



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

EL EFECTO DE LA INVERSIÓN DE PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA

Autor: **Alberto Abad Sagrado**

Director: **Carlos Bellón Núñez-Mera**

Madrid | abril 2022

EL EFECTO DE LA INVERSION DE PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA

Alberto
Abad
Sagrado



Resumen

El presente trabajo contribuye al análisis de las inversiones del sector de *private equity* en empresas españolas y su efecto en los resultados financieros de estas últimas. A través del método de control sintético, tal y como describen por primera vez Abadie y Gardeazabal (2003), se crea una cartera ponderada de compañías que actúa como una réplica de la compañía a observar, y permite estudiar el efecto causal de la intervención del *private equity*. El método de control sintético facilita comparar la evolución que tuvo la empresa adquirida por *private equity* frente a la que hubiese tenido de no haberse dado la adquisición, lo que resulta de la evolución de una réplica, denominada el *control sintético*. De esta manera, podemos aislar y analizar el efecto directo de la adquisición en la compañía afectada. El trabajo realiza un análisis de la evolución de los ingresos de la compañía española Arenal Perfumerías, adquirida por el fondo de capital riesgo Corpfin Capital en 2016, y evalúa si sus ingresos presentan un cambio significativo y atribuible a la entrada del capital riesgo en su accionariado. Se incluye una entrevista para conocer el punto de vista de Gorka García, socio director de Corpfin Capital, sobre la operación. Los resultados muestran una clara relación causal entre la entrada de Corpfin Capital en el accionariado de Arenal Perfumerías y un aumento de ingresos, en comparación al control sintético. Ello se atribuye a una estrategia de crecimiento agresiva y a una serie de cambios administrativos y operacionales que subrayan el valor añadido del *private equity* para alcanzar un crecimiento superior a los competidores.

Palabras Clave

Capital riesgo, control sintético, crecimiento, ingresos, inversión, margen, private equity

Abstract

The following paper contributes to the analysis of private equity investments in Spanish firms and the effects on the latter's financial results. By applying the synthetic control method, as first described by Abadie & Gardeazabal (2003), a weighted portfolio of companies acts as a replica of the entity which we wish to observe, facilitating the study of the causal effect of private equity intervention. This process allows us to compare the actual evolution of a firm acquired by private equity with that which would have taken place had the company not been bought out, as taken from the evolution of a replica, referred to as its *synthetic control*. Consequently, we are able to isolate and analyze the direct effects of the acquisition on the relevant company. The investigation studies the evolution of revenue for the Spanish firm Arenal Perfumerías, acquired by private equity fund Corpfin Capital in 2016, and evaluates whether a significant change in revenue can be attributed to the private equity buyout. An interview with Corpfin Capital managing partner Gorka García gives further insights regarding the transaction. Results show a clear causal relationship between the Corpfin Capital buyout of Arenal Perfumerías and an increase in revenue beyond that of its synthetic control. This difference can be attributed to an aggressive growth strategy as well as a series of management and operational changes which highlight the added value of private equity in achieving higher growth than competitors.

Keywords

Growth, investment, margin, private equity, revenue, synthetic control

Índice de Contenidos

1. Introducción	1
1.1 Propósito general y contextualización del tema	1
1.2 Objetivos del trabajo	2
1.3 Estructura	3
2. Marco Teórico: El Sector de Private Equity	4
2.1 Descripción de la industria de Private Equity	4
2.2 La estrategia de un Private Equity.....	7
2.3 Private Equity en el mundo	9
2.4 Marco Teórico: El Private Equity en España.....	10
3. Metodología	13
3.1 Recolección de Datos.....	13
3.2 Método de Control Sintético	16
3.2.1 Visión General del Método de Control Sintético	16
3.2.2 Implementación del Método de Control Sintético	17
3.3 Conjunto de Datos. Arenal Perfumerías y Corpfin Capital.....	24
4. Resultados	27
4.1 Control Sintético y Característicos.....	27
4.2 Efecto del Tratamiento.....	30
5. Análisis.....	33
5.1 Entrevista con Gorka García, socio director de Corpfin Capital	33
5.2 Interpretación de resultados	36
6. Conclusiones	40
7. Bibliografía	44
8. Anexos.....	48
8.1 Anexo 1: Código en R	48
8.2 Anexo 2: Peso asignado a unidades de control en el control sintético de Arenal	50

Índice de Figuras

Figura 1: Estructura de Financiación y Administración de un fondo de Private Equity	5
Figura 2: Evolución de la Inversión de Capital Riesgo en España.....	12
Figura 3: Valores Medios de Variables Predictivas Pre-Intervención	29
Figura 4: Evolución de la Variable <i>Revenue</i> de Arenal vs. Control Sintético.....	30
Figura 5: Evolución de Diferencia en <i>Revenue</i> Entre Arenal y su Control Sintético.....	31

Índice de Tablas

Tabla 1: Variables predictivas para la creación de un control sintético para Arenal	19
Tabla 2: Almacenamiento de X_I en RStudio.....	21
Tabla 3: Almacenamiento de Z_I en RStudio.....	21
Tabla 4: Empresas Incluidas en el Control Sintético de Arenal y Pesos	27
Tabla 5: Empresas Incluidas en el Control Sintético de Arenal y Pesos	32

1. Introducción

1.1 Propósito general y contextualización del tema

La industria de capital riesgo (*private equity*) actúa como una crucial fuente de financiación para las empresas modernas. Es un sector que impulsa y apoya el crecimiento de compañías que no podrían sobrevivir o alcanzar su potencial de otra manera. Buscan mejorar la gestión y las operaciones de las sociedades en las que invierten, consecuentemente eliminando ineficiencias en el mercado y en la economía en general. Según el Preámbulo de la Ley 22/2014¹:

“La intervención de las entidades de capital riesgo supone no sólo la ventaja de la financiación obtenida por la empresa, sino que, a través de la participación de profesionales cualificados en la gestión de estas entidades que aportan su conocimiento y experiencia, contribuye a importantes mejoras en la eficiencia en la gestión de las empresas financiadas y la difusión de conocimientos”

Los emprendedores y dueños de empresas perciben un valor añadido en que su empresa sea gestionada por un *private equity*, particularmente por aquellos con una alta reputación, e incluso están dispuestos a vender su empresa a estas entidades por un precio inferior al que ofrecen otros potenciales compradores (Hsu, 2004).

El presente trabajo se base en estudios como el de Salerno (2018), en el que da pie a futuros análisis sobre el efecto del *private equity* en los que se tengan en cuenta los años previos a la entrada de capital riesgo, como es del caso de esta investigación. La revisión de literatura de Loos (2006) cita textos defendiendo la creación de valor por entidades de *buyouts* (Easterwood, Seth y Singer, 1989; Smith 1990; Anders 1992; Baker y Montgomery 1994; Butler, 2001), pero destaca también escritos que identifican una posible destrucción de valor (Langetieg 1978; Dodd 1980; Asquith 1983; Magenheim y Mueller 1988; Agrawal, Jaffe y Mandelker, 1992) por razones como deficiente administración, estrategias de diversificación fallidas u operaciones corporativas

¹ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).

fracasadas. Otros investigadores como Guo, Hotchkiss y Song (2011) han argumentado que el rendimiento operativo de una compañía adquirida por *private equity* es comparable o solo ligeramente mayor a una compañía sin la participación de capital privado. Es por esto por lo que este trabajo busca investigar el efecto exacto de las inversiones de *private equity* en las empresas que reciben su apoyo financiero y administrativo.

La industria del *private equity* ha visto un crecimiento muy pronunciado en las últimas décadas. En Estados Unidos, McKinsey (2019) estima que el número de empresas con financiación de *private equity* se duplicó entre 2006 y 2017.

Según los datos de la Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión (ASCRI), la asociación de entidades de *venture capital* y *private equity* en España, el volumen de inversión del capital privado alcanzó los €8.513 millones en 2019, el máximo histórico y un 42% más que en 2018 (ASCRI, 2020).

Este trabajo enfoca la investigación en el efecto de las adquisiciones de *private equity* en el crecimiento de los ingresos (resultado bruto de explotación) aplicado al sector de *comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados*. Esta medida ha sido elegida por la gran abundancia de datos sobre ventas en comparación a otras métricas financieras y por la fácil comparabilidad de la cifra, además de por tratarse de la primordial variable en el análisis financiero de empresas junto al EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

Aunque el EBITDA toma una posición de gran importancia en la valoración de empresas, con un estudio reciente determinando que el 77% de los inversores utilizaban la ratio Enterprise Value / EBITDA en sus valoraciones (Fabozzi et al., 2017), esta variable no es una partida contable según IFRS y GAAP y, por lo tanto, los datos reportados por las empresas no son siempre comparables entre las mismas. El análisis de evolución de ingresos descrito en este trabajo se ha recreado para el EBITDA de la compañía investigada, pero el modelo no ha encontrado un control sintético que replicase de manera fiel la evolución de EBITDA para el periodo pre-intervención. Por las anteriores razones, el presente análisis se centra en la “*top-line*” de la cuenta de pérdidas y ganancias.

1.2 Objetivos del trabajo

Este trabajo tiene por objetivo determinar si existe una relación causal entre la inversión del *private equity* en España y el crecimiento de los ingresos generados por la participada. Para ello se analizará el sector de *comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados* entre los años 2002 y 2020.

Se investiga si la inversión de una entidad de capital riesgo en una empresa española resulta en un crecimiento de sus resultados financieros. Para ello, se utiliza el método econométrico del control sintético desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003) y posteriormente Abadie, Diamond y Hainmueller (2010, 2014). Se estudia si la inversión de Corpfín Capital Asesores, S.A. SGEIC (en adelante, “Corpfín Capital”) en Arenal Perfumerías SLU (en adelante, “Arenal” o “Arenal Perfumerías”), actuando como un “tratamiento” recibido únicamente por la empresa seleccionada, presenta un efecto causal en los resultados financieros de esa compañía. Finalmente, se determina si este efecto causal existe y sus posibles implicaciones para la industria del capital riesgo.

1.3 Estructura

El presente trabajo se divide en dos grandes bloques. Tras la presente introducción, el capítulo II describe la actividad y la situación actual de las entidades de capital riesgo. Se centra primero en la exposición del modelo de negocio de un *private equity* y en la situación del sector a nivel global. A continuación, profundiza sobre la historia del capital privado dentro de España y la situación presente a nivel nacional.

El segundo bloque realiza el análisis y los resultados del efecto de las inversiones de *private equity* en los ingresos de las compañías adquiridas. Comienza en el capítulo III revisando el trabajo de Abadie y Gardeazabal (2003) y posteriormente Abadie, Diamond y Hainmueller (2010, 2014), dando pie a la explicación de la metodología basada en el control sintético. Posteriormente, los capítulos IV y V presentan los resultados del análisis y su interpretación. El capítulo V incluye también una entrevista realizada con Gorka García, socio director de Corpfín Capital, sobre la inversión investigada en el análisis de control sintético. La discusión de resultados se enfoca también en la exposición de las posibles implicaciones para la industria del capital riesgo y su lugar en la economía.

2. Marco Teórico: El Sector de Private Equity

2.1 Descripción de la industria de Private Equity

En España, los términos *capital riesgo* y *capital privado* suelen agrupar los *private equity* realizadores de *buyouts* (compras de participaciones mayoritarias) en empresas maduras y los *venture capital* inversores en empresas en sus primeras fases de desarrollo (De los Ríos Sastre, Rodríguez García y Sáenz-Díez Rojas, 2015). El Preámbulo de la Ley 22/2014² apoya esta definición:

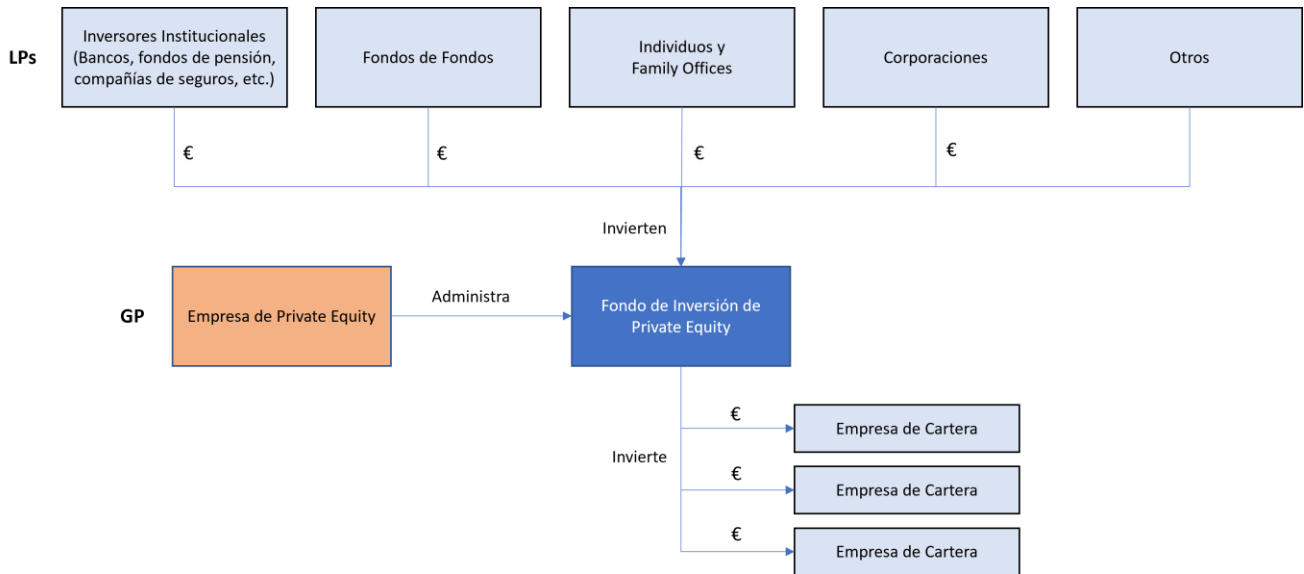
“El capital-riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando *venture capital*, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como *private equity*, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas” (BOE, 2014).

Las sociedades de *private equity* son intermediarios financieros que recaudan capital de inversores conocidos como *Limited Partners (LPs)*. Una vez han levantado suficientes fondos, buscan invertirlo en una cartera de compañías no cotizadas y de alto potencial, normalmente adquiriendo una participación mayoritaria que les otorgue control sobre la administración de la compañía (Metrick y Yasuda, 2011).

Durante su periodo de inversión, la entidad de capital riesgo, actuando como *General Partner (GP)*, busca profesionalizar la gestión de la empresa participada, optimizar sus operaciones y crecer rápidamente con el objetivo de maximizar el valor de la compañía de cara a su desinversión. El horizonte de inversión es de medio plazo, buscando una desinversión (denominada “*exit*”) entre 5 y 10 años después (EVCA, 2007).

² Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Figura 1: Estructura de Financiación y Administración de un fondo de Private Equity



Fuente: EVCA, Elaboración propia

El *venture capital* se diferencia del *private equity* tradicional en que su inversión se concentra en empresas en fase de crecimiento y con elevado riesgo, tomando muchas veces una participación minoritaria. Muchos académicos como Metrick y Yasuda (2011) consideran al *venture capital* como una “subclase” del *private equity*. Las empresas financiadas por *venture capital* son *start-ups* que requieren una gran cantidad de capital inicial para financiar su rápido crecimiento. En muchas ocasiones, esta búsqueda de crecimiento rápido implica también operar con pérdidas hasta que finalmente es posible estabilizar su actividad y generar ingresos regulares.

Para las empresas participadas, la inversión de un *private equity* puede tener varias ventajas sobre un préstamo tradicional. La primera es la diferencia en los requisitos financieros y garantías requeridas para recibir la financiación. Una entidad de crédito tradicional exigirá garantías reales de la empresa o el empresario para asegurar su repago. En contraste, un inversor de *private equity* o *venture capital* estará más dispuesto a asumir riesgos y financiará a empresas a las que los bancos no están dispuestos a prestar más fondos. Las empresas de cartera de un *private equity* suelen tener poca o ninguna información pública, por lo que el fondo de capital riesgo debe fiarse de su propio criterio y de sus descubrimientos durante el proceso de *due diligence* (auditoría de compra) (EVCA, 2007).

Otra diferencia importante es la ausencia de un repago fijo con intereses anuales. Las firmas de capital privado comparten riesgo con sus participadas y solo se benefician si estas tienen éxito, por lo que sus intereses están más alineados (EVCA, 2007).³

La diferencia final, y la que distingue al *private equity* de cualquier otro método de financiación, es la participación activa del fondo de capital riesgo en la administración de la empresa participada. Al controlar una mayoría de la compañía, el *private equity* tiene derecho para dirigir la estrategia y crecimiento de la empresa.

Según ASCRI, “el capital privado registró un número récord de 841 inversiones en 2021 y un volumen de inversión de 7.494M€” (ASCRI, 2022). Esta figura estaba compuesta en un 25.9% por operaciones de *venture capital*.

Previamente, investigadores como Bergström, Grubb, y Jonsson (2007) propusieron que las empresas adquiridas por *private equity* experimentan mejoras estadísticamente significativas a sus resultados y rentabilidad, con otros como Salerno (2018) planteando que PYMEs apoyadas por *private equity* superan en sus resultados a empresas similares sin intervención de capital riesgo. Contrariamente, investigadores como Guo, Hotchkiss y Song (2011) argumentaron que el rendimiento operativo de una compañía adquirida por *private equity* es comparable o solo ligeramente mayor a una compañía sin la participación de capital privado.

ASCRI defiende el valor añadido de las industrias de *private equity* y *venture capital*, listando que estas “no se limitan solo a aportar financiación, sino que también aportan la experiencia de sus equipos: (1) ofrecen asesoramiento estratégico, (2) generan credibilidad antes terceros, (3) ayudan a la profesionalización de los equipos directivos, (4) ofrecen enfoques de negocio exógenos y (5) trasladan *best practices* de otros sectores” (ASCRI, s.f.).

Respecto al impacto del capital privado en los ingresos, el crecimiento y rentabilidad de sus empresas participadas, ASCRI continua “La inyección de capital y la ayuda en la

³ Existen posibles conflictos de interés entre gestores de *private equity* y la empresa participada. Históricamente, varios fondos de *private equity* han apalancado sus empresas excesivamente, buscando maximizar la rentabilidad de su inversión (Metrick y Yasuda, 2011).

gestión de la compañía que aportan los fondos de Capital Privado intensifican el crecimiento de las empresas participadas.” (ASCRI, s.f.). Su propio análisis muestra diferencias estadísticamente significativas entre el crecimiento de ingresos de compañías participadas por capital riesgo y sus respectivos grupos de control. Mediante el método de diferencias en diferencias (DID), una técnica econométrica que identifica la diferencia en la evolución de un grupo tratado y un grupo de control, ASCRI encuentra que, de media cada participada “aumentó sus ventas en 17,1 millones tres años después de la inversión, frente a los 1,5 millones registrados en las empresas del grupo de control” (ASCRI, s.f.).

ASCRI cita efectos similarmente positivos en el crecimiento del EBITDA de las compañías participadas, con un aumento medio total de 294 millones de euros para las 186 empresas participadas, frente a una reducción total de 200 millones en el EBITDA del grupo de control (ASCRI, s.f.).

2.2 La Estrategia de un Private Equity

Los gestores de un fondo de *private equity* buscan financiación de inversores institucionales y de otros inversores altamente cualificados durante un periodo de entre seis meses a un año (EVCA, 2007). Estos inversores se comprometen a una inversión a largo plazo, normalmente 10 años, durante los que no podrán liquidar su inversión (Metrick y Yasuda, 2011).

El equipo de gestión de un fondo de *private equity* suele ser pequeño, formado por entre seis y ocho gestores (EVCA, 2007). La estructura de compensación suele ser la siguiente:

- I. 2% del capital invertido inicial es cobrado anualmente como *management fee* (tarifa de administración del fondo).
- II. 20% de los beneficios finales obtenidos por el fondo a fecha de su extinción son destinados a los gestores. Se conoce como *carried interest* y se trata de un mecanismo cuyo propósito es alinear los intereses de *GPs* con *LPs* (EVCA, 2007).

El tipo de inversión depende principalmente de la madurez de la compañía participada. Tal y como describe la Ley 22/2014⁴:

“El capital-riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea donde el capital semilla es crucial, las primeras fases de arranque de la actividad productiva, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma” (BOE, 2014).

El *seed financing* proporciona financiación a empresas cuya propuesta de valor aún está siendo diseñada. La financiación suele dedicarse a la investigación, asesoramiento y desarrollo inicial de una idea antes de que el negocio haya alcanzado la fase de *start-up* (De los Ríos Sastre et al., 2015). El riesgo es muy elevado porque la empresa aún no ha comenzado a operar y la financiación solicitada se basa en una estimación de los costes de puesta en marcha (Kamal y Firmansyah, 2021). Solo un grupo muy limitado de inversores suele optar por empresas en esta fase, principalmente los llamados *business angels*, inversores individuales que emplean sus propios fondos y que típicamente financian menores cantidades que los *private equity* (Block et al., 2019).

La financiación *start-up* se dirige a empresas que ya han formulado un plan de negocio completo y que necesitan capital para que su empresa crezca rápidamente. Los *venture capital* suelen tomar posiciones minoritarias en *start-ups* y las apoyan con sus procesos de I+D y de penetración de mercado (EVCA, 2007).

El *growth capital* describe la financiación a empresas cerca de la madurez y en un periodo de crecimiento acelerado. Algunos fondos de *private equity* financian la expansión de estas compañías apoyándolas en el desarrollo de nuevos productos o en la adquisición de competidores (EVCA, 2007).

⁴ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Los *leveraged buy-outs (LBOs)* o *compras apalancadas* son operaciones en las que una firma especializada, frecuentemente un *private equity*, adquiere otra compañía utilizando una proporción relativamente pequeña de capital social y una mayor de deuda. Estas inversiones se diferencian de las anteriores en que los *LBOs* se centran en empresas en su madurez, con flujos de caja estables y predecibles, y buscan tener control mayoritario sobre la compañía (Kaplan y Strömberg, 2009). A medida que la compañía genera beneficios, estos se suelen utilizar para repagar deuda y así incrementar la proporción de capital social en la empresa. Llegada la venta de la empresa, el *private equity* recibe un mayor porcentaje del precio de venta.

Por ejemplo, un *private equity* puede comprar una compañía utilizando un 70% de deuda para pagar el precio de compra, por lo que solo paga el 30% utilizando su propio capital. Durante 5 años, la empresa participada repaga deuda con sus beneficios hasta que dicha deuda solo representa el 40% de la empresa y el otro 60% es capital social. Al llegar la venta, el *private equity* recibe el 60% del precio de venta, cuando solo pagó el 30% del precio de compra.

Operaciones similares como el *Management Buyout (MBO)* tienen lugar cuando el equipo directivo de una empresa decide adquirirla. Una firma de capital riesgo puede apoyar a estos directivos creando una compañía de *holding* que se apalanca y compra la empresa a su antiguo dueño. Existen *majority MBOs* donde el equipo directivo pasa a controlar la mayoría del accionariado y *minority MBOs* donde el *private equity* se hace con la mayoría del accionariado (Bedu y Palard, 2021). En ambos casos, el equipo directivo continúa siendo el mismo, por lo que estos continúan teniendo influencia en las operaciones.

2.3 Private Equity en el Mundo

La actividad de compra de empresas privadas ha existido siempre en el mercado. Sin embargo, el término *private equity* como se conoce hoy en día se remonta a alrededor de 1990. Antes de esto, las empresas de capital riesgo se conocían como *venture capitalists* en Reino Unido y como *leveraged buyout firms* en Estados Unidos (Gilligan y Wright, 2020). Para distanciarse de la asociación al uso excesivo de apalancamiento, el segundo término ha caído en desuso.

Private Equity: 2021 Year in Review and 2022 Outlook (Cohen, Cain y Harish, 2022), publicado por Harvard Law School, describe el auge de la actividad de *private equity* en 2021 como “altos históricos”. Operaciones de compraventa por parte de entidades de *private equity* alcanzaron un valor total de 1,2 billones de dólares, representando un 20% de la actividad global de *M&A* (fusiones y adquisiciones) y un incremento del 111% sobre la actividad de *private equity* en 2020. De este valor, 3.895 *exits* (desinversiones) generaron 665.000 millones de dólares en ventas por parte de los fondos. (Cohen et al., 2022). A finales de 2020, la industria administraba activos totales, denominados *Assets Under Management*, por valor de unos 6,5 billones de dólares (McKinsey, 2021).

Las cifras actuales suponen un crecimiento exponencial sobre los 100 mil millones de dólares en activos que manejaba la industria en 1994. Los *buyouts* (compra de participaciones controladoras) representan entre la mitad y dos tercios del valor total de sus operaciones, mientras que el *venture capital* representa la mayoría del volumen de transacciones (Metrick y Yasuda, 2011).

La crisis de 2008 trajo atención negativa ostensible a los fondos de *private equity* y sus métodos de compensación a equipos directivos, los cuales en muchas ocasiones incentivan tan solo el maximizar el valor de las compañías a medio plazo. Sin embargo, la industria ha visto un rápido crecimiento global, y con ello la literatura sobre el sector (Metrick y Yasuda, 2011).

2.4 Private Equity en España

Carlos Lavilla, antiguo presidente de la asociación ASCRI, cita el año 1986 como el de nacimiento del sector de capital riesgo en España (ASCRI, 2013). Sin embargo, podríamos remontar la actividad en España a las Sociedades de Desarrollo Industrial o SODIs. Estas organizaciones financiaban a empresas regionales a través de participaciones minoritarias y temporales en su capital social. En 1980 existían cuatro SODIs en España: la Sociedad Para El Desarrollo Industrial de Andalucía (SODIAN), Sociedad Para El Desarrollo Industrial de Cantabria (SODICAN), Sociedad Para El Desarrollo Industrial de Extremadura (SODIEX) y Sociedad Para El Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA). Sus carteras a finales de 1980 incluían a más de 150 empresas con

una plantilla total de más de 10.000 trabajadores (López-Pinto Ruiz, 1980).

Desde la aparición de la industria, España ha permanecido por detrás de otros países europeos en cuanto a los recursos dirigidos a entidades de capital riesgo. Tal y como argumentan De los Ríos Sastre, Rodríguez García y Sáenz-Díez Rojas (2018, p.3), “En 2015, las inversiones realizadas en España representaban un 0,14% [del PIB] (un 0,34% en 2007), mientras que el promedio europeo se situaba en un 0,30% (0,51% en 2007) y en el Reino Unido casi representaban un 0,5% del PIB”.

Es llamativa esta pronunciada caída de la inversión respecto al PIB en un periodo de ocho años. La recuperación de la industria del capital riesgo tras la Crisis Financiera Global de 2008 fue lenta, en gran parte por la pérdida de confianza en métodos alternativos de financiación por parte de los empresarios. Este impacto fue aún más pronunciado en España, que en 2015 prácticamente se encontraba al mismo nivel que en 2009, año en que solo alcanzó el 0,11% del PIB (De los Ríos Sastre et al., 2018).

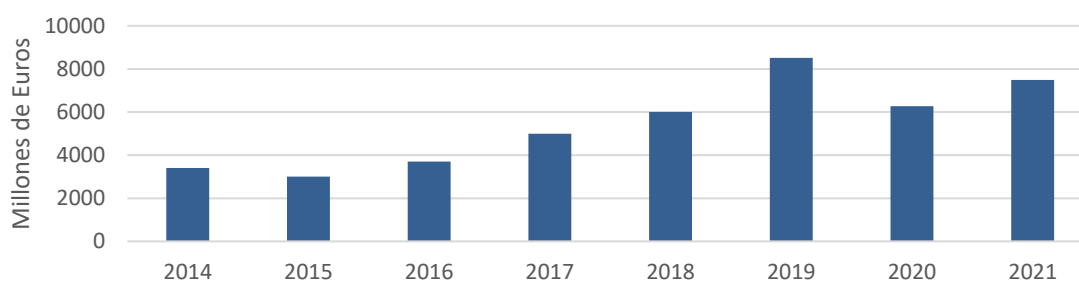
La cifra de inversión en capital riesgo respecto al PIB en España ha aumentado hasta alcanzar el 0,61% del PIB en 2019 (ASCRI, 2020). Sin embargo, el resto de Europa ha visto un crecimiento proporcional o mayor, por lo que España continúa rezagada: “el capital riesgo ha ido ganando la confianza de inversores nacionales e internacionales, pero aún está a gran distancia de otros países” (De los Ríos Sastre et al., 2018, p.2).

Según datos de ASCRI (2020) e Invest Europe (2020), el máximo histórico de inversión en España de 8.513 millones de euros representó el 9% de la inversión total de Europa⁵ durante el mismo ejercicio.

En 2021, el capital privado registró 841 nuevas inversiones con un valor total de 7.494 millones de euros, el segundo mayor registro histórico tras 2019 (ASCRI, 2022). El siguiente gráfico ilustra la evolución de la inversión de las entidades de capital riesgo en España para los años 2014 a 2021:

⁵ Los datos incluyen los países del Espacio Schengen y la UE, Reino Unido, Irlanda, Serbia, Montenegro, Macedonia del Norte, Bosnia y Herzegovina, Moldavia y Ucrania

Figura 2: Evolución de la Inversión de Capital Riesgo en España



Fuente: ASCRI, Elaboración propia

La cifra del ejercicio 2021 se ve impulsada por el alto valor de inversión en *buy-outs* (4.212 millones de euros en 46 operaciones), seguido de la inversión de *venture capital* en *start-ups* (1.942 millones de euros en 691 operaciones) y el *growth capital* (615 millones de euros en 93 operaciones) según los datos de ASCRI (2022).

Los sectores que recibieron la mayoría de la financiación de entidades de capital riesgo en España en 2021 fueron el de Tecnología de la Información y Comunicación (TIC) con 427 operaciones y la industria de biotecnología con 62 inversiones. Dado el alto volumen de inversiones de *venture capital*, las industrias con alta concentración de *start-ups* reciben el mayor número de inversiones, aunque muchas de ellas son de un tamaño pequeño en comparación a los *buy-outs* (ASCRI 2022).

3. Metodología

3.1 Recolección de Datos

La recolección de datos sobre transacciones de capital riesgo en España fue un proceso separado en tres pasos secuenciales:

El primer paso consistió en la recopilación de las operaciones recogidas en los anuarios de ASCRI para el periodo de 2002 a 2020. Estos anuarios son publicaciones anuales que recogen información sobre las empresas pertenecientes a la asociación, figura que alcanza los 252 miembros a cierre de 2021 (ASCRI, 2022). Entre toda la información presentada en los anuarios, se extrajeron las operaciones realizadas por cada empresa de capital riesgo cada año, además de las características principales de cada operación. Los datos para los años 2002 a 2009 eran exportados en formato Excel, mientras que para los años 2010 a 2020 provenían de documentos anuales en formato PDF.

Todos estos datos fueron compendiados en siete documentos Excel en los que se creó una pestaña para cada empresa de capital riesgo que apareciese en al menos un anuario ASCRI. Dentro de dicha pestaña, se dedicó una fila para cada adquisición realizada por ese *private equity* o *venture capital*. Los datos recogidos de los anuarios eran los siguientes:

- Nombre de la compañía participada
- Descripción de actividad de la compañía participada
- Tipo de inversión (Primera inversión en la empresa o *follow-on*)
- Año de la inversión
- Año del anuario usado como fuente
- Porcentaje adquirido de la participada
- Cuantía pagada
- Tipo de operación (semilla, crecimiento, etc.)
- Comentarios

El siguiente paso consistió en asociar cada compañía participada de la base de datos a su perfil en SABI. Esta es una plataforma administrada por Bureau van Dijk, filial de

Moody's, la cual "contiene información detallada sobre empresas de España y Portugal. Puede utilizarse para realizar investigaciones sobre empresas individuales, para buscar empresas con perfiles específicos y para llevar a cabo análisis" (Bureau van Dijk, n.a.).

Esta parte del proceso supuso la búsqueda individual en SABI de cada una de las más de 2000 participadas identificadas. Para la mayoría de las empresas fue suficiente con introducir el nombre de la compañía en la barra de búsqueda de SABI. En caso de que este método no obtuviese resultado, se introducía el Código de Identificación Fiscal (CIF) asociado a la empresa. El CIF podía encontrarse en el Aviso Legal de la respectiva página web corporativa. Si se encontraba la ficha correspondiente en SABI, se añadía al fichero de Excel el BvD ID (Código asociado a la compañía en SABI) y el código NACE⁶ describiendo la industria y actividad de la sociedad.

Para muchas sociedades, ningún método de búsqueda era suficiente para encontrar los datos deseados en SABI. Esto podía ser por dos razones principales:

1. La empresa no era española o portuguesa.
2. SABI no recogía datos asociados a esa empresa.

En ambos casos, una vez agotadas las opciones de búsqueda, la empresa era excluida de la siguiente parte del proceso.

En lo que concierne al análisis llevado a cabo en el presente trabajo, se considera una única empresa adquirida por un fondo de *private equity*. Entre los más de cien fondos cuyas operaciones fueron registradas en formato Excel para esta investigación, se eligió el *private equity* Corpfin Capital como foco de más extenso análisis, particularmente su compra de una participación mayoritaria en Arenal Perfumerías en 2016. Esta sociedad de capital riesgo fue elegida por su gran tamaño y reputación, gestionando activos por valor de más de mil millones de euros (Corpfin Capital, s.f.), su dilatada experiencia y por la accesibilidad de su equipo directivo para la aclaración de cuestiones técnicas en relación con sus inversiones. Se realiza más adelante una entrevista con un socio director de la entidad de capital riesgo para dar luz a su estrategia de inversión y a sus opiniones sobre la operación de Arenal.

⁶ Del francés: *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne* (European Communities, 2008)

Se estudiaron las 38 inversiones realizadas por Corpfín Capital cuyos datos se encuentran almacenados en la base de datos creada para este trabajo, a fin de seleccionar aquella cuyos registros financieros fueran más completos respecto al periodo de tiempo al que se pretendía atender. Para el método de análisis de control sintético se requería un conjunto amplio de compañías comparables en el mismo sector, además de datos financieros detallados para los periodos previos y posteriores a la entrada de capital riesgo en el accionariado. La compañía que mejor cumplía estas condiciones resultó ser Arenal Perfumerías, una sociedad dedicada a la venta de artículos de perfumería, cosmética, higiene personal y farmacia. Fundada en Lugo en el año 1976, distribuye estos productos a través de 54 tiendas físicas y una tienda online (Arenal Perfumerías, s.f.).

Una vez seleccionada la empresa que sería el foco de la investigación, se realizó una segunda búsqueda de empresas similares a esta, para así poder realizar el análisis del efecto de la entrada del capital riesgo en Arenal. Para ello, se realizó una nueva búsqueda en SABI a través del código NACE de Arenal. Las condiciones exactas de búsqueda fueron las siguientes:

- I. Código NACE 4775: *Comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados*
- II. Cuentas disponibles para el periodo 2006-2020
- III. Descripción de actividad incluye “perfumería”, “perfume” o “perfumes”
- IV. Ingresos de explotación más recientes situados entre un millón y 300 millones de euros

La búsqueda produjo una lista de 52 resultados, incluyendo el mismo Arenal. De esta lista, se excluyó Dobles Parejas SL por la ausencia de cifras publicadas para varias variables relevantes durante los primeros años. A partir de las 51 sociedades restantes, se creó un nuevo archivo Excel recogiendo los valores de una serie de variables entre los años 2006 y 2020, aquellas variables a usar en el análisis por método de control sintético. Estas 51 sociedades componen la muestra del estudio. Recogiendo datos durante 15 años para cada una, obtenemos un total de 765 observaciones utilizadas en el análisis.

3.2 Método de Control Sintético

3.2.1 Visión General del Método de Control Sintético

Los precursores del método de control sintético fueron Abadie y Gardeazabal (2003), quienes buscaban analizar el efecto del terrorismo en la economía del País Vasco. Dicho método fue posteriormente desarrollado por Abadie et al. (2010), y tiene por objeto el análisis de cuestiones causales sobre los efectos de eventos aislados en entidades conjuntas como ciudades, regiones y países. Se utiliza un estudio de caso en el que el investigador compara el resultado para una unidad tratada con una única unidad de control. Este método se diferencia de los métodos tradicionales de comparación en que no es el investigador el que elige el grupo de control, dando pie a sesgo o arbitrariedad, sino que se utiliza un algoritmo de selección del grupo de control determinado por las características de la muestra (Abadie et al., 2011).

Abadie y Gardeazabal (2003) y Abadie et al. (2010) definen un *control sintético* como la media ponderada de las unidades de control que mejor aproxima las características más relevantes de la unidad tratada antes de la intervención o tratamiento que diferencia a esta unidad de las demás. Los métodos de control sintético muestran explícitamente la contribución de cada unidad de control y su similitud a la unidad tratada en el periodo previo al tratamiento (Abadie et al., 2011).

De esta manera, a partir del conjunto original de unidades de control, solo algunas de ellas acaban siendo usadas en el control sintético que replica a la unidad tratada. Se diferencia también este método de una regresión tradicional en que las unidades de control siempre tienen un peso de entre cero y uno en el control sintético, mientras que una regresión puede asignar implícitamente pesos negativos a unidades, una extrapolación que no siempre muestra la realidad (Abadie et al, 2011).

En comparación a estudios de pequeña escala, el control sintético ayuda en la selección de casos de comparación y permite la inferencia cuantitativa. En comparación a estudios de gran escala por regresión, elimina los ya mencionados sesgos por extrapolación y da paso a una descripción y análisis mejor enfocados en las similitudes y diferencias entre el caso de interés y la unidad de control (Abadie et al, 2016).

En la presente investigación se utiliza el método de control sintético para aislar el efecto en la evolución de ingresos de la entrada mayoritaria de una entidad de capital riesgo en el accionariado de Arenal. Para ello, se elabora un control sintético a partir de las demás 50 empresas cuyos datos son recogidos en la búsqueda detallada en el apartado anterior. Se busca simular el rendimiento de Arenal si no hubiese tenido lugar el tratamiento, es decir, si el capital riesgo nunca hubiera tomado el control de la compañía.

3.2.2 Implementación del Método de Control Sintético

a) Implementación General

El método de control sintético analiza una muestra de $J + 1$ unidades (en este caso, compañías), indexada por j , donde $j = 1$ representa la “unidad tratada”, mientras que las unidades $j = 2$ a $j = J + 1$ componen el *donor pool*, el conjunto de potenciales donantes al control sintético (Abadie et al., 2014).

La muestra es un panel “equilibrado”, es decir, un panel de datos longitudinales donde todas las observaciones son observadas durante los mismos periodos de tiempo $t=1, \dots, T$. La muestra incluye un número positivo de periodos pre-intervención T_0 , además de un número positivo de periodos post-intervención T_1 , tal que $T_0 + T_1 = T$. El objetivo del estudio es investigar el comportamiento de las unidades durante los periodos pre-intervención y post-intervención para investigar si dicha intervención produce un efecto en los resultados durante el posterior periodo (Abadie et al., 2014).

Se crea un control sintético a partir de la combinación de las J unidades del *donor pool* que mejor aproxime las características de la unidad tratada durante el periodo pre-intervención. Se puede representar esta relación a base de vectores, siendo el control sintético el vector de dimensión $(J \times 1)$ recogiendo las empresas y sus pesos $W = (w_2, \dots, w_{J+1})$. El método de control sintético sigue el Método de Diferencia de Mill para proponer un valor del vector W tal que las características de la unidad tratada sean replicadas lo más fielmente posible por su control sintético (Abadie et al., 2014).

Sea X_1 un vector de dimensiones $(k \times 1)$ recogiendo los valores de las características pre-intervención de la unidad tratada, las cuales se tratarán de replicar lo más cercanamente posible a través del control sintético. Sea X_0 la matriz de dimensiones $(k \times$

J) conteniendo los valores de las mismas variables para cada una de las unidades en el *donor pool*. La diferencia entre las características pre-intervención de la unidad tratada y el control sintético viene dado por el vector $X_1 - X_0 W$. Por lo tanto, elegimos el control sintético W^* que minimice dicha diferencia (Abadie et al., 2014).

Para $m = 1, \dots, k$, sea X_{1m} el valor de la variable número m para la unidad tratada y X_{0m} el vector de dimensión $(1 \times J)$ conteniendo los valores de la variable número m para cada una de las unidades del *donor pool*. Elegimos W^* como el valor de W que minimice el valor de la fórmula:

$$\sum_{m=1}^k v_m (X_{1m} - X_{0m} W)^2,$$

donde v_m representa la importancia o peso asignado a cada variable. En este trabajo, al igual que en la investigación sobre el efecto de la unificación alemana realizada por Abadie et al. (2014), los valores de v_m se asignan a través de la validación cruzada y toman los valores que demuestran crear un control sintético más preciso.

Sea Y_{jt} el valor de la variable de interés en la investigación para la unidad j en el momento t . Sea Y_1 el vector de dimensiones $(T_1 \times 1)$ que contiene los valores post-intervención de dicha variable de interés. Asimismo, sea Y_0 la matriz $(T_1 \times J)$ donde cada columna j contiene los valores post-intervención de la unidad $j + 1$.

El efecto del tratamiento viene dado por el método de control sintético en la forma de la diferencia entre los resultados post-intervención de la unidad tratada y su control sintético, el cual no ha recibido el tratamiento (Abadie et al., 2014). Esta diferencia viene expresada como $Y_1 - Y_0 W^*$. Para cada periodo post-intervención t (cumpliendo que $t \geq T_0$), el efecto estimado del efecto del tratamiento viene dado por la fórmula:

$$Y_{1t} - \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* Y_{jt},$$

b) Implementación aplicada a la intervención de Capital Riesgo

El presente análisis trabaja con una muestra formada por $J + 1 = 51$ sociedades de comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados, ordenadas por ingresos de mayor a menor. En dicha muestra, la tercera unidad de estudio, Arenal Perfumerías SLU, es la unidad tratada. Las unidades 1,2 y 4-51 componen el *donor pool*. El análisis ha sido realizado con RStudio, en concreto con el paquete *Synth*, diseñado para implementar métodos de control sintético a conjuntos de datos (Abadie et al., 2011). El código completo empleado en este estudio puede encontrarse en el Anexo 1. En el actual estudio, se cumple que $T_0 = 9$ representando los años 2007 a 2015, y que $T_1 = 5$ para los años 2016 a 2020, tal que $T = 14$, todos los años de datos incluidos en el panel. Las 12 variables consideradas para la aproximación de las características de Arenal se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 1: Variables predictivas para la creación de un control sintético para Arenal

Variable	Descripción	Unidad
current.ratio	Activo corriente dividido entre pasivo corriente	%
ebitda	Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones por deterioro y amortizaciones	Miles de euros
ebitda.margin	Margen de EBITDA sobre ingresos	%
interest.coverage	EBITDA dividido entre gastos financieros (intereses)	x (Veces)
net.debt	Deudas financieras menos efectivo y equivalentes	Miles de euros
revenue	Ingresos del ejercicio, ventas	Millones de euros
revenue.growth	Crecimiento en beneficios respecto al anterior ejercicio	%
roa	<i>Return on Assets</i> – resultado de explotación divide entre activos totales	%
total.asset.turnover	Ingresos divididos ente activos totales	x (Veces)
total.assets	Activos totales de la empresa, tanto corriente como no corriente	Miles de euros
working.capital	Fondo de maniobra – activo corriente menos pasivo corriente	Miles de euros
working.capital.ratio	Fondo de maniobra dividido entre activos totales	%

Fuente: Elaboración propia

Una vez limpiados los datos para las 51 empresas y organizados en el formato apropiado para su análisis en RStudio, se utilizó la función `dataprep()` para reorganizar los datos en un formato interpretable por la función `synth()`. Como mínimo, la función `synth()` requiere como datos de entrada las cuatro matrices de datos X_I , X_0 , Z_I , and Z_0 (Abadie et al., 2011). En este estudio, X_I se trata del vector de dimensiones (12×1) de valores predictivos para Arenal, y X_0 es la matriz (12×50) conteniendo los valores de las mismas variables para las 50 otras empresas de la muestra. Z_I es el vector de dimensiones (9×1) recogiendo los valores de la variable dependiente *revenue* durante los nueve periodos pre-intervención para Arenal, mientras que Z_0 es la matriz de dimensiones (9×50) que contiene los valores para la misma variable durante los nueve periodos pre-intervención durante los que queremos minimizar el error predictivo *MSPE* (*Mean squared prediction error*).

El siguiente código muestra el uso de la función `dataprep()` en el análisis:

```
R> dataprep.out <- dataprep(
+   foo = companies,
+   predictors = c("revenue", "revenue.growth", "ebitda",
"ebitda.margin","interest.coverage", "working.capital",
"total.assets","working.capital.ratio", "current.ratio", "roa",
"total.asset.turnover"),
+   predictors.op = "mean",
+   time.predictors.prior = 2007:2015,
+   special.predictors = list(
+     list("net.debt", 2008:2015, "mean")),
+   dependent = "revenue",
+   unit.variable = "companyno",
+   unit.names.variable = "companyname",
+   time.variable = "year",
+   treatment.identifier = 3,
+   controls.identifier = c(1,2,4:51),
+   time.optimize.ssr = 2007:2015,
+   time.plot = 2010:2020)
```

La función `dataprep()` devuelve una lista de objetos `dataprep.out` conteniendo varios elementos, incluyendo `dataprep.out$X0` y `dataprep.out$X1` que representan las matrices X_0 y X_I , respectivamente (Abadie et al., 2011). La siguiente

imagen, por ejemplo, muestra cómo se almacena X_I :

Tabla 2: Almacenamiento de X_I en RStudio

revenue	6.088924e+01
revenue.growth	1.506393e-01
ebitda	6.188022e+03
ebitda.margin	9.922612e-02
interest.coverage	8.143333e-02
working.capital	8.982982e+03
total.assets	4.480605e+04
working.capital.ratio	1.982008e-01
current.ratio	1.345556e-02
roa	7.838000e-02
total.asset.turnover	1.345184e+00
special.net.debt.2008.2015	1.312157e+04

Fuente: RStudio, Elaboración propia

Se puede apreciar, por ejemplo, que el valor medio de los ingresos de Arenal durante el periodo pre-intervención era de 60,89 millones de euros, y que el valor medio de su EBITDA era de 6,19 millones de euros.

A continuación, se muestra también la representación en RStudio del vector Z_I , reflejando los valores de la variable objetivo *revenue* durante cada año del periodo pre-intervención para Arenal:

Tabla 3: Almacenamiento de Z_I en RStudio

Año	Ingresos (Millones de euros)
2007	35.48793
2008	45.25831
2009	57.86828
2010	62.93897
2011	65.21844
2012	65.14891
2013	66.78566
2014	71.03080
2015	78.26589

Fuente: RStudio, Elaboración propia

En la anterior figura destaca el constante aumento de los ingresos de Arenal antes

de la entrada de Corpfín en 2016. Se crea un control sintético en base a una combinación de otras compañías del sector para replicar este crecimiento lo más cercanamente posible, de tal manera que no se establezca una falsa causalidad tan solo basada en el crecimiento intrínseco a las ventas de Arenal.

Se ejecuta seguidamente el comando `synth()` haciendo referencia a los datos devueltos por `dataprep()`. Esta función explora los posibles valores de W^* , el vector de peso de cada unidad de control, examinando cuál minimiza el MSPE y produce el mejor control sintético. En el paquete *Synth*, la función está basada en el trabajo de Karatzoglou, Smola, Hornik, y Zeileis, (2004) y su paquete *kernelab*. `synth()` resuelve también la matriz diagonal V^* , recogiendo los pesos de cada variable predictiva, para minimizar dicho MSPE durante el periodo pre-intervención. Todo lo expuesto se implementa en RStudio con el siguiente comando:

```
synth.out <- synth(data.prep.obj = dataprep.out, method = "BFGS")
```

El método “BFGS” utilizado como parámetro en el anterior comando se refiere al método Broyden–Fletcher–Goldfarb–Shanno de optimización de problemas no lineales y sin restricciones, derivado de la ecuación de Newton para la optimización de problemas:

$$x_{k+1} = x_k + t = x_k - \frac{f'(x_k)}{f''(x_k)}$$

De la misma manera que el método de Newton es utilizado para hallar la solución a funciones diferenciables mediante iteración, el método BFGS itera aproximaciones de la matriz hessiana asociada a la función hasta alcanzar aquella que minimiza la “pérdida” y obtiene la aproximación más cercana a la solución real. Dadas las limitaciones de datos muestrales en este tipo de estudios, es poco probable que la matriz generada por estos algoritmos produzca un control sintético con todas las características exactas de la unidad tratada. No obstante, mediante la iteración es posible llegar a una aproximación lo suficientemente parecida como para un análisis comparativo significativo.

Finalmente, se extraen los resultados del análisis en forma gráfica y numérica. Esto se realiza mediante los siguientes comandos:

`synth.tables$tab.pred[1:12,]` muestra el valor medio para cada una de las doce variables predictivas durante el periodo pre-intervención separado en tres columnas: los valores de la unidad tratada, los del control sintético generado por `synth()`, y la media de toda la muestra (las 51 empresas de comercio al por menor de productos cosméticos e higiénicos en establecimientos especializados).

`synth.tables$tab.w[1:50,]` devuelve el vector W^* con el peso asignado a cada una de las unidades de control en el control sintético. El peso total sumará siempre uno, y todas las unidades tendrán un peso entre cero y uno. Es común que la mayoría de las unidades tengan un peso de exactamente cero, como ocurre en la primera aplicación de este método por parte de Abadie y Gardeazabal (2003), donde en su réplica sintética del País Vasco, utilizando como muestra todas las Comunidades Autónomas españolas, tan solo Madrid y Cataluña tuvieron un peso mayor a cero en el control sintético.

`path.plot(synth.res = synth.out, dataprep.res = dataprep.out)` permite crear una visualización gráfica de la evolución de la variable objetivo (*revenue*) durante todo el periodo investigado, tanto pre-intervención como post-intervención, para (i) la unidad tratada, y (ii) el control sintético. Presenta de manera clara y visual el efecto del tratamiento, en el caso de que las líneas de (i) y (ii) se separen de manera clara post-intervención, además de la calidad del control sintético, la cual será mayor si durante el periodo pre-intervención ambas líneas se encuentran constantemente cercanas.

`gaps.plot(synth.res = synth.out, dataprep.res = dataprep.out)` produce un gráfico similar, esta vez mostrando una línea representando la diferencia absoluta entre el valor de la variable objetivo, para cada año, entre la unidad tratada y su control sintético. Un buen modelo mostrará una línea cercana a cero durante todo el periodo pre-intervención, y posteriormente podría ocurrir una de tres cosas:

1. Si la línea **subiera considerablemente** post-intervención, se podría afirmar que la intervención ha tenido un impacto positivo en el valor de la variable objetivo (en este caso, se podría afirmar que la entrada de Corpfín en el

accionariado de Arenal es la causa de un aumento en beneficios).

2. Si la línea **se mantuviera cerca de cero**, no se podría determinar un efecto claro causado por la intervención.
3. Si la línea **bajara considerablemente**, se podría afirmar que la intervención tiene un efecto negativo en el valor de la variable objetivo.

Para mostrar estas diferencias numéricamente, se utilizan las siguientes dos líneas de código:

```
R> gaps <- dataprep.out$Y1plot - (dataprep.out$Y0plot %*%  
synth.out$solution.w)  
+ print(gaps[1:11, 1])
```

Estos comandos producen una tabla mostrando la diferencia numérica entre Arenal y su control sintético para el valor de *revenue* cada año, empezando por el año que el usuario determine (en este estudio, se comienzan los *outputs* en 2010, por lo que el anterior código devolverá la diferencia para cada año entre 2010 y 2020). De nuevo, lo más importante, de cara a demostrar la validez del análisis, es que para el periodo pre-intervención se minimicen las diferencias anteriormente descritas.

3.3. Conjunto de Datos. Corpfín Capital y Arenal Perfumerías

Una vez concluido el proceso de recopilación de datos, el análisis desarrollado en el actual trabajo se ha centrado en Arenal Perfumerías, como unidad tratada, y en Corpfín Capital como el fondo de capital riesgo autor de la operación Arenal. Excluyendo el mismo Arenal, la muestra se compone de 50 empresas con actividad y características similares a esta compañía.

Con el objetivo de proporcionar un contexto más completo sobre la operación de interés, esta sección se dedica a la descripción de Corpfín Capital y Arenal. En su página web empresarial, Corpfín Capital se define de la siguiente manera:

“Corpfín Capital es una gestora independiente líder en el segmento de empresas medianas en Iberia. Desde su primer fondo en 1990 Corpfín Capital ha desarrollado su

actividad para convertirse en una referencia en el sector, con una sólida reputación entre empresarios, equipos directivos, inversores, entidades financieras y organismos reguladores. Corpfín Capital se encuentra actualmente en fase de desinversión de su cuarto fondo, Corpfín Capital Fund IV de 255 millones de euros, y en fase de inversión de su quinto fondo, Corpfín Capital Fund V, de 280 millones de euros” (Corpfín Capital, s.f.).

Corpfín Capital invierte en empresas españolas y portuguesas de prácticamente todos los sectores. Su último fondo, Corpfín Capital Fund V, busca invertir cantidades de entre 15 y 40 millones de euros en las empresas en las que elija participar, preferiblemente tomando posiciones mayoritarias en el accionariado. Corpfín recauda sus fondos de diversos inversores institucionales, con entidades internacionales representando más del 90% de los inversores del fondo de capital riesgo (Ponce de León, M., 2018).

Por su parte, Arenal Perfumerías, fundada en Lugo en 1976, es una sociedad dedicada a la venta de artículos de belleza, parafarmacia y droguería. Su presencia geográfica, antes de la entrada de Corpfín Capital, se concentraba en Galicia. Hasta el día presente, la cadena se ha expandido a través de la apertura de nuevas tiendas en Asturias, Cantabria, el País Vasco y Castilla y León, hasta alcanzar un total de 54 tiendas en España, además de haber impulsado su presencia online. Arenal cuenta con más de 900 empleados y distribuye más de 50.000 *SKUs*.

Arenal se trata de una empresa familiar. Su historia se remonta a la apertura de una droguería en Lugo por su fundadora Maite Marzán. Posteriormente se incorporó al negocio su marido Rafael Vázquez, y más adelante sus hijos Rafael y Carlos. Aún siendo parte de un mercado local competitivo, el negocio creció de manera orgánica, abriendo nuevas tiendas en Monforte y Ponferrada, entre otras (Cela, D., 2017).

En 2008, Arenal compró la cadena de tiendas coruñesas El Píncel, su mayor competidor en esa época. Esta adquisición fue el comienzo de un proceso más rápido de expansión a base de nuevas aperturas, abriendo las puertas de su primera tienda fuera de Galicia en 2012.

En marzo de 2016, el *private equity* Corpfín Capital compró el 60% de Arenal por

unos 21 millones de euros (Mergermarket, s.f.). La familia Vázquez Marzán continuó siendo dueña del otro 40% y mantuvo sus puestos de administración dentro de la empresa. Entre 2016 y 2018, Arenal elevó su número de tiendas de 31 a 41, un aumento del 32% en tan solo tres años.

Corpfin Capital acordó la venta de su participación en Arenal al grupo portugués Sonae en septiembre de 2018. Sonae es una de las mayores multinacionales de origen portugués, diversificada en comercio minorista, servicios financieros, tecnología, centros comerciales y telecomunicaciones, y con más de 6.800 millones de ingresos en el ejercicio 2020. La venta de Arenal se hizo efectiva en enero de 2019 por unos 47 millones de euros (Mergermarket, s.f.).

4. Resultados

4.1 Control Sintético y Características

La presente sección expone y desarrolla los resultados del análisis de control sintético. Se investiga la evolución de los ingresos de Arenal Perfumerías en comparación a un grupo de control sintético compuesto por empresas de características similares y se explora si el tratamiento, en forma de la entrada del *private equity* Corpfin Capital en su accionariado, tiene un impacto significativo en la evolución de dichos ingresos.

De las 50 empresas incluidas en la muestra, excluyendo Arenal misma, el programa crea un control sintético compuesto por tan solo tres de ellas. Una tabla detallando la muestra completa y los pesos asignados a cada empresa dentro del control sintético, creada con la función `synth.tables$tab.w`, puede encontrarse en el Anexo 2. La tabla a continuación resume las tres empresas incluidas en el control sintético de Arenal:

Tabla 4: Empresas Incluidas en el Control Sintético de Arenal y Pesos

Empresa	Peso en Control Sintético	¿Private Equity en Accionariado?
Sephora Cosméticos España	0,517	No
Fund Grube	0,228	No
Ortenove (Farmacia X Castellanos)	0,255	No

Fuente: Elaboración propia

Estas tres empresas, al ponderar sus características financieras con los pesos descritos en la tabla, demuestran replicar las de Arenal con la mayor precisión.

Sephora Cosméticos, parte del grupo francés LVMH, es una empresa multinacional de productos de cosmética e higiene personal. Con sede en Francia, sus operaciones españolas generaron ingresos medios de 89,5 millones durante el periodo

pre-intervención. Considerándose exclusivamente los resultados de su filial española en este modelo, sigue tratándose de la empresa más grande que forma parte del control sintético.

Fund Grube es una empresa de productos de cosmética, belleza y moda con sede en Canarias. Fundada en 1983 y todavía propiedad de la familia Chhabria, presentaba un tamaño muy similar al de Arenal durante el periodo pre-intervención (65,6 millones de euros, frente a los 60,9 millones de euros en ventas medios de Arenal).

Farmacia X Castellanos es una empresa de productos de salud y cosmética con sede en Barcelona. Aún siendo de tamaño considerablemente más pequeño que Arenal, Sephora Cosméticos España y Fund Grube, con unos ingresos medios pre-intervención de 0,6 millones de euros, sus ratios financieras mostraron, en conjunto con las otras dos empresas del control, crear el reflejo más fiel de Arenal.

La inclusión de una empresa de tamaño tan pequeño como Farmacia X Castellanos puede parecer extraño en un principio, pero es importante considerar que el control sintético de Arenal es la media ponderada de las tres empresas descritas en esta sección. Siendo Sephora Cosméticos España y Fund Grube de mayor tamaño que Arenal, solo una empresa más pequeña podía combinarse con ambas para crear una réplica de los ingresos de Arenal.

La siguiente tabla muestra el valor medio para cada una de las doce variables predictivas durante el periodo pre-intervención para Arenal (columna “Treated”), su control sintético (columna “Synthetic”), y toda la muestra (columna “Sample Mean”):

Figura 3: Valores Medios de Variables Predictivas Pre-Intervención

	Treated	Synthetic	Sample Mean
revenue	60.889	61.345	16.098
revenue.growth	0.151	0.082	0.050
ebitda	6188.022	3519.490	396.518
ebitda.margin	0.099	0.088	0.042
interest.coverage	0.081	0.035	1.991
working.capital	8982.982	11086.106	3634.947
total.assets	44806.050	36150.676	11541.825
working.capital.ratio	0.198	0.244	0.278
current.ratio	0.013	0.019	0.020
roa	0.078	0.018	0.016
total.asset.turnover	1.345	1.419	1.689
special.net.debt.2008.2015	13121.571	9439.222	3626.559

Fuente: RStudio, Elaboración propia

Los resultados de esta tabla son críticos para demostrar las ventajas del método de control sintético sobre una regresión tradicional. Si incluyésemos todas las empresas de la muestra en el análisis, es evidente que las cifras de Arenal se encontrarían muy por encima de la media. Dado que los fondos de *private equity* buscan invertir en empresas de alto crecimiento, una regresión tradicional podría llevar a una errónea afirmación de causalidad (que el capital riesgo aumenta crecimiento), cuando en verdad la relación sería opuesta (el crecimiento alto atrae capital riesgo). Esto dificultaría considerablemente el demostrar una relación causal entre el tratamiento y un cambio en la evolución de los ingresos. El control sintético sirve para eliminar esta confusión de causalidad.

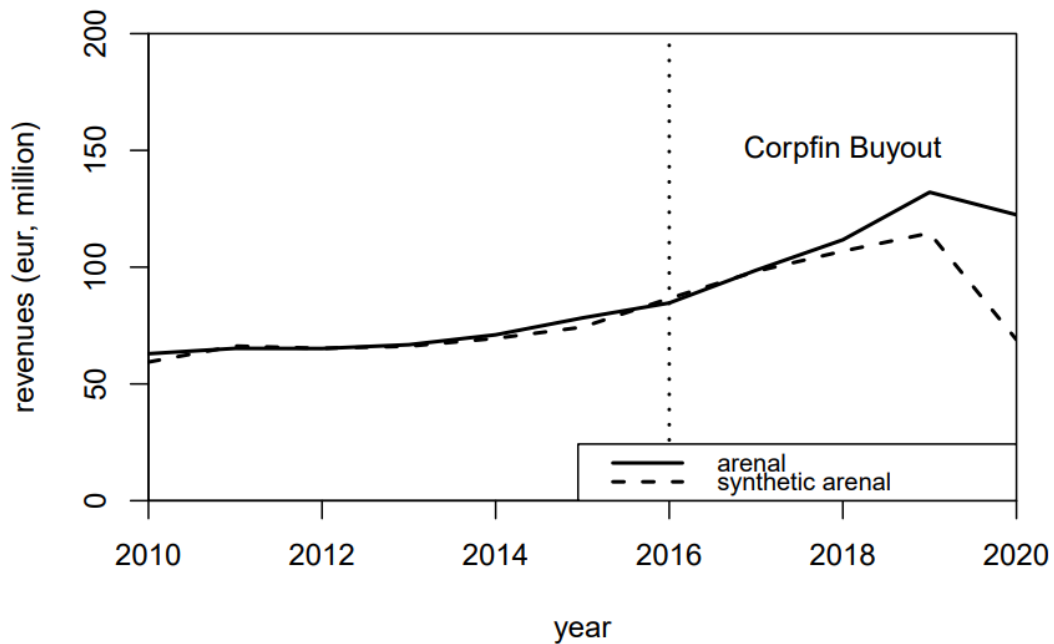
Con el método de control sintético, vemos que se aproximan de manera muy cercana los ingresos de Arenal para el periodo pre-intervención. Sin embargo, también puede verse que, dada la muestra, cifras como el EBITDA varían mucho más entre Arenal y su control sintético. Dada la limitación del conjunto de datos para replicar la evolución del EBITDA de Arenal, la presente investigación no llegará a conclusiones sobre el efecto del capital riesgo en dicha variable financiera.

Cabe destacar, de toda manera, que el método de control sintético no busca solo aproximar fielmente los ingresos de Arenal. La combinación de empresas anteriormente expuesta es la más fiel aproximación del conjunto de características de Arenal, además de la que mejor predice el comportamiento de la variable objetivo (ingresos) excluyendo el tratamiento.

4.2 Efecto del Tratamiento

Los siguientes gráficos describen la evolución de los ingresos de Arenal, además de mostrar una comparación directa con la misma evolución para el control sintético compuesto por Sephora Cosméticos España, Fund Grube y Farmacia X Castellanos. La intervención o tratamiento, *id est* la entrada del *private equity* Corpfin Capital en Arenal, ocurre en marzo de 2016.

Figura 4: Evolución de la Variable *Revenue* de Arenal vs. Control Sintético



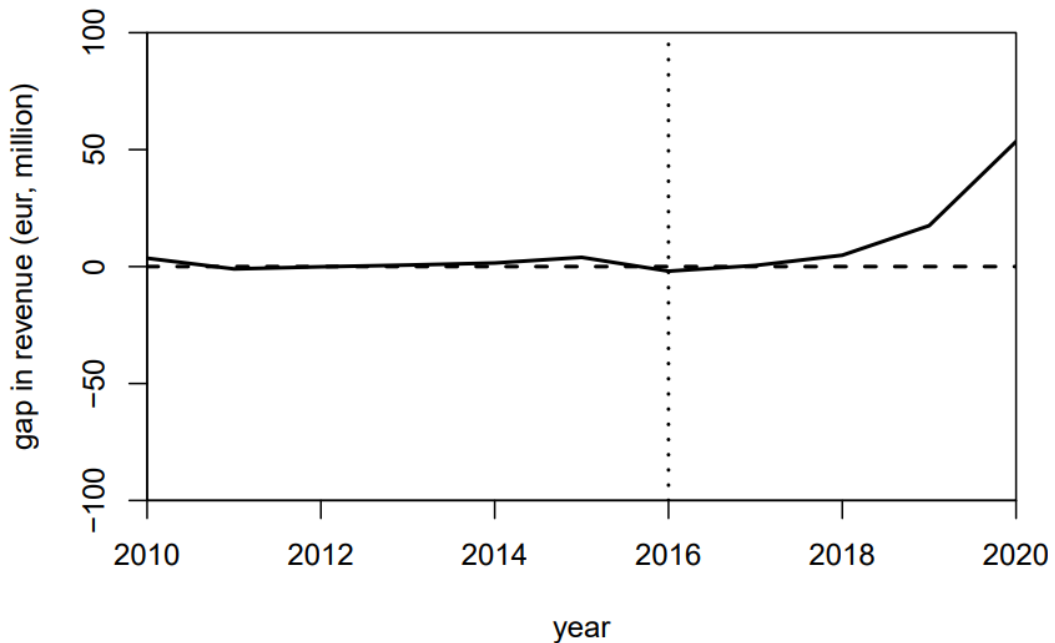
Fuente: RStudio, Elaboración propia

De la anterior gráfica sobresalen dos puntos principales a destacar. El primero, y más importante de cara a la validez interna del presente estudio, se ve reflejado en la cercanía de las líneas de ingresos para Arenal y su control sintético desde 2010 hasta 2015. La diferencia en la evolución de ingresos durante estos años pre-intervención es mínima, solo difiriendo ligeramente en 2010 y 2015. Esta fiel réplica de la variable objetivo durante los años pre-intervención otorga validez al control sintético, en especial de cara a poder basarse en la evolución de este control como una predicción fiable de los ingresos de Arenal si nunca hubiese tenido intervención de *private equity*.

La segunda conclusión se presenta evidente al ver la divergencia de las dos líneas

desde 2017 en adelante. Los ingresos de Arenal son marcadamente superiores a las del control sintético durante estos años. Aunque los ingresos de Arenal caen en 2020 por el impacto de la pandemia de COVID-19 en las ventas de las tiendas de cara al público, esta caída es menor a la del control sintético, tan solo acentuando el impacto del tratamiento en Arenal. Para visualizar el impacto de manera más explícita, el siguiente gráfico muestra la diferencia absoluta entre el valor de ingresos de Arenal y su control sintético durante los periodos pre-intervención y post-intervención.

Figura 5: Evolución de Diferencia en *Revenue* Entre Arenal y su Control Sintético



Fuente: RStudio, Elaboración propia

Una vez Corpfín Capital entra en Arenal, la diferencia entre los resultados de la empresa y su control sintético crece exponencialmente año a año. El resultado refleja que Arenal bate los resultados esperados, y que la causa de esta diferencia es el impacto del capital riesgo. El efecto no es inmediato, ya que en el mismo 2016 el control sintético se impone ante Arenal, y en 2017 el efecto sigue siendo marginal. Al igual que en el estudio de Abadie et al. (2014) sobre la reunificación alemana, puede existir un *lag* o periodo de desfase entre la intervención y su efecto en la variable objetivo.

En términos numéricos, la tabla a continuación expresa, en millones de euros, la diferencia entre los ingresos de arenal y su control sintético:

Tabla 5: Diferencias numéricas en *revenue* entre Arenal y su control sintético

Año	Pre-Intervención	Año	Post-Intervención
	Diferencia en <i>revenue</i> (millones de euros)		Diferencia en <i>revenue</i> (millones de euros)
2010	3,57	2016	-1,96
2011	-1,00	2017	0,47
2012	-0,09	2018	4,85
2013	0,64	2019	17,50
2014	1,53	2020	53,51
2015	3,95		

Fuente: Elaboración propia

Es en 2018 que se presenta la primera diferencia considerable en los ingresos de Arenal y su control sintético. En 2019, y especialmente en 2020, esta diferencia se vuelve mucho más pronunciada, alcanzando los 53,51 millones de euros en 2020, una diferencia del 46% sobre las ventas de Arenal (122 millones de euros en 2020).

Los resultados son muy concluyentes en relación con el impacto positivo sobre ventas de la entrada del capital riesgo en el accionariado de Arenal.

5. Análisis

Esta sección presenta una entrevista realizada a Gorka García, socio director de Corpfín Capital, de cara a analizar los resultados desde un punto de vista cualitativo y estratégico. Seguidamente se elabora sobre el análisis de los resultados, sus posibles explicaciones, y se discuten tanto sus implicaciones como la posibilidad de extrapolar las mismas a la industria *private equity* en su conjunto.

5.1 Entrevista con Gorka García, socio director de Corpfín Capital

Gorka García, socio director Corpfín Capital, se prestó voluntario a responder a unas preguntas sobre Corpfín, y más en concreto sobre la operación de Arenal, para proporcionar su punto de vista sobre la operación, sus orígenes y sobre posibles razones por las que su participación podría haber llevado al aumento de ingresos que experimentó Arenal desde su entrada en el accionariado en 2016. La entrevista completa se presenta a continuación:

¿Podrías hablarme sobre cómo opera Corpfín y cómo crea valor para las empresas en las que participáis?

En Corpfín, de una manera proactiva, buscamos proyectos empresariales donde vemos que hay una oportunidad clara de crecer, empleando tanto crecimiento orgánico como inorgánico.

El de Arenal es un ejemplo de crecimiento orgánico. Es una cadena de tiendas de perfumería con un formato muy concreto que la diferenciaba de sus competidores, y nosotros entramos con el objetivo de impulsar el crecimiento con la apertura de nuevas tiendas. El crecimiento inorgánico consiste en usar como plataforma una empresa cuyos directivos gestionan bien, para ir comprando e integrando otras compañías. Estas son las dos estrategias principales, y cada una de ellas tiene sus particularidades.

Respecto a nuestra manera de operar, antes de invertir trabajamos un plan de negocio que desarrolla la idea de cómo vamos a crecer. Esto lo hacemos siempre de la mano de los empresarios / fundadores / equipos directivos. Luego nos aseguramos de que durante

nuestro periodo de inversión este plan se va cumpliendo. Idealmente se va superando.

Las áreas donde Corpfin Capital aporta valor a estos proyectos son las siguientes: Por un lado, asistimos en todo lo que es el diseño del plan de negocio. Basándonos en nuestra experiencia, ayudamos a la compañía a desarrollarlo, a analizarlo y a ejecutarlo. El equipo directivo de la compañía tiene un papel crucial en todo esto, pero nosotros aportamos nuestra experiencia y know-how.

Segundo, tenemos un *background* financiero, lo cual nos permite ayudar a optimizar la estructura financiera. Ayudamos a conseguir los recursos necesarios para ese plan de crecimiento, ya sean planes de inversión interna o la financiación de adquisiciones en las condiciones óptimas.

Tercero, introducimos en la compañía una disciplina, reforzamos el *reporting* financiero y el seguimiento de los *KPIs* del negocio, y a la vez creamos unos consejos de administración mixtos que eventualmente se pueden reforzar con expertos independientes de ese sector. Consideramos la mejora de sistemas, el *ESG*... aspectos que muchas de estas compañías en las que invertimos, que son PYMES, no tienen muy desarrollados.

Otra área importante es que, en base a nuestra experiencia en otras compañías, tenemos una idea muy clara de oportunidades de mejora operativas, impulsando proyectos que mejoren la eficiencia del negocio, ya sea mejorando compras, reduciendo el capital circulante, recortando gastos... Todo con un foco muy claro en mejorar el negocio. Y esto lo hacemos con nuestro propio know-how sobre el sector, si lo tenemos, o con ayuda de terceros

Y finalmente, el otro elemento en el que podemos añadir valor es en una visión muy clara de cómo mejorar la compañía de cara a la venta futura. Esto incluye la gestión del proceso de venta.

Corpfin tomó una participación mayoritaria en Arenal en marzo de 2016. ¿Por qué elegisteis Arenal? ¿Cuál era el razonamiento de la operación?

De la mano de una persona que lo conocía muy bien, estuvimos analizando el sector

de las perfumerías. Nos dimos cuenta de que, en el mercado español, había grandes cadenas nacionales, en algunos casos multinacionales, que venían de unos años muy duros por la crisis económica y de la que no se habían acabado de recuperar. Y frente a estas grandes cadenas (como If, Bodybell, Douglas – ya no existen algunas), cadenas con muchos puntos de venta a nivel nacional, con niveles de rentabilidad muy bajos - frente a estas cadenas había un número relativamente pequeño de *players* regionales, que lo estaban haciendo muy bien con un modelo de negocio distinto y muy rentable.

Identificamos una compañía con unos márgenes muy superiores, Arenal, y cuando fuimos profundizando vimos que tenía un modelo de negocio muy distinto. Las diferencias principales eran (i) El formato de tienda era mucho más grande que la tienda típica. Arenal tenía tiendas de unos 800 metros cuadrados frente a los 250 – 300 metros cuadrados del resto de competidores. (ii) Arenal combinaba el negocio de cosmética del *mass market* y el más selectivo, toda la gama completa, desde lo más caro hasta lo más económico junto con droguería y junto con todos los productos de parafarmacia. Básicamente, lo que hacía era seguir un modelo económico mucho más rentable y ello, a su vez, permitía tener modelos de tienda mucho más rentables.

Siendo Arenal un jugador regional fundamentalmente localizado en Galicia, vimos una oportunidad de extenderlo a otras geografías, de llevar a cabo un plan de crecimiento agresivo junto con la familia fundadora.

Arenal mejoró sus ingresos desde 78 millones en 2015 a 112 millones en 2018. Representa un crecimiento del 13% anual. ¿Qué acciones específicas tomasteis para que fuera posible? ¿Qué cambiasteis en la administración y en las operaciones en Arenal?

La razón principal de ese crecimiento son las aperturas de nuevas tiendas. Lo que hicimos fue impulsar a la compañía.

Hay que pensar que el mercado de perfumerías es un mercado maduro. Desde el punto de vista de los puntos de venta, el sector está saturado. Nos convencimos, junto con el equipo directivo, de que, a pesar de esa saturación, el modelo de Arenal era superior. Por lo tanto, se podían abrir nuevos puntos de venta y capturar mercado de la

competencia. Yo diría que el impulso más importante del crecimiento de los ingresos fue la gestión muy activa y agresiva de apertura que nos llevó a nuevos mercados. Arenal estaba fundamentalmente en Galicia y fuimos extendiendo la marca por todo el norte de España, lo cual impulsó las ventas. Y esto se combinó con una gestión muy activa del *offering* de productos. Son grandes tiendas, donde puedes encontrar prácticamente de todo.

Diseñamos el plan, establecimos un Consejo de Administración que validaba y analizaba las oportunidades de apertura, con un modelo muy concreto de análisis de esas oportunidades de apertura. También en este caso negociamos una financiación que permitía poder hacer todas estas inversiones, y se marcaron unos objetivos por parte nuestra, consensuados con la familia para poder conseguir esos objetivos de aperturas.

Vuestra salida de Arenal fue en enero de 2019 con la venta a la portuguesa Sonae. Según datos de Mergermarket, entrasteis por 21 millones y vendisteis vuestra participación por 47 millones. ¿Consideráis la operación un éxito? ¿Por qué vendisteis tras solo 3 años?

La operación fue un éxito total. Lo que nos habíamos propuesto a la entrada, en términos de crecimiento, fuimos capaces de cumplirlo. Y la venta, efectivamente se anticipó respecto a lo que podría haber sido nuestro plan original, básicamente porque se nos aproximó Sonae mostrando un interés muy fuerte por el activo.

Ellos, igual que nosotros hicimos, realizaron su análisis del mercado e identificaron a Arenal como la mejor empresa, la empresa más atractiva. Con mejor gestión, con mejor eficiencia y con mucho potencial de crecimiento.

Aunque fuera un poco antes de lo previsto, dado que habíamos llegado ya a los objetivos de rentabilidad, por qué no anticipar la venta.

5.2 Interpretación de Resultados

El estudio realizado durante este trabajo demuestra de manera concluyente que el *buyout* de una participación mayoritaria en Arenal por parte de Corpfín Capital en 2016

resultó en un aumento muy significativo en los ingresos de Arenal. El primer ejercicio financiero en el que este cambio es visible, respecto al grupo de control sintético, se trata de 2018.

Arenal se encontraba en un proceso de expansión nacional mediante la apertura de nuevas tiendas, y Corpfín Capital advirtió una oportunidad perfecta para acelerar este crecimiento. La apertura de 10 tiendas durante el periodo en que Corpfín controló Arenal, representando un aumento del 32% en el número de tiendas en menos de tres años, es prueba de dicha aceleración. El fondo de capital riesgo vio en Arenal un modelo de negocio superior al de sus competidores, y uno escalable con el que fueron capaces de capturar mercado por las Comunidades Autónomas del norte de España.

Gorka García atribuye la mayor parte del crecimiento en ingresos a esta expansión geográfica y al alcance de nuevos mercados. Sin embargo, el crecimiento del 32% en el número de tiendas se muestra inferior al crecimiento en las ventas de Arenal. En comparación a los ingresos de 78 millones de euros en 2015, en 2018 estos fueron un 43% mayores, y los de 2019 llegaron a una cifra un 69% por encima de las ventas generadas durante el último año pre-intervención.

Puede apreciarse, dicho lo anterior, que al igual que en número de tiendas de Arenal vio un aumento substancial tras la entrada de Corpfín Capital, también lo hizo la cifra media de ventas por tienda. Puede atribuirse este hecho a dos posibles causas: por un lado, la apertura de tiendas de mayor tamaño y aforo que las anteriores tiendas de Arenal y, por otro, un aumento en el aforo de las tiendas existentes.

La primera de estas causas parece ser cierta, teniendo en cuenta la apertura de tiendas como un local *prime* en Bilbao de 2.500 metros cuadrados, muy por encima de los 800 metros cuadrados característicos de las tiendas de Arenal. La entrada en mayores mercados como Bilbao permitió a Arenal alcanzar un número de clientes muy superior a aquel posible en sus locales de Lugo y demás provincias gallegas.

La segunda posible causa plantea la cuestión sobre si las operaciones de Arenal mejoraron tienda por tienda gracias a la intervención de Corpfín Capital. Podría atribuirse cierto aumento a su ayuda en la gestión del *offering* y a la profesionalización de los

procesos administrativos de Arenal. El efecto de estos factores es sin duda más complejo de cuantificar, pero es razonable la aseveración de que el crecimiento de Arenal tras la entrada de Corpfin excedió aquel que sería atribuible exclusivamente a la apertura de nuevas tiendas.

En relación con la posibilidad de extrapolar los resultados de este estudio al mercado de *private equity* en su conjunto, el anterior análisis sirve como base para demostrar que el capital riesgo puede aumentar el crecimiento de una empresa muy por encima de lo que habría crecido sin dicha intervención. No es prueba, sin embargo, de que siempre sea el caso. El efecto positivo de Corpfin Capital en Arenal no es necesariamente igual al impacto de cualquier otro *buyout* o intervención de un *private equity*. Es probable que haya operaciones más y menos exitosas, y como bien dice Gorka García, la de Arenal se trata de un claro éxito. Para analizar el efecto medio de una intervención de *private equity*, y evaluar de manera global la aportación de esta industria a la economía en su conjunto, serán necesarios futuros estudios que se realicen sobre un mayor número de unidades tratadas, y pretendan demostrar que en todos o la mayoría de los casos, esta relación positiva continúa siendo cierta.

Este estudio establece un primer marco de trabajo a mediana escala y demuestra que un fondo de *private equity* puede crear valor y acelerar el crecimiento de ingresos en base a su *know-how* financiero, estratégico y sectorial, materializándose una mejora en las operaciones y la administración. Una inversión de capital riesgo bien ejecutada aporta valor a la empresa participada y consecuentemente a la economía en su conjunto, subrayando que tiene un rol esencial en el funcionamiento eficiente de nuestra economía. Demuestra también que el método de control sintético basado en el trabajo de Abadie y Gardeazabal (2003) y Abadie et al. (2010, 2014) es un método válido para este análisis, pudiendo crear modelos precisos y produciendo resultados concluyentes.

Dicho todo lo anterior, es importante destacar que, en la práctica, los ingresos no suelen tratarse de la métrica más valorada durante las adquisiciones de empresas, tanto por compradores financieros como estratégicos. El EBITDA suele ser la medida principal utilizada como base en la valoración de empresas y la comparación del buen funcionamiento de una empresa, ya que refleja también la estructura de costes de la misma. Considerando esta métrica, Arenal experimentó un aumento de EBITDA del 24%

entre 2015 y 2019. Esta cifra se sitúa considerablemente por debajo del crecimiento en ingresos. De hecho, Arenal experimentó bajadas en EBITDA tanto en 2016 como en 2017, dando pie a un análisis más profundo sobre la evolución de esta variable.

Durante el periodo de *lag* o desfase durante el que las nuevas tiendas todavía no generaban suficientes ingresos como para mostrar una diferencia entre Arenal y su control sintético, el EBITDA de Arenal se vio perjudicado. Este efecto se puede atribuir al aumento de costes, tanto por el mantenimiento de nuevas tiendas que todavía no operan al cien por cien, como a costes extraordinarios, incluyendo costes asociados al cambio de control en 2016 y al rápido proceso de apertura de nuevas tiendas.

Hacer una comparación en base al EBITDA puede resultar difícil por factores de confusión como estos gastos extraordinarios, los cuales eliminan la verdadera comparabilidad entre cifras de diferentes empresas. De hecho, el modelo de este estudio mostró sus limitaciones al no poder crear un control sintético que fielmente replicase el comportamiento del EBITDA de Arenal, incluso durante el periodo pre-intervención. Las figuras EBITDA deben ser ajustadas para eliminar factores de confusión, aunque este proceso requiere un conocimiento más profundo sobre todas las empresas de la muestra y sus estructuras de costes. Futuros estudios sobre los impactos del *private equity* deberán tener en cuenta todos estos factores, adentrándose en los detalles relacionados a los gastos de cada empresa considerada en la muestra, si desean realizar un análisis del efecto del *private equity* en variables como el EBITDA.

6. Conclusiones

Mediante el trabajo expuesto, se ha desarrollado una descripción del sector de capital riesgo o capital privado, abarcando este término tanto el *private equity*, cuya actividad suele consistir en tomar posiciones mayoritarias en empresas maduras, como el *venture capital*, inversores en empresas en fases de desarrollo. Se ha discutido la operación y estrategia de estos mismos grupos, desde la obtención de fondos de inversores institucionales hasta las estrategias de inversión seguidas según el estado de madurez de la participada y la rentabilización de dichas inversiones. Asumiendo que el precio de compra y venta se obtiene a través de un múltiplo de valor sobre EBITDA o ventas, los fondos tratarán de (i) aumentar este múltiplo de salida haciendo que la empresa tenga un crecimiento atractivo para compradores, (ii) crecer la empresa tanto por métodos orgánicos como inorgánicos para maximizar EBITDA e ingresos y (iii) hacer uso de apalancamiento para mejorar la rentabilidad de su propio capital, la pieza fundamental de los *Leveraged Buy-outs*.

Se ha expuesto la bibliografía existente sobre el impacto del capital privado en las empresas participadas, haciendo referencia a estudios tales como los de Bergström et al. (2007) y Salerno (2018), los cuales eran partícipes de la idea de que los *private equity* son la causa de mejoras significativas en los resultados y la rentabilidad de sus empresas participadas, además de puntos de vista como Guo et al. (2011) que argumentaban en contra de la existencia de una diferencia lo suficientemente significativa como para atribuir una mejora financiera a la intervención del capital riesgo. Adicionalmente, se ha aludido a resultados citados por asociaciones como ASCRI sobre el efecto positivo de la inversión de capital riesgo en el crecimiento de ingresos y EBITDA.

Se ha remontado brevemente la historia del *private equity* en el mundo y en España, desde las denominadas Sociedades de Desarrollo Industrial, que contaban principalmente con fondos públicos, hasta la situación presente con más de 7.000 millones de euros en invertidos al año en España a través de capital privado. Son notables la transformación del sector y de su presentación al público tras la crisis de 2008, cuando las firmas optaron por no volver a referirse a sí mismas como *leveraged buyout firms* para tratar de eliminar la percepción pública de imprudentes, o incluso de “*bárbaros*” en el caso de fondos tales como el gigante americano KKR, por su uso de deuda en operaciones. Se destaca también

la lenta recuperación del sector en España tras dicha crisis, aún apuntando que a día de hoy la industria se encuentra en un muy buen momento cerca de los altos históricos de 2019.

La investigación llevada a cabo durante el trabajo se basa en el método de control sintético promovido por Abadie y Gardeazabal (2003) y Abadie et al. (2010, 2014) para el análisis causal de eventos aislados que afectan a una única unidad de interés en una muestra mayor. Basándose en el Método de Diferencia de Mill, compara el rendimiento de la unidad que recibe un tratamiento contra el rendimiento de un control sintético compuesto por las unidades de la muestra que mejor aproximan las características principales de la unidad de interés. Esto se realiza asignando un peso a cada una de las unidades de la muestra en la creación de dicho control sintético. El método de control sintético se distingue de estudios comparativos basados en regresiones en que estos últimos extrapolan implícitamente (King y Zeng, 2006) mediante la asignación de pesos negativos a elementos de la muestra, una hipótesis que en la práctica no siempre demuestra ser verdadera. Asimismo, el método de control sintético es explícito y claro en el peso de cada unidad de control, lo cuál permite un análisis cualitativo además de cuantitativo al comparar la unidad tratada a su control sintético.

Elaborada una base de datos con todas las operaciones de capital riesgo en España recogidas por la asociación ASCRI durante los últimos 19 años, se identifica una única empresa sobre la que realizar un estudio en profundidad. El análisis realizado se basa en Arenal Perfumerías, una empresa familiar de venta al público de artículos de perfumería, parafarmacia y droguería; y la entrada de Corpfin Capital, una de las mayores empresas de *private equity* en España, en el accionariado de la misma. Se investiga si la adquisición del 60% de Arenal por parte de Corpfin Capital en 2016 es el factor causal de un aumento en los ingresos de Arenal por encima de lo esperado y en su caso, se tratan de explicar cualitativamente las razones detrás de este efecto. El control sintético se compone por dos grandes cadenas de productos cosméticos y de higiene personal, Sephora Cosméticos España y Fund Grube, además de una empresa de mucho menor tamaño en Farmacia X Castellanos.

Los resultados muestran un efecto concluyente y positivo en los ingresos de Arenal, atribuible a la entrada de Corpfin Capital en 2016. Se aprecia un periodo de desfase de

unos dos años antes de que el efecto sea aparente, después del cual los ingresos de Arenal se separan de su control sintético a un ritmo exponencial, hasta alcanzar un valor un 78% mayor en de lo esperado por el modelo en el periodo de 2020. El modelo presenta un control sintético cuyo comportamiento en el periodo pre-intervención aproxima con manifiesta precisión el de Arenal Perfumerías, otorgando validez interna al análisis y sus conclusiones. Este control sintético se distingue de una regresión en que elimina la duda sobre causalidad, descartando el argumento de que la relación tan solo existe porque el alto crecimiento atrae al capital riesgo. El modelo se muestra menos preciso en su análisis del EBITDA dados factores de confusión, la existencia de los cuales se atribuye a gastos extraordinarios y diferencias en la contabilización de gastos entre empresas de la muestra.

Se realiza una entrevista con Gorka García, socio director de Corpfin Capital, buscando explorar las razones financieras, estratégicas y operacionales que pueden resultar en el efecto observado en ingresos. El socio del *private equity* español destaca una deliberada estrategia de rápida expansión, basada en la apertura de nuevas tiendas por el norte de España, como el factor determinante en dicho crecimiento. Cita también la aportación de valor de Corpfin Capital en áreas como la administración, control de operaciones, y *know-how* financiero como áreas que pudieron contribuir al crecimiento. Estas contribuciones parecen reflejarse en las cifras, presentándose en los estados financieros de Arenal un crecimiento de ingresos a mayor ritmo que el de apertura de nuevas tiendas.

El presente estudio es determinante en la aserción de que Corpfin Capital fue la causa de un aumento en los ingresos de Arenal Perfumerías. Puede afirmarse en base a los resultados que una exitosa inversión de *private equity* crea valor, en forma de crecimiento, para sus participadas y para la economía en su conjunto. Sin embargo, la validez externa del estudio es incierta, no siendo concluyente el que los resultados presentados en el anterior análisis sean extrapolables a todas, o a la mayoría, de las inversiones de capital riesgo en el mundo. Futuros estudios a mayor escala deberán ser realizados para demostrar que la relación se mantiene a nivel sectorial, tanto en España como en el resto del mundo. Aunque las estrategias de distintas inversiones de *private equity* pueden ser disímiles en diferentes casos, se demuestra que una estrategia de crecimiento ejecutada con éxito puede elevar a las participadas de estos fondos muy por encima de sus competidores y de sus propias expectativas de crecimiento.

Los ingresos son el indicador más visible y universal del tamaño y el crecimiento de una empresa. Consecuentemente, el análisis de los factores que mueven esta figura, especialmente al alza, es de marcada relevancia en el mundo financiero. Es recomendable que futuros estudios profundicen en los efectos en otras variables tales como el EBITDA, ya que esta misma es la medida más usada en valoraciones en operaciones corporativas. Se apunta de nuevo la importancia de normalizar medidas financieras de mayor complejidad de cara a un análisis causal preciso. Como punto de partida, nuevos estudios podrían utilizar el anterior trabajo como demostración de la utilidad del método de control sintético en estudios financieros y económicos.

7. Bibliografía

Bibliografía Académica

- Abadie, A. (2021). Using synthetic controls: Feasibility, data requirements, and methodological aspects. *Journal of Economic Literature*, 59(2), 391–425.
- Abadie, A., & Gardeazabal, J. (2003). The economic costs of conflict: A case-control study for the Basque Country. *American Economic Review*, 93(1), 113–132.
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2010). Synthetic Control Methods for comparative case studies: Estimating the effect of California's tobacco control program. *Journal of the American Statistical Association*, 105(490), 493—505
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2011). Synth: An R Package for Synthetic Control Methods in Comparative Case Studies. *Journal of Statistical Software*, 42(13), 1-17
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2014). Comparative politics and the Synthetic Control Method. *American Journal of Political Science*, 59(2), 495—510.
- Achleitner, A.-K., Braun, R., Engel, N., Figge, C., & Tappeiner, F. (2010). Value creation drivers in private equity buyouts: Empirical evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, 13(2), 17–27.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. (1992) *The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly*, 47(4), 1605-1621.
- Anders, G. (1992). The 'Barbarians' in the Boardroom. *Harvard Business Review*, 70(4), 78-87.
- Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 51-83.
- Baker, G. & Montgomery, C. (1994). Conglomerates and LBO associations: A comparison of organizational forms. *Harvard Business School Working Paper*, November 4, 1-34.
- Bedu, N., & Palard, J. E. (2021). The performance of majority MBOs: An investigation on European SMEs controlled by their managers. *Finance Contrôle Stratégie*, 24-1.
- Bergström, C., Grubb, M., & Jonsson, S. (2007). The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation. *The Journal of Private Equity*, 11(1), 22-39.

- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & 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.
- Butler, P. A. (2001). The Alchemy Of LBOs. *The McKinsey Quarterly*, 140-151
- De los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I., & Sáenz-Díez Rojas, R. (2018). Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España. *Icade. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 100
- De los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I., & Sáenz-Díez Rojas, R. (2015). Emprendedores y capital riesgo en España: el caso de Fond-ICO Global. *Icade. Revista De La Facultad De Derecho*, 94, 31-65.
- Dodd, P. (1980). Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-138.
- Fabozzi, F. J., Focardi, S. M., & Jonas, C. (2017). Equity Valuation: Science, Art, or Craft? *CFA Institute Research Foundation*.
- Gilligan, J., & Wright, M. (2020). Private equity demystified: An explanatory guide. *Oxford University Press*, USA.
- Guo, S., Hotchkiss, E., Song, W., (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance* 66, 479–511.
- HSU, D. H. (2004), “What do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? *Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Kamal, I., & Firmansyah, E. A. (2021). Optimizing Fintech Startup Seed Funding Valuation. *The International Journal of Social Sciences World (TIJOSSW)*, 3(2), 124-141.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-46.
- Karatzoglou, A., Smola, A., Hornik, K., & Zeileis, A. (2004). Kernlab-AnS4Package for kernel methods INR. *Journal of Statistical Software*, 11(9).
- King, G., & Zeng, L. (2006). The dangers of extreme counterfactuals. *Political analysis*, 14(2), 131-159.
- Langetieg, T. C. (1978). An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 365–383.
- Loos, N. (2006). Value creation in leveraged buyouts: Analysis of factors driving private equity investment performance. *Deutscher Universitäts-Verlag*.

- López-Pinto Ruiz, V. (1980), “Sociedades de Desarrollo Industrial-SODI”, *Revista de Estudios Regionales*, 6, 241-262.
- Magenheim, E. B., & Mueller, D. C. (1988). Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition? *In Knights, Raiders, and Targets*, edited by John C. Coffee, Jr.; Louis Lowenstein; and Susan Rose-Ackerman, 171-193
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.
- Puche, B., Braun, R., & Achleitner, A.-K. (2015). International evidence on value creation in private equity transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4), 105–122.
- Salerno, D. (2018). Does the private equity financing improve performance in family SMEs? *Journal of Family Business Management*, 9(1), 110–124.
- Smith, A. (1990). Capital Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 143-64.

Informes

- ASCRI (2013). Informe de Actividad del Capital Riesgo en España 2018. *Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión*.
- ASCRI (2018). Informe de Actividad del Capital Riesgo en España 2018. *Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión*.
- ASCRI (2019). Informe de Actividad del Capital Privado en España 2019. *Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión*.
- ASCRI (2020). Informe de Actividad del Capital Privado en España 2020, *Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión*.
- BOE (2014), Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. *Boletín Oficial del Estado*, 13 de noviembre de 2014, núm. 275, pp. 93215-93320.
- Cain, K., Cohen, S., & Harish, A. (2022). Private equity: 2021 Year in Review and 2022 outlook. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- European Communities (2008), “NACE Rev.2: Statistical classification of economic activities in the European Community”, *Eurostat Methodologies and Working Papers*, p. 13.

European Private Equity & Venture Capital Association (2007). Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. Special Paper.

Invest Europe (2020). Investing in Europe: Private Equity activity 2019. Report.

Martin, S. (2022). Segundo mejor registro histórico del Capital Privado en 2021. *ASCRI*. Press Release.

Mauboussin, M. J. (2018). What Does an EV/EBITDA Multiple Mean? *Bluemont Investment Research*.

McKinsey (2019), The Private Markets Come of Age. *Global Private Markets Review*.

McKinsey (2021), Private markets 2021: A year of disruption. *Global Private Markets Review*.

Páginas Web

Arenal Perfumerías, SLU (s.f.). ¿Quiénes Somos? Retrieved March 12, 2022, from <https://www.arenal.com/quiensomos>.

ASCRI (s.f.) Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity). Retrieved February 23, 2022, from <https://ascricapital.com/que-es-el-capital-privado/>.

Bureau van Dijk (s.f.). *Sabi* - Datos de Empresas de España y Portugal: Bureau van Dijk. Retrieved February 26, 2022, from <https://www.bvdinfo.com/es-es/nuestros-productos/datos/nacional/sabi>.

Cela, D. (2017, June 4). El gigante que nació en una droguería. *La Voz de Galicia*. Retrieved March 19, 2022, from https://www.lavozdeg Galicia.es/noticia/mercados/2017/06/04/gigante-nacio-drogueria/0003_201706SM4P7991.htm.

Corpfin Capital S.A. (s.f.). Nosotros. Retrieved March 12, 2022, from <https://www.corpfincapital.com/nosotros/>.

Mergermarket (s.f.). *Acuris Group*. Retrieved February 27, 2022, from <https://www.mergermarket.com/>.

Ponce de León, M. (2018). Corpfin Capital ultima un nuevo fondo de 300 millones. *Web Capital Riesgo*. Retrieved March 12, 2022, from <http://capitalriesgo.es/es/articulos/corpfin-capital-ultima-un-nuevo-fondo-de-300-millones/>.

8. Anexos

8.1 Anexo 1: Código en RStudio

```
library(Synth) # load Synth package

library(readxl)
companies <- read_excel("companies.xlsx",na="n.a.")
View(companies)
str(companies)
companies$companyno<-as.numeric(companies$companyno)
companies$net.debt<-as.numeric(companies$net.debt)

#-----
# data prep
#-----

# The first step is to reorganize the panel dataset into an
appropriate format that is suitable
# for the main estimator function synth(). At a minimum, synth()
requires as inputs the four
# data matrices X1, X0, Z1, and Z0 that are needed to construct a
synthetic control unit.

companies<-as.data.frame(companies)
dataprep.out <- dataprep(
  foo = companies,
  predictors = c("revenue", "revenue.growth", "ebitda",
"ebitda.margin","interest.coverage", "working.capital",
"total.assets","working.capital.ratio", "current.ratio", "roa",
"total.asset.turnover"),
  predictors.op = "mean",
  time.predictors.prior = 2007:2015,
  special.predictors = list(
    list("net.debt", 2008:2015, "mean")),
  dependent = "revenue",
  unit.variable = "companyno",
  unit.names.variable = "companyname",
  time.variable = "year",
  treatment.identifier = 3,
  controls.identifier = c(1,2,4:51),
  time.optimize.ssr = 2007:2015,
  time.plot = 2010:2020)

# dataprep() returns a list object dataprep.out that contains several
elements includingX0,X1,Z0,Z1

print(dataprep.out$X0) # check
print(dataprep.out$Z1) # Arenal Revenue for the pre-intervention
period
```

```

#-----
# analysis using synth
#-----

# The synth() command searches for the W vector of weights that
identifies the synthetic control
# for Arenal by solving the nested optimization problem

synth.out <- synth(data.prep.obj = dataprep.out, method = "BFGS")

# calculate Revenue difference in trend between Arenal and its
synthetic control
gaps <- dataprep.out$Y1plot - (dataprep.out$Y0plot %*%
synth.out$solution.w)
print(gaps[1:6, 1]) # check

# pre built tables from synth objects
synth.tables <- synth.tab(dataprep.res = dataprep.out, synth.res =
synth.out)
names(synth.tables) # check

# comparing pre-treatment predictor values for the treated unit, the
synthetic control unit, and all the units in the sample

synth.tables$tab.pred[1:12, ] # check balance across treated and
control for pre-period predictors

# view control unit weights
synth.tables$tab.w[1:50, ]

# plot treatment vs control outcomes for pre and post periods
path.plot(synth.res = synth.out, dataprep.res = dataprep.out,
          Ylab = "revenues (eur, million)", Xlab = "year",
          Ylim = c(0, 200), Legend = c("arenal", "synthetic arenal"),
          Legend.position = "bottomright",
          tr.intake = 2016,
          text(2018, 150, "Corpfin Buyout", cex=1))

# gap plot
gaps.plot(synth.res = synth.out, dataprep.res = dataprep.out,
          Ylab = "gap in revenue (eur, million)", Xlab = "year",
          Ylim = c(-100, 100), Main = NA,
          tr.intake = 2016)

```


8.2 Anexo 2: Vector W^* - Peso asignado a unidades de control en el control sintético de Arena

	w.weights	unit.names	unit.numbers
1	0.000	DOUGLAS SPAIN SOCIEDAD ANONIMA	1
2	0.000	HERMANOS RECIO SL	2
4	0.517	SEPHORA COSMETICOS ESPAÑA SL	4
5	0.228	FUND GRUBE SOCIEDAD ANONIMA	5
6	0.000	CORAL VAINILLA SL	6
7	0.000	PACO PERFUMERIA SL	7
8	0.000	HOGARLIN SA	8
9	0.000	PERSIAN MELON SL	9
10	0.000	AROMAS SELECTIVE SL	10
11	0.000	DALPESES SL	11
12	0.000	DE LA UZ SOCIEDAD LIMITADA	12
13	0.000	AROMAS ANDALUCIA SLU	13
14	0.000	PERFUMERIA EDEN SA	14
15	0.000	PERFUMERIA FRANCISCO PRIETO SL	15
16	0.000	GIL GO SA	16
17	0.000	PERFUMERIA COMAS SL	17
18	0.000	HIPER LAGUNA SL	18
19	0.000	MARIONNAUD PARFUMERIES IBERICA SL	19
20	0.000	PERFUMERIAS ATALAYA SL	20
21	0.000	DROGUERIAS Y PERFUMERIAS ANA PILAR SL	21
22	0.000	EURODAMAS SL.	22
23	0.000	PERFUMERIA EUROPA SL	23
24	0.000	PERCHAN SA	24
25	0.000	DESARROLLO COMERCIAL DEL SURESTE SL	25
26	0.000	PERFUMERIAS BLAU SL	26
27	0.000	DANBEL DISTRIBUCIONES EXCLUSIVAS SA	27
28	0.000	PERFUMERIAS CLAPES SL	28
29	0.000	JONICA PERFUMERIA COSMETICA DROGUERIA SL	29
30	0.000	ALBATUR SL	30
31	0.000	FLOMADAI SL	31
32	0.000	COMERCIAL OM SHREE SATNAM SAKHI SUMATI SL	32
33	0.000	GARROTE PERFUMERIA Y COSMETICA SL	33
34	0.000	PERFUMERIA JOY SL	34
35	0.000	LABORATORIOS GORESI-PHARMA SL	35
36	0.000	PERFUMERIAS REGIA SA	36
37	0.000	NUEVA VISION SA	37
38	0.000	COMERCIAL PERCOFER SL	38
39	0.000	DROGUERIAS Y PERFUMERIAS NACAR SL	39
40	0.000	FRASCOS CENTER SA	40
41	0.000	FLOWERPARFUMS SL	41
42	0.000	COSMETICA Y PERFUMES GEMMA SL	42
43	0.000	NANCLARES SUSAEETA HERMANOS SL	43
44	0.000	FERNAN'S SA	44
45	0.000	PERFUMERIA FEGUS SL	45
46	0.000	BLAU BADALONA SL	46
47	0.000	TIENDAS ALBARRIO SL	47
48	0.000	NOVARED MC SL	48
49	0.000	RAQUEL SALA SL	49
50	0.255	ORTORENOVE SL	50
51	0.000	SURPARFUMS SL	51