskadi un territorio atractivo para la inversión</b>	
<b>Reto</b>	(2) Personas y talento (5) Entrada de nuevos actores y arraigo
<b>Descripción</b>	Aumentar el atractivo de Euskadi para flujos de inversión, relativo a otros territorios, facilitando la entrada de fondos y centros de decisión (p.ej. posicionamiento, fiscalidad, regulación)
<b>Impacto potencial</b>	Movilizará flujos de fondos y centros de decisión hacia Euskadi, y aumentará el posicionamiento del ecosistema financiero e inversor vasco en el exterior
<b>Actores involucrados</b>	Diputaciones Forales, Gobierno Vasco, fondos de inversión, family offices, sociedades de capital riesgo (inversores) ...
<b>Plazo</b>	Corto

<b>Hacer Euskadi un territorio atractivo el talento financiero</b>	
<b>Reto</b>	(2) Personas y talento (6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Caracterización</b>	Aumentar el atractivo de Euskadi para el talento financiero, relativo a otros territorios, facilitando la entrada de personas con perfiles profesionales muy consolidados y fortaleciendo el <i>pool</i> de talento local.
<b>Impacto potencial</b>	Movilizará flujos de personas con perfiles profesionales relevantes para el sector hacia Euskadi y fortalecerá el <i>pool</i> de talento financiero local, facilitando que las empresas financieras incorporen el talento que necesitan
<b>Actores involucrados</b>	Gobierno Vasco (y en particular, Departamento de Educación), colegios internacionales, universidades, todos ...
<b>Plazo</b>	Medio

<b>Impulsar espacios de conexión con el tejido económico</b>	
<b>Reto</b>	(3) Conexión con el tejido económico (4) Cultura financiera, actitudes e imagen del sector
<b>Descripción</b>	Creación de un espacio de conexión entre el ecosistema financiero e inversor y el tejido económico, que actúe como una ventanilla única para plantear proyectos.
<b>Impacto potencial</b>	Desarrollar proyectos que generan valor en el territorio y mejorar la capacidad de ofrecer soluciones adecuadas para fomentar el arraigo.
<b>Actores involucrados</b>	Empresas del sector, instituciones, agentes intermedios (otros ODCs), universidades
<b>Plazo</b>	Medio

<b>Sofisticar y socializar la función financiera ante empresas y sociedad</b>	
<b>Reto</b>	(4) Cultura financiera, actitudes e imagen del sector (6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Descripción</b>	Socializar y ayudar a sofisticar la función financiera conectándolo con la creación de crecimiento económico y de bienestar del territorio.
<b>Impacto potencial</b>	Sofisticar las estrategias financieras del tejido empresarial. Sensibilización de las empresas y a los gestores sobre la práctica financiera, y aumento de la conectividad del sistema financiero con los grandes retos de la sociedad (ejemplo: financiación de proyectos que sirvan para descarbonizar la economía).
<b>Actores involucrados</b>	Universidades, Asociaciones Empresariales, Fundaciones Bancarias, y Medios de Comunicación.
<b>Plazo</b>	Largo

<b>Explorar las sinergias/transversalidad con otros clústeres</b>	
<b>Reto</b>	(4) Cultura financiera, actitudes e imagen del sector (6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Descripción</b>	Establecer vínculos y ámbitos de trabajo para (i) identificar nichos de necesidad empresarial vinculados con clústeres específicos y; (ii) que otros clústeres identifiquen necesidades del sector financiero.
<b>Impacto potencial</b>	Mejorar el acceso a financiación de empresas cuyas necesidades no están cubiertas hasta la fecha, e impulsar el I+D+i de Euskadi relacionado con tecnologías aplicables al sector financiero que ayude a transformar al sector y a ser más competitivos.
<b>Actores involucrados</b>	Asociaciones Clúster, RVCTI, Administraciones Públicas
<b>Plazo</b>	Largo
<b>Fomentar el arraigo en el ecosistema financiero e inversor</b>	
<b>Reto</b>	(4) Cultura financiera, actitudes e imagen del sector (5) Entrada de nuevos actores y arraigo
<b>Descripción</b>	Desarrollar acciones para mantener, fortalecer y atraer centros de decisión, fomentando el ecosistema financiero e inversor como palanca de arraigo.
<b>Impacto potencial</b>	Atraer nuevos centros de decisión y de nuevos vehículos de inversión y financiación, y aumentar el posicionamiento / marco del ecosistema financiero e inversor vasco en el exterior.
<b>Actores involucrados</b>	Todos
<b>Plazo</b>	Medio
<b>Promover nuevos fondos de inversión</b>	
<b>Reto</b>	(5) Entrada de nuevos actores y arraigo
<b>Descripción</b>	Explorar, promover y poner en marcha nuevos fondos de inversión entre los distintos agentes del clúster.
<b>Impacto potencial</b>	Desarrollo de una oferta más completa en Euskadi e instrumentos de mayor tamaño, para posibilitar el crecimiento de proyectos empresariales.
<b>Actores involucrados</b>	Fondos, ESPVs, instituciones públicas, family offices, asesores/consultores
<b>Plazo</b>	Medio
<b>Explotar tecnologías relacionados con la seguridad</b>	
<b>Reto</b>	(6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Descripción</b>	Explorar el potencial de las diferentes tecnologías relacionadas con la seguridad en el ámbito de las actividades del sector financiero. En particular, incorporar a las empresas y centros tecnológicos punteros con conocimiento en ciberseguridad en Euskadi para identificar necesidades actualmente no cubiertas en el sector financiero relacionados con la seguridad de transacciones.
<b>Impacto potencial</b>	Aumentar la competitividad del sector financiero a través de nuevas aplicaciones tecnológicas.
<b>Actores involucrados</b>	Empresas del sector, centros tecnológicos, universidades, otros ODCs
<b>Plazo</b>	Medio

<b>Aplicar tecnologías de IA al sector</b>	
<b>Reto</b>	(6) Falta de capacidades tecnológicas
<b>Caracterización</b>	Explorar el potencial para explotar la inteligencia artificial (IA) en el ámbito de las actividades del sector financiero. En particular, mejorar los modelos de evaluación de riesgo a través de aplicaciones novedosas de IA, o agilizar procesos de toma de decisiones de los agentes de inversión (p.e. <i>due dilligence</i> , elaboración de dosieres de inversión).
<b>Impacto potencial</b>	Aumentar la competitividad a través de nuevas aplicaciones tecnológicos.
<b>Actores involucrados</b>	Empresas del sector, centros tecnológicos, universidades, otros ODCs
<b>Plazo</b>	Medio