



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **La industria del Private Equity en España y su creación de valor en la restauración**

Autor: María Orue-Echebarria

Director: Carlos Bellón Núñez-Mera

## **Resumen**

El presente trabajo explora el impacto de los fondos de capital riesgo, o private equity, en el sector de la restauración en España, con un enfoque particular en los ingresos de aquellas empresas en las que intervienen. Mediante el uso del método del control sintético desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003), este estudio busca aislar el efecto causal entre una adquisición de private equity y los ingresos de la empresa adquirida. En dicho método, se crea una unidad sintética, compuesta de una cartera de empresas, que replica el comportamiento de la empresa objetivo previo a la intervención para poder observar su rendimiento en los periodos posteriores a la adquisición si esta no hubiese ocurrido. Para llevar a cabo este análisis, se utiliza como objeto de estudio la cadena de cafeterías “El Fornet”, la cual fue intervenida por Corpfín Capital en 2014 y se estudian los ingresos de dicha empresa desde 2009 hasta 2019. Los resultados de dicho análisis muestran una relación causal entre el crecimiento de los ingresos de “El Fornet” y la entrada de Corpfín Capital, existiendo una diferencia positiva entre la evolución de los ingresos de la empresa adquirida y la unidad sintética, evidenciando el beneficio de la inversión de capital riesgo. Este incremento, en el caso de “El Fornet”, se atribuye tanto a las estrategias de gestión como a la expansión efectiva en Barcelona y en Madrid. Estos hallazgos subrayan la importancia de los fondos de private equity como agentes de transformación y mejora en las prácticas empresariales, ayudando a las empresas invertidas a superar el rendimiento del mercado en el que compiten.

## **Palabras clave**

Capital riesgo, restauración, private equity, control sintético, ingresos

## **Abstract**

The following paper explores the impact of private equity funds on the restaurant sector in Spain, with a particular focus on the revenues of invested companies. Using the synthetic control method developed by Abadie and Gardeazabal (2003), this research aims to isolate the effect between a private acquisition and the revenues of the acquired company. In this method, a synthetic unit, composed of a portfolio of companies, replicates the behavior of the acquired company prior to the intervention to observe its performance in post-intervention periods had the acquisition not occurred. The study focuses on a coffee shop brand “El Fernet”, which was taken over by Corpfin Capital in 2014, and analyses its revenues from 2009 to 2019. The results demonstrate a positive causal relationship between the revenue growth of “El Fernet” and the entry of Corpfin Capital, demonstrated by a positive difference between the company’s revenue and the revenue for the synthetic unit, thus highlighting the benefits of this private equity investment. The revenue increase in the case of “El Fernet”, is attributed both to management strategies and to effective expansion in Barcelona and Madrid. These findings support the significance of private equity funds as agents of transformation and improvement in business practices, helping invested companies to outperform the market in which they compete.

## **Keywords**

Private equity, restaurant industry, synthetic control, revenue

## Índice de contenido:

<b>1. Introducción</b>	7
1.1. Contexto y justificación	7
1.2. Objetivos de la investigación	8
1.3. Estructura del trabajo	8
<b>2. La Industria de Private Equity</b>	9
2.1. Descripción de Private Equity	9
2.2 La Estrategia de Private Equity	12
2.2.1 Determinantes del rendimiento de las operaciones	13
2.3 La evolución de la industria	14
2.4 Private equity en España	16
<b>3. La Restauración</b>	19
3.1. Industria en España	19
3.2. KPIs	20
3.3. Private Equity en la Restauración en España	21
<b>4. El Método del Control Sintético</b>	23
4.1. El Método	23
4.2 Aplicación del método	24
<b>5. Metodología</b>	26
5.1. El Fornet	26
5.2. Recolección de datos	27
5.3. Implementación del método	28
<b>6. Resultados</b>	33
6.1. Análisis de resultados	33
6.2. Efectos sobre los ingresos	35
6.3. Interpretación de los resultados	38
6.4. Discusión	39
<b>7. Conclusiones</b>	42
<b>8. Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado</b>	44
<b>9. Bibliografía</b>	45
<b>10. Anexos</b>	49
10.1 Anexo 1: Código de RStudio	49
10.2 Anexo 2: Empresas consideradas en el donor pool y pesos de la unidad sintética	51
10.3. Anexo 3: Gaps del control sintético	52

## Índice de Figuras:

<b>Figura 1:</b> Funcionamiento de un fondo de capital riesgo .....	10
<b>Figura 2:</b> Evolución de los ingresos de “El Fornet” comparando con la unidad sintética .....	36
<b>Figura 3:</b> Diferencia entre los ingresos de “El Fornet y la unidad sintética .....	37
<b>Figura 4:</b> Evolución de margen de EBITDA de la unidad tratada vs. empresas de la unidad sintética del sector de la restauración .....	40

## Índice de Tablas:

<b>Tabla 1:</b> Variables predictivas para la creación de la unidad sintética de "El Fernet"	28
<b>Tabla 2:</b> Valores medios de la unidad tratada previos a la intervención: dataprep.output\$X1	30
<b>Tabla 3:</b> Valores de la variable dependiente de la unidad tratada previo a la intervención: dataprep.output\$Z1	31
<b>Tabla 4:</b> Pesos de las variables en la creación de la unidad sintética	33
<b>Tabla 5:</b> Componentes de la unidad sintética	34
<b>Tabla 6:</b> Valores de las variables de la unidad tratada, sintética y la media del donor pool	35
<b>Tabla 7:</b> Diferencias entre la unidad tratada y la unidad sintética en todos los años de análisis	38

# 1. Introducción

## 1.1. Contexto y justificación

En el panorama empresarial actual, el capital riesgo (private equity) se ha consolidado como un pilar fundamental de la financiación, impulsando no solo el crecimiento sino también la transformación estructural de las empresas de diversos sectores de la economía. (Guo et al., 2011) Esta industria aporta capital, conocimiento, experiencia y foco en la eficiencia y optimización de recursos. Como consecuencia, existen mejoras significativas en la gestión y operativa de las empresas invertidas. (Gompers et al., 2016)

Este trabajo de investigación se centra en analizar el impacto que las inversiones de capital riesgo tienen sobre el crecimiento económico de las empresas, en particular, sobre el sector de la restauración en España. Este sector, vital tanto desde el punto de vista económico como cultural, enfrenta constantes desafíos que demandan soluciones innovadoras y estratégicas para asegurar su crecimiento sostenido. La presencia de fondos de private equity juega un papel crucial en este contexto, no sólo al proporcionar el capital necesario para la expansión, sino también al ofrecer un asesoramiento estratégico que potencie su competitividad y rentabilidad.

La elección del sector de la restauración se debe a su relevancia dentro de la economía española y a la creciente participación de los fondos de capital riesgo en este ámbito (Casado, 2022). Esto ocurre en un periodo caracterizado por la necesidad de adaptación ante desafíos del entorno económico y social. A través de la aplicación del método de control sintético, desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003), se busca ofrecer una aproximación metodológica que permita evaluar de manera precisa el efecto de las inversiones de private equity en la evolución de los ingresos de las empresas del sector, superando las limitaciones asociadas a los métodos de análisis tradicionales.

Mediante un enfoque empírico y detallado, el presente trabajo aspira a contribuir con evidencia relevante, aportando una visión más clara sobre el impacto real de las inversiones de capital riesgo en el crecimiento y la sostenibilidad financiera de las empresas del sector de la restauración en España.

### *1.2. Objetivos de la investigación*

El objetivo de este trabajo es determinar si la intervención de un private equity genera impacto positivo en los ingresos de una empresa. De esta manera, se busca determinar si existe una relación causal entre el crecimiento de la facturación y la inversión de un fondo de capital riesgo.

Para ello, se utilizará el sector de la restauración y la fabricación de pan entre los años 2009 y 2019. En concreto se investigará la operación de inversión por parte de Corpfín Capital en la empresa Rosendo Mila S.U., también conocida como “El Fornet”. Para ello se utilizará el método de control sintético desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003). Tras esto, se analizarán los resultados tratando de determinar el impacto del private equity como única intervención en la empresa durante los años tratados.

### *1.3. Estructura del trabajo*

Este trabajo está dividido en dos bloques: la investigación sobre la situación actual del private equity y la restauración en España y el análisis del impacto sobre una operación en este mismo sector. En la primera sección del bloque uno, se describe la actividad y la estrategia del private equity. Además, se explica la evolución de estas empresas desde su creación y se profundiza sobre su situación actual en España. Seguidamente, en la sección dos, se realiza un análisis sobre la industria de la restauración en España y cuál ha sido la función de los private equities en este sector en los últimos años en el mercado español. Por último, en la tercera sección, se explica el método del control sintético desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003) para analizar el impacto del terrorismo en la economía del País Vasco. Este método se aplicará en el segundo bloque.

En el segundo bloque, se realiza el análisis del impacto de la intervención de un private equity en una empresa de restauración española. Este análisis se realiza a través del método del control sintético explicado anteriormente en el primer bloque. En este bloque se explicará desde la metodología y la recolección de datos hasta el análisis de los resultados de la operación. Además se mostrará la validez del modelo a través de un análisis de robustez. Adicionalmente, se introduce una discusión sobre el impacto de los fondos en la eficiencia operativa.



## **2. La Industria de Private Equity**

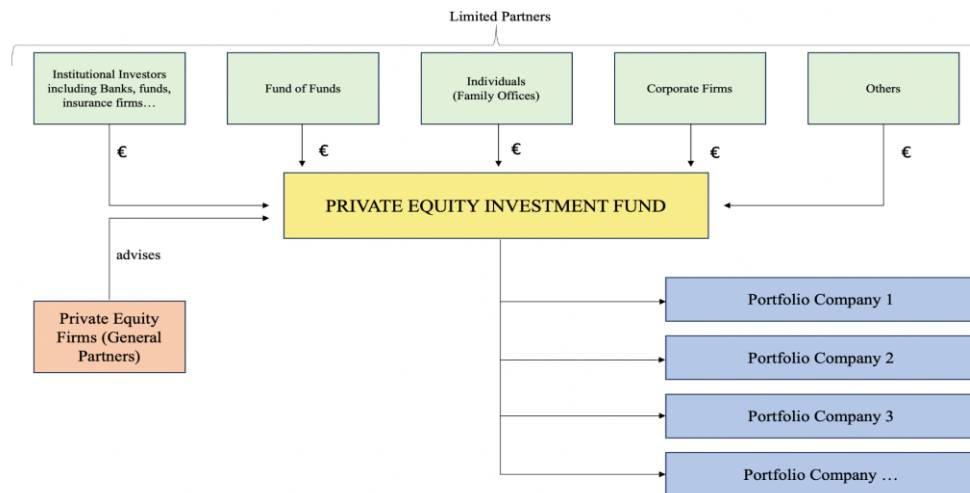
### *2.1. Descripción de Private Equity*

El término de capital riesgo engloba tanto las inversiones en pequeñas empresas en fase de desarrollo (venture capital) así como en empresas más grandes y consolidadas mediante “buyouts” (private equity) (Wood & Wright, 2009). Se define en el preámbulo de la Ley 22/2014 como “aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas maximizan el valor de las empresas generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores” (de los Ríos Sastre et al., 2015). Aun siendo considerados intermediarios financieros, aportan mucho más valor para las empresas, especialmente a aquellas empresas en fase inicial que se benefician en gran manera del conocimiento y supervisión de profesionales con mayor experiencia (de los Ríos Sastre et al., 2015).

Las sociedades de private equity (PE) son aquellas que recaudan capital de inversores (Limited Partners) y con estos fondos invierten en compañías, principalmente no cotizadas, en las que ven alto potencial (Gompers et al., 2016). Estas empresas utilizan su propio capital y capital prestado de distintos tipos de inversores con el fin de tener el suficiente capital para adquirir una participación mayoritaria y así tener el control sobre la administración de estas empresas (EVCA, 2007).

La dirección de la sociedad de private equity, también conocidos como General Partners, durante el periodo de inversión buscan el crecimiento de las empresas a través de profesionalizar la gestión, así como optimizar la financiación y la operativa de la empresa (EVCA, 2007). Estas empresas suelen tener un periodo de inversión de aproximadamente 5 años para cumplir estos objetivos (Kaplan, 1989).

**Figura 1:** Funcionamiento de un fondo de capital riesgo



**Fuente:** Elaboración propia, EVCA 2007

El método a través del cual estas sociedades pueden adquirir las empresas puede ser variado dependiendo del tamaño de la empresa adquirida. Las inversiones semilla (seed financing) son una aportación de recursos en la fase de diseño de producto. Esta financiación proporciona ayuda en la investigación, asesoramiento y desarrollo de la idea inicial (ECVA, 2007). Aun habiendo experimentado un aumento en el número de “business angels”, sigue siendo la menos común de las inversiones de private equity al ser estas las inversiones con mayor riesgo. Por otro lado, las start-ups o arranque son aquellas inversiones que se encuentran en el desarrollo inicial y están centradas principalmente en el crecimiento acelerado de su empresa. Los fondos de venture capital se centran en este sector y en empresas principalmente tecnológicas (de los Ríos Sastre et al., 2015). La financiación centrada en el crecimiento de los beneficios de la empresa, enfocados en empresas de mayor tamaño se conoce como la inversión de expansión. La inversión tiene como destino la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el crecimiento de productos o mercados (Zozaya & Rodríguez, 2017).

Además, los leveraged buy-outs (LBOs) son operaciones comunes en las empresas de private equity. En estas las empresas proporcionan un capital relativamente pequeño y levantan el resto del valor de la empresa adquirida en deuda. Este tipo de inversión se suele utilizar en empresas más maduras donde los flujos de caja ya son estables al contrario que en venture capital. El uso de deuda aumenta el retorno porcentual llegada la venta de la empresa, ya que

la sociedad pagará la deuda con los beneficios generados, aumentando la proporción de capital social (Kaplan & Strömberg, 2009).

Un ejemplo de una operación LBO podría consistir en una sociedad comprando una entidad con un 20% de capital propio y el 80% restante levantando deuda. A lo largo de los 5 años en los que el private equity mantiene la empresa, la deuda se irá pagando con los beneficios generados y la estructura del capital cambiará hasta que esté compuesta de 40% de deuda y 60% capital propio. En el momento de la venta, el 60% del precio de venta será recibido por el private equity cuando en un inicio solamente se invirtió 20%.

Por otro lado, existen operaciones impulsadas internamente por los equipos de dirección conocidas como management buy-outs (MBOs). Estas difieren principalmente a las operaciones comunes de private equity en que el equipo directivo no es sustituido y reducen los costes de agencia (Wood & Wright, 2009). Ambos tipos de operaciones, los LBOs y MBOs, tienden a mejorar la eficiencia de los activos de las empresas, así como su rendimiento. Los rendimientos de estas compañías se ven significativamente mejorados por los mecanismos de gobernanza corporativa, así como el compromiso de pagar la deuda. (Cumming et al. , 2007)

Finalmente, según EVCA (2007) para recibir el retorno estas sociedades deben vender la empresa al finalizar el periodo de inversión. Estas salidas pueden ocurrir a través de varios métodos. En primer lugar, la opción más común en el 22.7% de las operaciones en Europa en 2006 es una transacción de fusión o adquisición por parte de una empresa industrial. La dirección de la empresa puede recomprar la empresa o esta se puede vender a otro comprador financiero también conocidos como inversores en el mercado secundario. Por último, estas empresas pueden salir a mercado a través de una oferta pública inicial (IPO), siendo está la menos común de las opciones.

Existe una gran cantidad de investigación sobre el impacto de la inversión de private equity en las empresas adquiridas. Bergström, Grubb y Jonsson (2007) confirmaron en su análisis sobre las empresas suecas que recibieron inversiones de private equity mostraron mejoras estadísticamente significativas en la rentabilidad de estas empresas. Además, en España, según ASCRI (2022) cada empresa participada aumentó sus ventas en 17,1 millones de euros tres años después de la inversión, frente a 1,5 millones registrados en las empresas del grupo de control.

## 2.2 La Estrategia de Private Equity

Los fondos suelen tener un periodo de financiación de aproximadamente 6 meses, en los que el equipo de gestión del fondo buscará inversores institucionales y otros inversores que comprometerán su capital durante aproximadamente diez años. El retorno se dividirá de manera proporcional al tamaño de la inversión inicial de cada uno de los inversores, retirando previamente el 2% adjudicado a las tarifas de administración y el 20% asignado a los gestores conocido como *carried interest*, que funciona como un incentivo para los General Partners (GPs) (EVCA, 2007).

Durante estos años su objetivo es mejorar la actuación de la empresa y aumentar su valor para así incrementar también el retorno que conseguirán al final del plazo. Utilizan diversas estrategias para alcanzar este objetivo. Estas incluyen la ingeniería financiera, la ingeniería de gobernanza y la ingeniería operativa. (Guo et al., 2011)

La ingeniería financiera se centra en encontrar la estructura de financiación óptima entre deuda y capital (Gompers et al., 2016). La estructura óptima ha tenido tres teorías primarias en la literatura. En primer lugar, la teoría del “trade-off” de Myers (1984) está enfocada en encontrar el equilibrio entre los beneficios fiscales que proporciona la deuda y los costos asociados con ella. Los costos asociados a la deuda incluyen la posibilidad de la insolvencia financiera y los conflictos de agencia. En segundo lugar, la teoría de la jerarquía financiera en la cual Myers y Majluf (1984) profundiza sobre las decisiones y el impacto de la asimetría de la información. Debido a esta asimetría de información, los costos de financiación son distintos para distintos métodos (Shahdila et al., 2015). Finalmente, la teoría de los tiempos de mercado la cual depende principalmente de los tipos de interés aprovechando oportunidades en los que estos están bajos para aumentar la proporción de deuda (Shahdila et al., 2015).

Otros componentes principales con los que la ingeniería financiera intenta maximizar los retornos de las empresas invertidas son decisiones sobre la valoración de las empresas incluyendo el método de valoración, la valoración de los flujos de caja y el tiempo en el que mantendrán la inversión en estas empresas. Gompers, Kaplan y Murkharlyamov (2016) concluyeron que en operaciones de capital riesgo los inversores se centran en la TIR bruta, MOIC y en múltiplos comparables en vez de utilizar métodos más comunes como DCF o el WACC.

Además, Gompers, Kaplan y Murkharlymov (2016) también aportaron este enfoque consiste en proporcionar grandes incentivos a los directivos e introducir presión a través del endeudamiento para incrementar la predisposición de estos directivos a optimizar la caja de la compañía. De media, los inversores de capital riesgo asignan un 17% del capital de la empresa a directivos y empleados alineando de esta manera los objetivos de la dirección de la empresa con los objetivos de los inversores de manera más efectiva que en empresas cotizadas donde directivos suelen tener una media de un 3% de las acciones.

Por otro lado, la ingeniería de gobernanza se focaliza en controlar los comités ejecutivos, así como al equipo directivo. Un control exhaustivo permite evitar comportamientos oportunistas. De acuerdo con Gompers et al. (2016), el equipo directivo es a menudo crítico para transacciones exitosas. Los inversores están activamente presentes en todas sus inversiones y en el 58% de los casos acaban reclutando su propio equipo directivo para la empresa adquirida. Los incentivos son un factor importante también en cuanto a la ingeniería de gobernanza ya que, debido a los problemas de agencia, se deben mejorar los incentivos de los managers con el objetivo de alinear sus objetivos con los objetivos de los accionistas (Jensen & Murphy, 1990).

Por último, la ingeniería operativa consiste en desarrollar conocimiento de la industria con el fin de conseguir un mejor rendimiento operativo. Para ello, en las sociedades de capital riesgo se dedica gran cantidad de tiempo y recursos a evaluar todas las transacciones posibles. La selección de estas transacciones depende enormemente del modelo de negocio y de la posición competitiva de la compañía (Gompers et al., 2016). El objetivo final es crear valor para la compañía. La elección de la estrategia suele depender del conocimiento de los fundadores de las private equity (Wright, 1998). El aumento de ventas, adquisiciones de otras empresas o la reducción de costes pueden ser estrategias incluidas en la ingeniería operativa.

### *2.2.1 Determinantes del rendimiento de las operaciones*

Según Achleitner et al. (2010), Los factores que impulsan la creación de valor en las adquisiciones de private equity en Europa:

- Efectos operativos

Dos tercios del valor creado se puede atribuir a los efectos operacionales y del mercado. La mejora operativa es el mayor contribuyente al valor de estas adquisiciones creando valor a través de cambios en el modelo de negocio de las empresas adquiridas, lo que conduce a mejores flujos de caja, así como una mayor rentabilidad. Además, el crecimiento de EBITDA, el cual se consigue a través de crecimiento orgánico y adquisiciones, se considera clave para un rendimiento positivo.

Por otro lado, los factores del mercado también contribuyen a la creación de valor de las operaciones. Mientras que la competitividad del mercado ralentiza la creación de valor y el crecimiento sostenible, una base de clientes diversa y de calidad puede reducir el riesgo y crear valor. Además, el aumento de los múltiplos de valoración es causado por efectos generales del mercado o específicos y las capacidades de control de precios de las empresas de capital privado también impulsan esta creación de valor frente al mercado público.

- Apalancamiento

La importancia de este método de creación ha disminuido drásticamente desde las primeras operaciones donde era el impulsor de la creación de valor. En la actualidad, solo contribuye a un tercio del valor creado.

### *2.3 La evolución de la industria*

El mercado de capital riesgo se originó en 1946, donde se formó un mercado pequeño con el objetivo de financiar empresas emergentes durante el período de posguerra. Desde 1946 hasta 1969, los inversores eran principalmente familias, corporaciones industriales e instituciones financieras invirtiendo directamente en las empresas. Desde entonces y específicamente desde 1980 hasta 1990, el mercado de capital riesgo ha experimentado un crecimiento acelerado enfocándose en todo tipo de empresas, desde empresas en etapas tempranas hasta empresas públicas. El mercado ha crecido significativamente debido a cambios regulatorios (Fenn et al., 1997).

A partir de 1980, la cantidad de capital invertido en esta actividad aumentó aproximadamente de 4.7 millones de dólares a más de 175 millones de dólares, de los cuales el 80% pasó a estar controlada por sociedad de capital riesgo (Fenn et al., 1997). Durante esta etapa se observó un aumento de inversión en las empresas de capital mediano debido a la

preferencia de los grandes inversores institucionales por rendimientos superiores ajustados al riesgo, por beneficios de diversificación y por las reducidas oportunidades de capital riesgo durante esta época. Además, la aparición de sociedades de private equity impulsó la actividad del mercado ya que abordaban las asimetrías de información y problemas de agencia que surgían en el mercado.

La industria del private equity ha evolucionado significativamente desde mediados de los años 1990. Las empresas de capital privado han crecido en tamaño y estructura, y el mercado se ha vuelto más competitivo, habiendo menos ineficiencias operativas en las empresas cotizadas. Por ello estas empresas también han desarrollado diferentes estrategias de inversión, moviéndose hacia lo conocido como "Private Equity emprendedor" desde "Private Equity Clásico" (Ayash et al., 2017). Las empresas de PE clásicas se han centrado en mejorar la eficiencia operativa de las empresas de su cartera reduciendo los costes y aumentando así los márgenes de rentabilidad, mientras que las empresas emprendedoras de capital privado se centran en el crecimiento de los ingresos, invirtiendo en empresas con un alto potencial de crecimiento.

Las tendencias más recientes del mercado muestran una disminución de 26% en volumen de operaciones y de 16% número de acuerdos. A pesar de esto, según McKinsey (2023) 2022 fue el segundo año más activo de este mercado de la historia de este mercado. Esto se debe al impulso que experimentó la industria en 2021, que solo se mantuvo durante el primer semestre de 2022 debido a factores macroeconómicos como la subida de la inflación y de los tipos de interés. A pesar de esto, este año el rendimiento del mercado se volvió negativo por primera vez desde 2008. Mientras que la recaudación del private equity se redujo en un 15%, el capital disponible superó los tres billones de dólares incrementando por octavo año consecutivo. Esta tendencia fue dispar entre los continentes, mientras que la captación de fondos se mantuvo en Norteamérica, en Europa y en Asia se enfrentaron a más desafíos. (McKinsey, 2023)

Los inversores no institucionales se están introduciendo más en el mercado debido a los rendimientos más altos y a la diversificación frente a la renta variable. Además, la regulación está favoreciendo a estos inversores y abriendo oportunidades para introducirse en el mercado. De esta manera representan el 5% de las inversiones, invirtiendo comúnmente en inversiones sostenibles (McKinsey, 2023).

## 2.4 *Private equity en España*

El private equity en España se ha centrado en operaciones de middle market y venture capital. La evolución del venture capital en una economía de PYMES ha sido especialmente relevante, de hecho, en 2022 un 90% de las empresas receptoras de inversión fueron PYMES. (Spain Cap, 2023). Aquellas empresas que han realizado operaciones de private equity han tenido mayor crecimiento, mayor tasa de supervivencia e internacionalización y un nivel más elevado de innovación que el resto de las empresas del sector. Las operaciones dominantes en la actualidad son entidades de capital riesgo privadas con financiación más diversificada, incluyendo la presencia de fondos de pensiones, seguros y fondos de fondos. Además, en España, la desinversión de estas compañías ha sido tradicionalmente y mediante ventas a inversores industriales o management buyouts (MBOs) (Sáenz-Díez Rojas et al., 2017).

Las sociedades de capital riesgo o private equity empezaron a ser reguladas en España en 1986, y desde entonces se han podido observar cuatro etapas en su evolución. La primera etapa es la etapa de desarrollo que empezó en 1986 con la primera regulación y acabó en la creación del marco jurídico para estas actividades económicas en 1999. (Peña & Mañueco, 2018). Durante esta época, la inversión era muy reducida y estaba impulsada por el sector público e inversiones de entidades financieras.

El siguiente periodo se considera el periodo de despegue que se desarrolló desde 2001 hasta 2007. Durante este periodo, las operaciones de capital riesgo vivieron un crecimiento con un ciclo económico positivo, en la captación de recursos y en el número de empresas dedicadas a esta actividad creándose 120 nuevas entidades durante este período (Peña & Mañueco, 2018).

La tercera etapa que afectó a esta industria fue la recesión económica de 2008 a 2013. Durante esta época se redujo significativamente la inversión y la captación de fondos. Los periodos de desinversión también se alargaron como consecuencia del retraso de la salida durante este periodo.

A partir del 2014, se produjo una recuperación del crecimiento equilibrado del sector enfocado en las empresas de venture capital, especialmente en empresas de carácter tecnológico. Esto se debió principalmente a la mayor aceptación de nuevos métodos de financiación por falta de confianza en fuentes externas. Además, en el año 2016, hubo un



aumento histórico de las inversiones de capital riesgo en España con la introducción de inversores internacionales, los cuales representaban el 71,9% de la inversión total, debido al escenario económico beneficioso (Peña & Mañueco, 2018).

En el 2022, se registraron los mejores datos de la historia del Capital Privado en España. Desde la pandemia en el año 2020, las circunstancias económicas del país han creado un escenario favorecedor debido a los tipos de interés bajos, las oportunidades en el mercado y la intervención de inversores internacionales. Las inversiones se han focalizado en los sectores de informática y medicina (ASCRI, 2022). El capital invertido en 2022 alcanzó un dato récord de 9.238 millones de euros y se completaron 960 operaciones. La mayoría de estas (aproximadamente 81% de las operaciones) fueron realizadas por fondos de venture capital. Sin embargo, las operaciones más grandes fueron realizadas por inversores internacionales, los cuales invirtieron un 80% del volumen total invertido. Estos datos vienen precedidos por datos similares en 2021, donde el retorno de las grandes operaciones, así como la salud de las PYMES y del venture capital impulsaron los volúmenes invertidos (Spain Cap, 2023).

La inversión en private equity en España está en crecimiento a un ritmo acelerado desde 2016, a pesar del efecto de la pandemia donde en 2020 se vio un decrecimiento del 26,4%. Desde entonces, ha crecido a un ritmo de aproximadamente 20%, llegando en 2022 al récord histórico y a rentabilidades del 18% en fondos desinvertidos a pesar del contexto de incertidumbre geopolítica durante el segundo semestre.

Los fondos internacionales han sido los protagonistas de las grandes operaciones (todas aquellas que superan los cien millones de euros) utilizando en su gran mayoría operaciones apalancadas mencionadas previamente (LBOs) y han superado a las gestoras nacionales en operaciones en el middle market. En los últimos cinco años los fondos han cuadruplicado su cartera en España. Esta inversión está siendo determinante para la expansión del sector del private equity, especialmente en los sectores industriales, tecnológicos, sanitarios o de la energía. La oferta española ha atraído a grandes empresas como The Carlyle Group, KKR o CVC Capital Partners, las cuales han sido capaces de realizar una gran captación de recursos en los últimos años y han invertido en todo tipo de proyectos por tamaño, fase y sector en España. Esta tendencia continuará en 2023 a pesar del endurecimiento bancario (Spain Cap, 2023).

Frente a Europa, España consigue en 2022 superar la media europea en términos de inversión como porcentaje del PIB. Actualmente, este porcentaje se encuentra en 0,70% frente a 0,63% en Europa (Spain Cap, 2023). Previamente, España se situaba muy por debajo de la media europea estando en 2015 hasta veinte puntos porcentuales por debajo de la media. Aun ganando confianza de inversores y contando con una oferta atractiva, España sigue estando por detrás de los países relevantes en el sector como Reino Unido (Sáenz-Díez Rojas et al., 2017).

### **3. La Restauración**

#### *3.1. Industria en España*

En esta investigación, analizaremos una operación de private equity en la industria de la restauración española. Por ello, debemos conocer la historia de esta industria, así como su funcionamiento.

La industria de la restauración se considera un subsector de la hostelería y este es esencial a nivel nacional, aportando un peso importante al PIB nacional (la hostelería en 2019 aportaba un 6,5% al PIB) así como a la cultura española. (Yzuel et al., 2023) Este sector se caracteriza por la estructura empresarial, donde los autónomos y las empresas familiares predominan, pero coexisten con grandes cadenas y todos ellos con distintos modelos de negocio. La tipología de establecimientos es tan diversa como su estructura empresarial, existiendo tres categorías principales: los restaurantes y cafeterías, bares y por último las empresas de catering (Gallego, 2018).

El sector de la restauración en España ha demostrado ser un sector resiliente en los últimos años con una recuperación rápida después de la pandemia de 2020. La tasa de supervivencia de estas empresas a pesar de la crisis se encuentra en un 80,8% en empresas empleadoras y en un 87,2% en las empresas de autónomos (Yzuel et al., 2023). A fecha del 1 de enero de 2022, el INE publicaba un número total de locales de restauración en España de 274.393, siendo más de la mitad de estos bares o establecimientos de bebidas y aproximadamente un 30% restaurantes y cafeterías. Este sector tuvo una producción total de 75.231 millones de euros en 2021, una recuperación de 25,8% comparándolo con el año de la pandemia, pero aún lejos de recuperar las cifras de 2019.

Durante 2022, hubo una recuperación aún más pronunciada frente a la caída provocada por la pandemia, resultando en una variación frente al 2019 de tan solo -3,2%. Este sector ha tenido que afrontar muchos desafíos como los elevados costes directos que afectan a la hostelería tales como el elevado coste de la energía o de los productos alimenticios motivado por la situación bélica en Ucrania (Yzuel et al., 2023). Además, se enfrenta a retos para fidelizar al consumidor recuperando así el tráfico y el volumen de negocio y rentabilizar la aparición del nuevo canal delivery que se ha introducido en la mayoría de las empresas (Casado, 2022). Estos

desafíos continúan y a pesar de cifras esperanzadoras, los márgenes de todos ellos se han visto reducidos.

### 3.2. KPIs

Para medir el desempeño de cualquier actividad económica es importante utilizar indicadores con el objetivo de monitorizar el proceso, así como comparar la evolución frente a otras empresas (Ismaray et al., 2019). Según la experiencia de la autora en la industria de la restauración estos son los KPIs (Key Performance Indicators) específicos que se utilizan para medir la rentabilidad y el funcionamiento de la empresa:

- El Ticket Medio: Esta medida muestra el valor promedio de las transacciones realizadas. Esto es especialmente importante en el ámbito de restaurantes y cafeterías para ver cuánto gasta un cliente de media y conocer la evolución de este valor ya que puede ser una palanca de cambio en cuanto a rendimiento.
  
- Productividad:
  - Por trabajadores: Esta métrica es una dimensión económica que se calcula de varias maneras. Se puede calcular dividiendo los ingresos por el número de trabajadores o las ventas netas entre el coste de personal. En el caso de tener varios restaurantes puede ser una métrica conveniente para comparar la productividad y mejorar la eficiencia de los recursos de capital humano.
  - Por espacio: Por otro lado, se puede calcular la eficiencia del espacio según el restaurante. El alquiler puede ser uno de los mayores costes fijos de un restaurante y es importante medir la eficiencia de los locales.
  
- Consumo / Merma: Esta métrica económica se calcula teniendo en cuenta la variación de las existencias incluyendo las compras durante ese periodo. Es importante calcular el consumo y la merma para minimizar los costes y maximizar los ingresos ya que en el caso de no tener suficientes existencias no se podrá cubrir toda la demanda mientras que si hay demasiadas existencias la merma reduciría los márgenes. Se debe mantener niveles óptimos de existencias y este KPI ayuda a calcular estos niveles.

- Variación de ventas: Esta métrica es importante para conocer a la variación de volúmenes por producto y el *product mix* que se está vendiendo. Esto puede afectar a las rentabilidades debido a vender productos con márgenes más pequeños. Por ello se debe tener en cuenta para conocer las tendencias de las preferencias de los clientes y saber cómo estos afectan a la rentabilidad de la empresa.
- Tasa de ocupación: Esta métrica está directamente relacionada con la infraestructura de la empresa. Se calcula con el número de cubiertos servidos entre el número de sillas existentes. De esta manera, también podemos calcular la rotación de nuestros clientes, así como las franjas horarias de mayor rentabilidad, y optimizar de esta forma los costes.

### 3.3. *Private Equity en la Restauración en España*

La industria del capital riesgo en España está enfocándose en el sector de la restauración. El private equity entró en este sector en España por primera vez en 2014, pero el año de más movimiento fue 2018 donde se hicieron grandes apuestas por cadenas como Goiko, Tragaluz o Saona. Tras la pandemia, los fondos están dispuestos a liderar la recuperación del sector tanto en grandes cadenas de restauración como en empresas más pequeñas (Casado, 2022).

Tanto Cinven, fondo británico, como FTI Capital Advisors están apostando por las grandes cadenas franquiciadas. Cinven completó en 2021 la mayor operación de la historia del sector en España hasta la fecha comprando la cadena de Burger King por 1000 millones de euros (Bravo, 2021). El mercado se está reactivando y se esperan más movimientos en los próximos años. Movimientos como la compra de las panaderías Turrís por la gestora Realza con el objetivo de expandir su alcance o la venta de Food Box (dueño de Santa Gloria, Mas Q Menos o Volapié) al fondo inglés ya dueño de Lateral muestra el dinamismo de este mercado (Casado, 2022). Un comportamiento similar fue observado durante la crisis de 2008, cuando las compañías del sector necesitaban inyecciones de capital para compensar la caída de consumo. Este momento dio lugar a grandes operaciones como la introducción de Permira en Telepizza, Goldman Sachs en Vips y Nazca en Lizarrán (Barredo et al., 2017).

El mercado se ha reactivado en 2023 después de la paralización de las desinversiones por la pandemia no solo por una participación de fondos de capital riesgo más activa sino

también gracias a los tiempos de salidas en torno a los cinco años y coinciden con la gran actividad de 2018. Casado (2022) en conjunto con KPMG predice operaciones de ventas próximas que podrían reactivarse tales como el grupo Larrumba, controlada por Aurica Capital o El Fonet controlada por Corpfin Capital y otras ventas como el grupo la Máquina o el grupo Cappuccino que también podrían salir al mercado próximamente.

Como se ha comentado previamente, el mercado de la restauración en España está muy fragmentado ofreciendo una gran oportunidad a las empresas de capital riesgo para su consolidación, encontrando sinergias y economías de escala. Otras estrategias, incluyen la expansión a otros mercados internacionales franquiciando las cadenas como en el caso de Cañas y Tapas (Barredo et al., 2017).

#### **4. El Método del Control Sintético**

El efecto real de las operaciones de private equity en el éxito de las empresas en las que participan es inobservable por definición. Debido a la cantidad de factores que afectan a estas, es muy complicado determinar una relación causal. Por ese motivo, en el presente análisis se utilizará el método del control sintético explicado a continuación.

##### *4.1. El Método*

El control sintético está basado en el concepto de que se puede estimar el efecto de una intervención o evento a través de la comparación de la evolución de variable de interés entre la unidad tratada (expuesta al evento) y un grupo de unidades de variables similares pero que no fuesen afectadas por el evento (Abadie et al., 2010). Abadie define el método como la construcción de una unidad sintética que mejor se aproxime a la evolución de la variable dependiente durante el periodo previo al evento, a través de la combinación de varias unidades de control. Esta unidad sintética se utilizará para estimar el comportamiento de la unidad tratada si no se hubiese producido el evento. (Abadie et al., 2011).

Este método destaca entre métodos tradicionales ya que el algoritmo elige las unidades que componen el donator pool a través de las características de la muestra. De esta manera, el investigador no influye en la selección y se evitan sesgos (Abadie et al., 2022). A cada unidad del donator pool se le asigna un peso en la unidad sintética. Estos pueden oscilar entre 0 y 1, por lo que algunas de las unidades en el grupo de control podrían no ser seleccionadas para la unidad simulada. (Abadie, 2021)

El método fue desarrollado por Abadie y Gardeazabal (2003) con el objetivo de analizar el impacto del terrorismo en la economía del País Vasco. Este método se desarrolló posteriormente en otros ámbitos, analizando así las causas de los efectos que ciertos eventos o intervenciones habían tenido sobre los casos estudiados. Estos casos incluyen empresas, ciudades o incluso países (Abadie et al., 2010). El método de control sintético es especialmente efectivo en casos donde hay grandes conjuntos y una sola unidad no tratada no refleja la unidad bajo análisis de manera completa (Abadie et al., 2014).

En efecto, el control sintético se ha utilizado ampliamente en investigación económica y otras disciplinas ya que este método proporciona ventajas sobre otros métodos utilizados previamente. Estas ventajas incluyen la transparencia de la contribución de cada unidad de control, así como su similitud a la unidad tratada (Abadie, 2021).

Sin embargo, este método requiere mucha sensibilidad al crear el grupo de control. Las unidades de este no deben estar afectadas por eventos parecidos o que hayan podido reaccionar a eventos por los cuales la unidad tratada no hubiese sido afectada. Además, se ha de considerar el sobreajuste que se podría producir al introducir demasiados donantes en el grupo de control. Asimismo, se requieren datos para un número considerable de períodos previos a la intervención, así como posteriores (Abadie et al. 2014). La credibilidad del método depende extremadamente en la calidad de los datos, así como los requisitos contextuales (Abadie, 2021).

En esta investigación se utilizará el método del control sintético para el análisis del efecto de una operación de capital riesgo en la variable de estudio “Ingresos”, específicamente en la entrada mayoritaria por parte de Corpfín Capital en la cadena de restauración “El Fornet”, una cadena de restauración. Para ello, se llevará a cabo un análisis de 61 empresas y con ellas se simulará los ingresos de “El Fornet” si el evento no hubiese ocurrido, es decir si la operación de Private Equity no se hubiese llevado a cabo.

#### *4.2 Aplicación del método*

Para poder aplicar el método del control sintético se necesita observar unidades  $j = 1, \dots, J + 1$  durante los periodos de tiempo  $t = 1, \dots, T$ . La primera unidad de estas será la unidad afectada por el evento. De esta manera, tendremos un grupo de control restante de  $J$  elementos, conocido como el “donor pool” a partir del cual construiremos la unidad sintética (Abadie, 2021). Esta muestra debe incluir observaciones durante los mismos periodos de tiempo para todas las unidades observadas.

El objetivo fundamental de este método es observar el comportamiento post-intervención de la variable dependiente de la unidad tratada comparándolo con el comportamiento de esa misma variable en la unidad sintética. De esta manera, se podrá investigar si dicha intervención produce un efecto en la unidad tratada. Por ello, la unidad sintética se crea de tal manera que el comportamiento previo a la intervención se aproxime a la unidad tratada (Abadie et al. , 2011).



En primer lugar, se optimiza el vector de pesos ( $W$ ) de  $k$  características.  $X_0$  es la matriz de dimensiones  $(k \times J)$  conteniendo los valores de las variables seleccionadas para todas las unidades del donor pool, mientras que  $X_1$ , de dimensiones  $(k \times I)$  contiene los valores de dichas características para la unidad tratada. Para dicha optimización, se utiliza la diferencia dado por el vector  $X_1 - X_0 W$ , seleccionando el vector  $W^*$  que minimice la diferencia de la siguiente fórmula (Abadie et al. , 2011):

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

En segundo lugar, el algoritmo se centra en la aplicación de los pesos de dichas variables para construir la unidad de control sintética. El vector  $Y_1$ , de dimensiones  $(T \times I)$ , contiene los valores de la variable de estudio de la unidad tratada para los periodos  $T$ , mientras que  $Y_0$   $(T \times J)$  contiene los valores para la misma variable para todas las unidades del donor pool. Se construirá la unidad sintética de la siguiente manera, donde  $w_j$  representa el peso asignado a cada unidad del grupo de control e  $Y_{jt}$  representa la reacción de interés de cada unidad  $j$  en el momento  $t$  (Abadie et al, 2014):

$$\widehat{Y}_{1t}^N = \sum_{j=2}^{J+1} w_j Y_{j,t}$$

El objetivo de esta unidad sintética es predecir en periodos posteriores a la intervención, es decir  $t = T+1, \dots, T+k$  lo que haría la unidad tratada si no hubiese habido intervención (Abadie et al., 2014). Tras realizar esta predicción se comparará la unidad tratada con la unidad sintética en periodos posteriores al evento y de esta manera se estimará el efecto de este evento en la variable de interés.

## 5. Metodología

Con el objetivo de analizar una operación de private equity a través del método del control sintético explicado en el apartado anterior, se ha seleccionado “El Fonet”, una cadena de cafeterías con base en Barcelona.

### 5.1. *El Fonet*

Corpfin Capital se define como “una gestora independiente líder en el segmento de empresas medianas en Iberia” (Corpfin Capital, 2019). Este fondo invierte en empresas en sectores variados en la península ibérica, tanto España como Portugal. Desde su primer fondo en 1990, el fondo se ha convertido en una referencia en el sector en el cual identifican proyectos empresariales con potencial de creación de valor y desarrollan un plan de crecimiento a medio plazo juntamente con sus fundadores y gestores, mediante la estrecha colaboración con estos (Corpfin Capital, 2019). Corpfin Capital contribuye al crecimiento de estas empresas identificando oportunidades de mejora e introduciendo iniciativas de transformación en operaciones y procesos. Hasta el momento, han completado más de 113 transacciones en una amplitud de sectores y actualmente gestiona más de mil millones de euros. El fondo se encuentra en fase de desinversión de su cuarto fondo, Capital Fund IV de 255 millones de euros y en la fase de inversión de su quinto fondo (Corpfin Capital, 2019).

El análisis se centrará en la cadena de cafeterías “El Fonet” de la cual se han recolectado datos como explicado anteriormente y será la unidad tratada del siguiente trabajo. Esta empresa fue adquirida por el fondo de capital riesgo Corpfin Capital en el año 2014 a través de un MBO, comprando el 100% de la marca por aproximadamente 25 millones de euros. Actualmente, tiene el 90% del porcentaje accionarial (Corpfin Capital, 2019).

Por otro lado, “El Fonet” fue fundado en Barcelona en el año 1927 bajo el nombre de Panadería Rosendo. Esta empresa comenzó como una panadería y a finales del siglo veinte impulsaron el nuevo concepto de cafetería-panadería adaptándose a las nuevas necesidades de sus clientes. Comenzó como una empresa familiar que fundó Rosendo Mila, y más tarde fue expandida por su familia de manera orgánica hasta que fue adquirida por el grupo Corpfin Capital. En el año de la adquisición, la empresa tenía 31 tiendas en Barcelona y más de 270 empleados. Además, facturaba 18,8 millones de euros y tenía un beneficio de 0,4 millones. Actualmente, tiene 54 establecimientos entre Barcelona y Madrid y han introducido los

servicios de delivery y catering, así como comidas a mediodía expandiendo su negocio (La Vanguardia, 2020).

## 5.2. *Recolección de datos*

Los datos tanto para las empresas que componen el donor pool como para la empresa tratada (El Fonet) se recolectaron de SABI. Esta es una plataforma con información general y cuentas anuales de empresas españolas y portuguesas. SABI permite la búsqueda de empresas según criterios diversos, análisis detallados en función de variables o periodos definidos por el usuario y la exportación de datos a formatos más populares. (Bureau Van Dijk, 1999).

Se seleccionaron todas las empresas españolas activas con la misma actividad determinada por el código NACE. Este código es una clasificación sistemática de actividades económicas a nivel europeo que proporciona un marco para categorizar estas empresas. (INE, n.d.) En este caso, el código NACE de “El Fonet” es de 1071 que equivale a actividades de “Fabricación de pan y productos frescos de panadería y pastelería”. Sin embargo, como la actividad principal de la empresa reside en la venta de estos productos en sus establecimientos que actúan como cafeterías para sus clientes también se ha incluido en el análisis las empresas del código 5610 que se refiere a “Restaurantes y puestos de comidas”. La combinación de ambos códigos NACE en empresas activas en España resultó en una base de datos de 72.764 empresas.

Además, se filtró la base de datos para empresas únicamente en España, con datos de la variable dependiente “Ingresos” para todos los años de estudio, desde 2009 hasta 2019. Esto equivale a seis años previos a la intervención, y los cinco restantes posteriores a la intervención realizada en 2014. Se filtró adicionalmente por empresas con ingresos similares excluyendo aquellas empresas con ingresos menores a 10 millones de euros, para descartar todas aquellas empresas de un tamaño muy inferior al de la unidad tratada. Esta búsqueda produjo un donor list de 67 resultados. De esta lista se eliminaron 6 empresas por haber sido empresas con actividad de private equity y poder afectar el comportamiento de la unidad sintética. Estas empresas son Food Delivery Group SAU, Negocios de Restauración del Sur, Rodilla Sanchez, Restauravia Foods SL, Monbake Grupo Empresarial SAU y Patisart SA. Este filtro redujo la lista resultando en una lista de 61 empresas.

Finalmente, se recogió una lista de 61 resultados ordenados de mayor a menor en base a la facturación de 2022 y a partir de la cual se extrajo un archivo Excel recogiendo todas las variables para todos los años del análisis. El Fornet, inscrito como Rosendo Mila SL se encuentra en el número 22 de esta lista.

### 5.3. Implementación del método

Este análisis se realiza con una muestra formada por las 61 sociedades mencionadas anteriormente (J+1), ordenadas por ingresos de mayor a menor. Esta muestra incluye la unidad de estudio, “El Fornet” siendo la unidad de estudio 22, y el resto de las unidades componen el donor pool a través del cual se obtiene la unidad sintética. Para realizar este análisis se utiliza la herramienta RStudio en el cual se emplea el paquete Synth, diseñado para implementar el control sintético (Abadie et al., 2011). En cuanto a la línea temporal de este análisis, el año del evento, intervención de Corpfin en la empresa “El Fornet” fue 2014. Se analizarán T0= 5, representando los años 2009 a 2013 previos a la intervención. Además, se analizarán T1= 6, representando los años 2014 a 2019 posteriores a la intervención.

Las variables consideradas para crear la unidad sintética más próxima a las características de “El Fornet” serán las siguientes:

**Tabla 1:** Variables predictivas para la creación de la unidad sintética de ”El Fornet”

Variable	Descripción	Unidad
Rdo.	Beneficio o pérdida neta obtenida por la empresa	Miles €
FP	Fondos propios de la empresa	Miles €
Endeudamiento	Porcentaje de recursos financieros prestados respecto a sus fondos propios	%
EBITDA	Rendimiento operativo mostrado por beneficios previos a intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones	Miles €
Personal	Total, de los gastos incurridos relacionados con el personal de la empresa	Miles €

ROE	Indicador de rendimiento financiero midiendo beneficios frente a recursos propios	%
ROA	Indicador de rentabilidad de los activos midiendo beneficios frente a los activos totales de la empresa	%
Int	Ratio de cobertura de intereses, capacidad para cumplir con sus obligaciones de pago de intereses	%
Solvencia	Capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras a largo plazo	%
Liquidez	Capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo a través de activos líquidos	%
Crecimiento Act	Tasa de crecimiento de los activos totales de la empresa	%

**Fuente:** Elaboración propia

Los datos del donor pool son limpiados y organizados utilizando la función `dataprep()` de tal forma que los datos puedan ser interpretados por la función `synth()` en RStudio. Esta función requiere cuatro matrices como entrada  $X1$ ,  $X0$ ,  $Z1$  y  $Z0$  (Abadie et al., 2011). La matriz  $X1$  son los valores predictivos para todas las variables de “El Fernet” ( $i \times j$ ) mientras que la matriz  $X0$  recoge estas mismas variables para el resto de las unidades del donor pool, teniendo así un tamaño de  $i \times j$ . De esta misma manera,  $Z1$  es el vector que recoge los valores de la variable de investigación, 5 durante los periodos previos a la intervención. Por último, la matriz  $Z0$  es la matriz de dimensiones ( $i \times j$ ), conteniendo la misma variable durante los mismos periodos para el resto de las unidades que componen el donor pool. Durante estos periodos, buscamos minimizar el error predictivo MSPE (Mean Squared Prediction Error) de estos valores. El MSPE es una medida estadística que evalúa la precisión de las predicciones de un modelo, calculado con el promedio de los cuadrados de las diferencias entre los valores observados y los valores pre-estimados. En este caso se minimiza la diferencia entre los valores de la unidad sintética con la unidad tratada.

La función `dataprep ()` se utilizará de la siguiente manera:

```
dataprep.output <- dataprep(  
  foo=datos,  
  predictors=c("Ingresos", "FP", "Endeudamiento", "Rdo", "Personal", "EBITDA",  
  "ROE", "ROA", "Int", "Solvencia", "Liquidez", "Crecimiento Act"),  
  predictors.op="mean",  
  time.predictors.prior=2009:2013,  
  dependent="Ingresos",  
  unit.variable="Numero",  
  unit.names.variable="Nombre",  
  time.variable="Año",  
  treatment.identifier=22,  
  controls.identifier=c(1:21, 25:49, 51:54, 56:61),  
  time.optimize.ssr=2009:2013,  
  time.plot=2009:2019)
```

Del donor pool se eliminaron además las empresas 50 y 55 por falta de datos en las variables predictivas.

Esta función devolverá una lista de outputs incluyendo los elementos que representan las matrices  $X_0$  y  $X_1$ .

**Tabla 2:** Valores medios de la unidad tratada previos a la intervención: `dataprep.output$X1`

Ingresos	17461.9203
FP	5749.9168
Endeudamiento	43.8724
Rdo	857.7952
Personal	5278.3246
EBITDA	2135.3872
ROE	22.6148
ROA	12.4528
Int	23.3790
Solvencia	1.6624
Liquidez	1.6174
Crecimiento Act	5.4388

**Fuente:** RStudio

**Tabla 3:** Valores de la variable dependiente de la unidad tratada previo a la intervención: `dataprep.output$Z1`

2009	15290.13
2010	17070.46
2011	17723.47
2012	18374.81
2013	18850.73

**Fuente:** RStudio

Se ejecuta seguidamente el comando `synth()` haciendo referencia a los datos `output` de la función `dataprep()`. Esta función analiza todos los posibles valores del vector  $W^*$ , seleccionando aquel que minimice el MSPE durante los periodos previos a la intervención y produzca la mejor unidad sintética para el caso. Además, devuelve la matriz  $V^*$  con los pesos de cada variable predictiva con los que se consigue esos objetivos. El siguiente comando implementa dichos pasos:

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

Finalmente, se extraen los resultados del análisis:

1. *synth.tables\$tab.pred* muestra el valor medio para cada una de las variables seleccionadas durante el periodo previo a la intervención. Además, muestra los valores de la unidad tratada, los de la unidad sintética generada por `synth()` y la media de toda la muestra introducida, es decir de las 58 empresas que forman el donor pool (eliminando de las 61 iniciales las 2 sin datos completos y la unidad tratada).
2. *synth.tables\$tab.w* muestra el vector de pesos  $W^*$  asignando un peso a cada una de las empresas seleccionadas del donor pool en el control sintético. El peso total será equivalente a 1, por lo que el peso de cada una de las empresas seleccionadas será entre 0 y 1. La mayoría de las empresas no serán consideradas en la unidad sintética y tendrán peso 0.
3. *synth.tables\$tab.v* muestra el vector de pesos asignando un peso a cada una de las variables utilizadas para la creación de la unidad sintética.

Para representar esto gráficamente se utilizarán los siguientes comandos:

1. `path.plot(synth.res=synth.output,dataprep.res=dataprep.output)` crea una visualización gráfica de la evolución de la variable objetivo durante el periodo previo y posterior a la intervención del fondo. En el gráfico se podrá comparar tanto la unidad tratada como la unidad sintética creada a través de `synth()`. El efecto del tratamiento se verá en la actuación de las líneas en periodos posteriores, siendo positivo si la línea de la unidad tratada se desvía positivamente de la línea de la unidad sintética.
2. `gaps.plot(synth.res = synth.output, dataprep.res = dataprep.output)` crea un gráfico que representa la diferencia absoluta entre el valor de la variable objetivo (Ingresos) entre la unidad tratada y la unidad sintética. Un modelo seguro tendrá diferencia aproximadamente de 0 durante los periodos previos a la intervención, mostrando así una unidad sintética con características parecidas a la unidad tratada. Tras el momento de intervención se podrán observar tres casuísticas:
  - a. Una diferencia positiva, ilustrada gráficamente con pendiente positiva, indicaría un impacto positivo en la variable objetivo por la intervención. En este caso, la entrada del fondo Corpfín Capital en “El Fonet” habría supuesto un impacto positivo en los ingresos de la empresa.
  - b. Una diferencia negativa, ilustrada gráficamente con pendiente negativa, indicaría un impacto negativo en la variable objetivo por la intervención. Es decir, la entrada del fondo Corpfín Capital supondría un impacto negativo para los ingresos de la empresa “El Fonet”.
  - c. Una diferencia nula, ilustrada gráficamente con una línea cercana al eje (0), no permitiría identificar el efecto de la intervención

Para que el modelo sea válido, es necesario que el periodo previo a la intervención la diferencia sea mínima entre el valor de la variable objetivo de la unidad sintética y la unidad tratada.



## 6. Resultados

### 6.1. Análisis de resultados

Tras ejecutar el análisis, se realiza una investigación sobre la evolución de los ingresos de la unidad tratada, “El Fonet” comparado con la unidad sintética compuesta por el donor pool de empresas con características similares. Esta unidad sintética representa el comportamiento de “El Fonet” si el evento, es decir la intervención por parte de la empresa de private equity “Corpfin Capital”, no hubiera ocurrido.

La primera optimización se focaliza en las variables. Como mencionado anteriormente, esta muestra como resultado los pesos de las variables para la consecuente creación de la unidad sintética. Se puede apreciar según la tabla 4, que la variable con mayor peso es la variable de “Ingresos” seguida de los resultados de las empresas. La variable que recibe menor es el crecimiento de los activos.

**Tabla 4:** Pesos de las variables en la creación de la unidad sintética

	v.weights
Ingresos	0.106
FP	0.098
Endeudamiento	0.078
Rdo	0.102
Personal	0.091
EBITDA	0.09
ROE	0.082
ROA	0.089
Int	0.077
Solvencia	0.072
Liquidez	0.088
Crecimiento Act	0.026

A partir de estos pesos se crea la unidad sintética. La unidad sintética se compone de 7 empresas de las incluidas en el donor pool. Estas empresas son aquellas que más se asemejan en su comportamiento previo a la intervención de la unidad tratada. A través del comando *synth.table\$tab.w* se accede a una tabla con los detalles de cada una de las empresas que componen la unidad sintética incluyendo los pesos en los que la componen.

**Tabla 5:** Componentes de la unidad sintética

<b>Ranking</b>	<b>Nombre</b>	<b>Finalidad</b>	<b>Peso</b>
40	SISTEMES DE RESTAURACIO CATALUNYA	Explotación de ocho restaurantes bajo franquicia de McDonald's en Cataluña	0,338
45	QUESOS DEL PRINCIPADO DE ASTURIAS SL	Producción y comercialización de productos asturianos tanto dentro como fuera de España	0,314
60	PANIFICADORA VIC, SA	Elaboración de pan y bollos en Cataluña	0,184
9	SELECT SERVICE PARTNER SA	Gestión y servicios de franquicias o marcas propias incluyendo marcas como Starbucks o Upper Crust	0,091
8	PANSFOOD SA	Fabricación, elaboración y distribución de productos alimentario en especial fastfood	0,052
28	PANALCOR SLU	Fabricación y venta de pan	0,017
3	AREAS SAU	Gestión de restaurantes en aeropuertos y estaciones. Empresa de mayor facturación media de 325M €	0,001

**Fuente:** RStudio

Seguidamente se muestra una comparativa de cada una de las variables predictivas que se han utilizado para realizar esta unidad sintética tanto para la unidad tratada como para la unidad sintética y la media de todo el donor pool.

**Tabla 6:** Valores de las variables de la unidad tratada, sintética y la media del donor pool

	Treated	Synthetic	Sample Mean
Ingresos	17461.920	17500.928	44294.048
FP	5749.917	6136.294	10141.445
Endeudamiento	43.872	43.920	64.133
Rdo	857.795	493.561	-2992.769
Personal	5278.325	5330.513	11676.928
EBITDA	2135.387	1501.130	-327.665
ROE	22.615	24.964	-16.355
ROA	12.453	12.529	3.294
Int	23.379	420.925	4278.124
Solvencia	1.662	1.703	1.053
Liquidez	1.617	1.581	0.889
Crecimiento Act	5.439	11.952	19.137

**Fuente:** RStudio

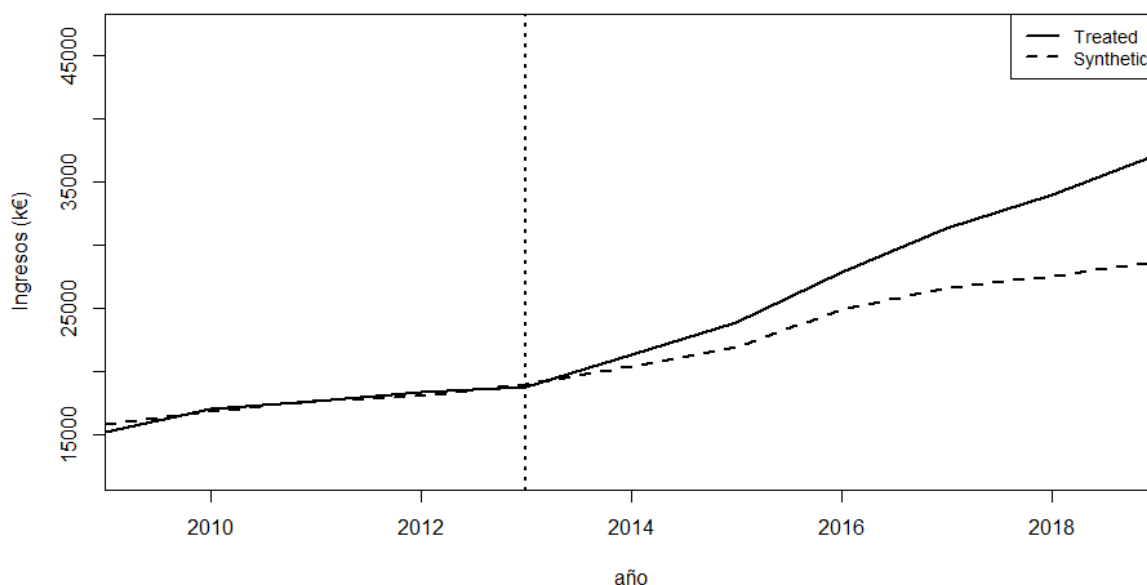
La comparación entre los ingresos de la unidad tratada y su control sintético revela una similitud más estrecha que el promedio del donor group, existiendo en el donor pool empresas de tamaño mucho mayor a la unidad tratada. Este efecto se puede observar en todas las variables existiendo mayor proximidad entre la unidad tratada y la sintética que entre la unidad tratada y la media del grupo de donantes.

Esto demuestra la ventaja del método de control sintético frente a una regresión donde se tienen en cuenta todas las empresas de la muestra, causando incertidumbre en la causalidad del crecimiento. A través del control sintético, creando una unidad con características parecidas se puede reducir esta incertidumbre en la causa de la evolución de los ingresos, mostrando una comparativa fiable.

## 6.2. Efectos sobre los ingresos

La evolución de los ingresos se puede ver claramente con los gráficos extraídos del código mencionado previamente, donde se puede observar el comportamiento de la unidad tratada en comparación con la unidad sintética compuesta de las empresas mencionadas anteriormente.

**Figura 2:** Evolución de los ingresos de “El Fornet” comparando con la unidad sintética



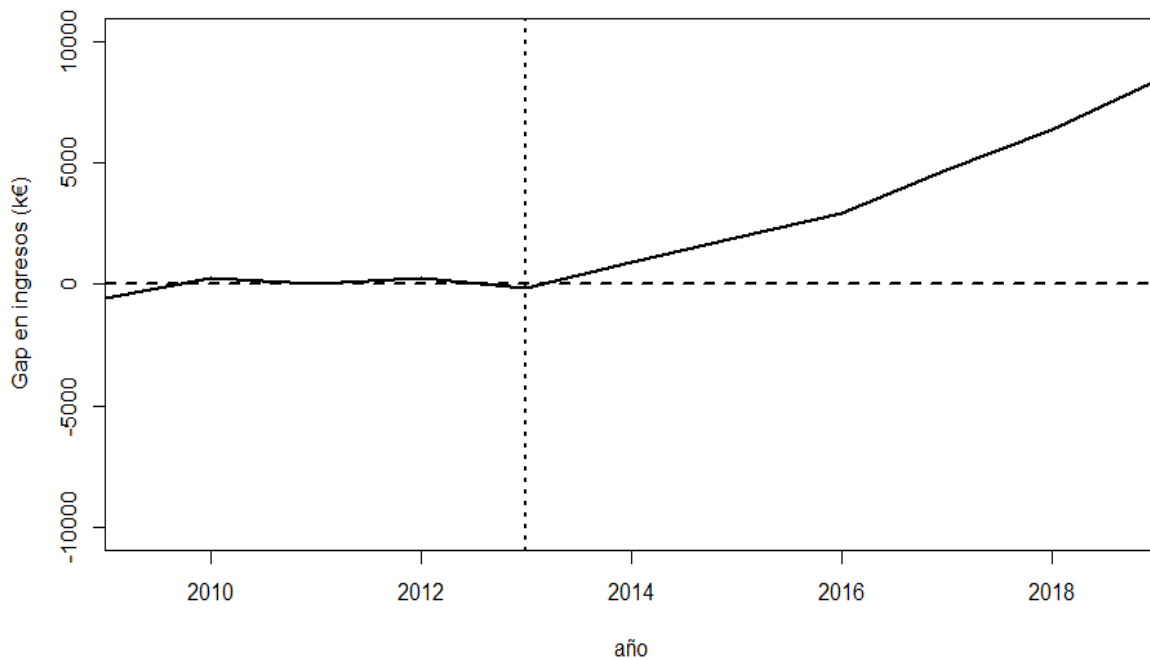
Fuente: RStudio

Se puede apreciar la validez del análisis por la cercanía entre las dos líneas en los periodos previos a la intervención en febrero de 2014. La diferencia entre ambas es mínima hasta el año 2013, existiendo mayor diferencia únicamente en 2009. Por esto podemos concluir que la unidad sintética es una réplica fiable de la unidad tratada, por lo que los resultados posteriores tienen mayor validez. El MSPE alcanzado a través de esta optimización es de 96953.6.

En periodos posteriores a la intervención, hay evidencia de un impacto positivo del private equity en los ingresos de la unidad tratada. La unidad sintética muestra una predicción fiable de los ingresos de “El Fornet” si no hubiese existido la intervención por parte de Corpfín Capital. Este impacto se muestra en la diferencia positiva entre las dos líneas, con ingresos superiores para “El Fornet” que para la unidad sintética durante los periodos posteriores a la intervención en febrero de 2014. De hecho, al cierre del año 2014 se puede apreciar un pequeño impacto positivo frente a la unidad sintética de 930,000 euros en ingresos, mostrando la eficiencia operativa que introdujo Corpfín Capital en “El Fornet”. Además, se puede apreciar que, en los periodos sucesivos, la divergencia entre la unidad tratada y la unidad sintética es mayor. Esto se podría deber a mayor conocimiento del negocio o a estrategias implantadas a largo plazo.

Para ver el tamaño de este impacto, se grafica esta diferencia a través del comando `gaps.plot(synth.res = synth.output, dataprep.res = dataprep.output, Ylab = "Gap en ingresos (k€)", Xlab = "año", Main = NA, tr.intake = 2013)` explicado anteriormente. Se señala el año 2013 debido a la temprana intervención de Corpfin en 2014 y su rápido impacto en los ingresos de “El Fornet”. Por lo que, en este caso, no se aprecia un periodo de desfase entre la intervención y el impacto del evento como en el estudio de Abadie et al. (2014) sobre la reunificación alemana.

**Figura 3:** Diferencia entre los ingresos de “El Fornet y la unidad sintética



**Fuente:** RStudio

En este gráfico se observa de manera más visual la proximidad al 0 de la diferencia entre la unidad tratada y la sintética previo a la intervención. En estos periodos, la diferencia máxima es en 2009 de -566,000 euros, tan solo un 4% de los ingresos del “El Fornet” en ese año. Durante el resto de los años, la diferencia es menor al 1% de los ingresos de la unidad tratada.

Sin embargo, a partir de la intervención, se puede apreciar una diferencia positiva que va en aumento con el transcurso de los años. Esta diferencia alcanza 8 millones de euros en ingresos adicionales en 2019. En la siguiente tabla se muestra las diferencias año a año mostrando un impacto exponencial en los ingresos:

**Tabla 7:** Diferencias entre la unidad tratada y la unidad sintética en todos los años de análisis

Periodo	Año	Diferencia (miles €)
Previo a la intervención	2009	-300,80
	2010	246,11
	2011	45,12
	2012	261,67
	2013	-181,63
Posterior a la intervención	2014	<b>930,48</b>
	2015	<b>1.898,89</b>
	2016	<b>2.960,66</b>
	2017	<b>4.717,40</b>
	2018	<b>6.395,43</b>
	2019	<b>8.418,96</b>

**Fuente:** Elaboración propia

El impacto total sobre los ingresos de “El Fornet” a fecha 2019 es de 8.418.960 euros, un 23% sobre los ingresos totales de la empresa en ese año. Esto demuestra el impacto positivo de Corpfin Capital en los ingresos de la empresa.

### *6.3. Interpretación de los resultados*

La intervención de Corpfin Capital en la empresa “El Fornet” ha marcado un punto crucial en la trayectoria de la empresa, como lo demuestra el presente análisis a través del método del control sintético. Este aumento de los ingresos se distingue a partir de 2014, mostrando un impacto significativo y directo entre la intervención del fondo y el desempeño financiero de la cadena. La apertura estratégica de nuevas tiendas tanto en Barcelona como en zonas de expansión como Madrid está impulsada por esta ambición de crecimiento del fondo

de capital riesgo. En efecto, desde su compra ha abierto 23 tiendas aumentando un 75% los locales existentes previos a la compra de la empresa.

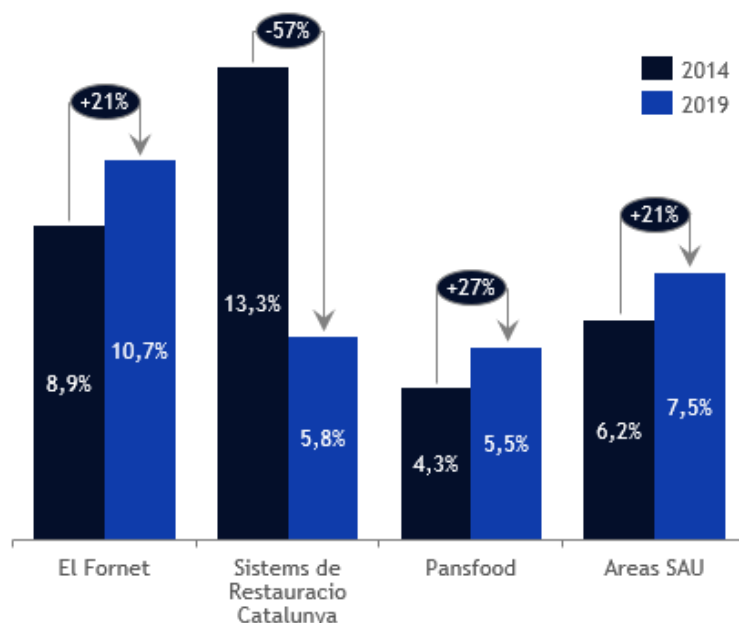
Los ingresos previos a la intervención eran de 18,8 millones de euros anualmente. En 2019, el último año del análisis, estos ingresos habían aumentado a 37,1 millones de euros, aumentando la facturación de la empresa en un 97% y en un 30% frente a la unidad sintética. La gestión de Corpfín Capital no solo aumentó la línea superior del estado de pérdidas y ganancias de la empresa (top-line), sino también gracias a su experiencia en el sector aumentó la eficiencia operativa. La productividad por tienda aumentó gracias a la mejora en los procesos que ha proporcionado el nuevo equipo directivo. De hecho, el ROE aumenta en tan solo 6 años un 30%.

Los fondos propios, sin embargo, se mantienen estables desde 2014, por lo que se podría inferir que la adquisición por Corpfín Capital parece haber iniciado un ciclo virtuoso de reinversión y crecimiento, financiando así las nuevas aperturas y que también podría explicar el robusto incremento de los ingresos.

#### *6.4. Discusión*

El margen de EBITDA también refleja un aumento, aunque de menor escala, ya que, en el año previo a la intervención, 2014, este margen era un 8% mientras que en 2019 aumentó hasta un 11%. Se puede inferir que el aumento en ingresos está causado con la gran expansión y consolidación como cadena en nuevas áreas geográficas. Por este motivo, se puede apreciar un aumento menor en el EBITDA debido a los costes adicionales y periodos de maduración o “ramp up” de nuevas aperturas.

**Figura 4:** Evolución de margen de EBITDA de la unidad tratada vs. empresas de la unidad sintética del sector de la restauración



**Fuente:** Elaboración propia

Comparando esta evolución con aquellas empresas dedicadas a la restauración dentro de la unidad sintética, se puede observar que excluyendo la unidad “Sistems de Restauracio Catalunya”, el crecimiento del margen de EBITDA de “El Fornet” está en línea con sus competidores. Sin embargo, esta información no es suficiente para asegurar la mejora operativa de “El Fornet” por la incorporación del fondo. Se tendría que realizar otro análisis a través del método del control sintético con el margen de EBITDA para tener una visión clara del efecto de Corpfín Capital en esta variable. Este análisis conlleva un reto adicional debido a valores potencialmente negativos de esta variable.

El método del control sintético por lo tanto muestra un marco innovador para el análisis del impacto del private equity en empresas ofreciendo un análisis metódico y riguroso del impacto. Los resultados muestran que las operaciones de capital riesgo crean valor y aceleran el crecimiento de las empresas. Gracias a su conocimiento y experiencia previa en el sector, estos fondos son capaces de aumentar la eficiencia operativa, así como la captación de clientes e ingresos, aumentando de tal manera no solo el top-line sino también el EBITDA. Generalmente, los fondos utilizan esta última métrica para las operaciones de compraventa de empresas en lugar de la facturación. Es importante destacar, que en el caso de “El Fornet” el



crecimiento de esta métrica ha sido menos pronunciado por lo que sería necesario un análisis con mayor detalle en torno a los motivos de este crecimiento menor para poder determinar exactamente que palancas han sido utilizadas en el crecimiento de la empresa.

## 7. Conclusiones

La industria del capital riesgo, conocida como private equity, ha emergido como un componente esencial del sistema financiero global, ofreciendo una alternativa para el crecimiento y la reestructuración de empresas en múltiples sectores (Guo et al., 2011). Esta gestión integral de la empresa participada es particularmente importante para el sector de la restauración, donde la eficiencia operativa, la innovación en el servicio y la gestión de la marca son críticos para el éxito (Barredo et al., 2017).

La presente investigación muestra la relación causal entre las inversiones de capital riesgo y los ingresos de las empresas participadas pueden tener en el crecimiento y desarrollo de empresas dentro del sector de la restauración en España, utilizando como caso de estudio la cadena “El Fernet” y la intervención de Corpfin Capital en esta. A través de la aplicación del método de control sintético, se ha podido estimar de manera precisa el efecto de esta inversión sobre los ingresos de la empresa, ofreciendo un ejemplo claro del valor añadido por las operaciones de private equity.

Los resultados obtenidos sugieren que la participación de Corpfin Capital no sólo impulsó el crecimiento en los ingresos de “El Fernet”, sino que también contribuyó a una mejora en la eficiencia operativa y en el rendimiento financiero general de la empresa, demostrado en el aumento de productividad por tienda, así como en el margen de EBITDA. Este crecimiento es atribuible a la implementación de estrategias de expansión y consolidación de la marca en nuevos mercados como Madrid.

Como análisis adicional, se podría desarrollar el mismo método de control sintético para la variable “EBITDA” para demostrar el impacto diferencial en la eficiencia operativa por la involucración del fondo. Sin embargo, esta variable plantea un reto adicional puesto que es una variable que puede ser negativa para diferentes unidades del donor pool así como para distintos años, un factor que dificulta la interpretación de los datos en la función synth ().

Este trabajo también destaca la utilidad del método de control sintético como herramienta analítica en la investigación económica, permitiendo una evaluación más precisa de los efectos de intervenciones específicas en entornos empresariales complejos. Este enfoque metodológico proporciona una base sólida para futuras investigaciones que busquen analizar el impacto de las inversiones de capital riesgo en diferentes variables, empresas o sectores.

En conclusión, este trabajo refuerza la visión de que las operaciones de capital riesgo son un motor importante para el crecimiento económico y la innovación en el sector empresarial, especialmente en sectores tan dinámicos y competitivos como el de la restauración en España. Asimismo, abre caminos para futuras investigaciones que profundicen en las dinámicas de cómo el capital riesgo puede contribuir de manera efectiva a la sostenibilidad financiera y al desarrollo estratégico de las empresas, en un contexto económico cada vez más globalizado y desafiante.

## **8. Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado**

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, María Orue-Echebarria, estudiante de doble grado de E2 + Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "La industria del Private Equity en España y su creación de valor en la restauración", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
2. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20/04/2024

Firma: María Orue-Echebarria

## 9. Bibliografía

- Abadie, A. (2021). Using Synthetic Controls: Feasibility, Data Requirements, and Methodological Aspects. *Journal of Economic Literature*, 59(2), 391–425. <https://doi.org/10.1257/jel.20191450>
- 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). <https://doi.org/10.18637/jss.v042.i13>
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2014). Comparative Politics and the Synthetic Control Method. *American Journal of Political Science*, 59(2), 495–510. <https://doi.org/10.1111/ajps.12116>
- Abadie, A., & Gardeazabal, J. (2003). The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country. *American Economic Review*, 93(1), 113–132. <https://doi.org/10.1257/000282803321455188>
- 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. <https://doi.org/10.3905/jpe.2010.13.2.017>
- ASCRI. (2022). Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity en España. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.
- Ayash, B., Bartlett, R. P., & Poulsen, A. B. (2017). The determinants of buyout returns: Does transaction strategy matter? *Journal of Corporate Finance*, 46(C), 342–360. <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v46y2017icp342-360.html>
- Barredo, D., Casado, R., Municio, E., & Alcazar, A. (2017). Restauración: Un plato muy apetitoso para el private equity. *Capital Corporate*.
- 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. <https://www.jstor.org/stable/43504284>
- Bravo, P. (2021, July 28). *Cinven toma el control del dueño de Burger King en España*. Expansion. <https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2021/07/28/61012146e5fdea93038b4610.html>

- Casado, R. (2022, June 4). El “gran mordisco” del capital riesgo a la restauración. *ElEconomista.es; elEconomista*. <https://www.economista.es/capital-riesgo/noticias/11801725/06/22/El-gran-mordisco-del-capital-riesgo-a-la-restauracion.html>
- Corpfin Capital. (2019, July 14). *El Fonet Operación MBO de Corpfin | Corpfin Capital*. [Www.corpfincapital.com. https://www.corpfincapital.com/inversiones/el-fonet/](https://www.corpfincapital.com/inversiones/el-fonet/)
- Cumming, D. J., Wright, M., & Siegel, D. S. (2007). *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*. Ssrn.com. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=983802](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=983802)
- 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. *Revista: Revista ICADE, Periodo: 4, Volumen: , Número: 94, Página Inicial: 31, Página Final: 65*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/11921>
- EVCA. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs An EVCA Special Paper*. <https://www.investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
- Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1997). The Private Equity Market: An Overveiw. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 6(4), 1–106. <https://doi.org/10.1111/1468-0416.00012>
- Gallego, E. (2018). El sector de la restauración en España. *Y Consumo*, 28, 26–30.
- Gompers, P. A., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016, June 1). *What Do Private Equity Firms Say They Do?* *Papers.ssrn.com*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2447605](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447605)
- Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2009). Do Buyouts (Still) Create Value?. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1009281>
- INE. (n.d.). Clasificaciones estadísticas, Clasificaciones nacionales y Clasificación Nacional de Actividades Económicas. CNAE. [https://ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177032&menu=ultiDatos&idp=1254735976614](https://ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177032&menu=ultiDatos&idp=1254735976614)
- Ismaray, L., Yadrían, C., García Pulido, A., & Roberto, C. (2019). *Gestión gastronómica. principales indicadores para su medición*. <http://monografias.umcc.cu/monos/2019/FCE/mo19233.pdf>
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. <https://www.jstor.org/stable/2937665>

- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217–254. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(89\)90047-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90047-0)
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- La Vanguardia. (2020, November 16). *El Fonet, una cadena centenaria que sigue innovando en la nueva normalidad*. La Vanguardia. <https://www.lavanguardia.com/comer/20201116/3237767/fonet-cadena-centenaria-sigue-adaptando-necesidades-nueva-normalidad.html>
- McKinsey. (2023). *Private markets turn down the volume: McKinsey Global Private Markets Review 2023*.
- Peña, I., & Mañueco, P. (2018). Evolución del capital riesgo en la economía española. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/264art05.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/264art05.pdf)
- Sáenz-Díez Rojas, R., de los Ríos Sastre, S., & Rodríguez García, I. (2017). Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España. *Revista: ICADE, Periodo: 4, Volumen: , Número: 100, Página Inicial: X, Página Final: X*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/19536>
- Shahdila, W., Shahar, S., Shahzinda, W., Bahari, N., Ahmad, N., Fisal, S., Nurauliani, amp;, Rafdi, J., Universiti, K., & Selangor, I. (2015). *A review of capital structure theories: Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory. 2*. <http://conference.kuis.edu.my/icommm/2nd/download/IC%20019.pdf>
- SpainCap. (2023). *Informe de actividad: Venture Capital & Private Equity en España 2023*. SpainCap.
- Wood, G., & Wright, M. (2009). Private equity: A review and synthesis. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 361–380. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00264.x>
- Wright, M. (1998). Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance Accounting*, 25(5&6), 521–570. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00201>
- Yzuel, J. L., Gallego Zuazo, E., Pérez Cembellín, L., Durán Quiroga, M., & Taboada Luna, T. (2023). *Anuario de la hostelería de España 2022*.

Zozaya, N., & Rodriguez, J. (2017, May 26). *Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo*. Granada Empresas. <https://www.granadaempresas.es/wp-content/uploads/2017/05/Situaci>



## 10. Anexos

### 10.1 Anexo 1: Código de RStudio

```
# Importar librerias
library(readxl)
library("Synth")

# Importar y tratar datos
SABI_TFG <- read_excel("C:/Users/orueechebarria
  maria/Downloads/SABI_TFG.xlsx",
  sheet = "Sheet3")
datos<-as.data.frame(SABI_TFG)
datos[, 4:15] <- sapply(datos[, 4:15], as.numeric)
str(datos)

# Función dataprep()
dataprep.output <- dataprep(
  foo=datos,
  predictors= c("Ingresos", "FP", "Endeudamiento", "Rdo", "Personal", "EBITDA", "ROE",
"ROA", "Int", "Solvencia", "Liquidez", "Crecimiento Act"),
  predictors.op="mean",
  time.predictors.prior=2009:2013,
  dependent="Ingresos",
  unit.variable="Numero",
  unit.names.variable="Nombre",
  time.variable="Año",
  treatment.identifier=22,
  controls.identifier=c(1:21, 25:49, 51:54,56:61),
  time.optimize.ssr=2009:2013,
  time.plot=2009:2019
)

print(dataprep.output$X0)
```

```

print(dataprep.output$X1)
print(dataprep.output$z0)
print(dataprep.output$Z1)

# Función synth()
synth.output<-synth(data.prep.obj=dataprep.output,method="BFGS")
gaps <- dataprep.output$Y1plot - (dataprep.output$Y0plot %*%
synth.output$solution.w)
synth.table<- synth.tab(dataprep.res=dataprep.output, synth.res=synth.output)
synth.table$tab.pred
synth.table$tab.w
synth.table$tab.v
synth.table$tab.loss
print(gaps)

# Gráficos
path.plot(synth.res=synth.output, dataprep.res=dataprep.output, Ylab = "Ingresos
(k€)", Xlab = "año", tr.intake = 2013)
gaps.plot(synth.res = synth.output, dataprep.res = dataprep.output,
Ylab = "Gap en ingresos (k€)", Xlab = "año",Main = NA,
tr.intake = 2013)

```

10.2 Anexo 2: Empresas consideradas en el donor pool y pesos de la unidad sintética

	w.weights	unit.names	unit.numbers
1	0.000	BURGER KING SPAIN SLU	1
2	0.000	BIMBO DONUTS IBERIA SAU	2
3	0.001	AREAS SAU	3
4	0.000	GRUPO ZENA PIZZA SOCIEDAD COMANDITARIA POR ACCIONES	4
5	0.000	SIGLA SAU	5
6	0.000	FOOD SERVICE PROJECT SA	6
7	0.000	BIMBO SAU	7
8	0.052	PANSFOOD SA	8
9	0.091	SELECT SERVICE PARTNER SA	9
10	0.000	STARBUCKS COFFEE ESPAÑA SL	10
11	0.000	ESTABLIMENTS VIENA SA	11
12	0.000	PANIFICADORA DE ALCALA SL	12
13	0.000	FOODS AND SERVICES SL	13
14	0.000	ARTADI ALIMENTACION SL	14
15	0.000	PIMAD SA	15
16	0.000	DR. SCHAR ESPAÑA, SLU	16
17	0.000	HORNO DE PATERNA 2020 SAU	17
18	0.000	CAFESTORE SAU	18
19	0.000	GRANDERROBLE DESSERTS SOCIEDAD LIMITADA.	19
20	0.000	BAKER & BAKER SPAIN S.A.	20
21	0.000	GESTION Y EXPLOTACION DE RESTAURANTES SOCIEDAD LIMITADA	21
25	0.000	NEW RESTAURANTS OF SPAIN SA	25
26	0.000	RESTAURANTE LA MAQUINA SA	26
27	0.000	HOTELSA ALIMENTACION SL	27
28	0.017	PANALCOR SLU	28
29	0.000	BRIOCHE PASQUIER IRUN SL.	29
30	0.000	INDUSTRIALES PANADEROS AGRUPADOS, SOCIEDAD ANONIMA	30
31	0.000	BRASA Y LEÑA ESPAÑA SL	31
32	0.000	CEREALTO VB6 SL.	32
33	0.000	NOVAPAN SL	33
34	0.000	SERVICIOS TURISTICOS SALAURIS 2008 SL	34
35	0.000	ILLARGUI SA	35
36	0.000	CATERING CAL BLAY SLU	36
37	0.000	FAPANYS SA	37
38	0.000	AIRFOODS RESTAURACION Y CATERING SL	38
39	0.000	VALERO FORN TRADICIONAL SL	39
40	0.338	SISTEMES DE RESTAURACIO CATALUNYA SL	40
41	0.000	RESTAURANTES Y SERVICIOS REYSE SOCIEDAD ANONIMA	41
42	0.000	JOROFON SL	42
43	0.000	EUROPASTRY CANARIAS SL.	43
44	0.000	RESTAURANTES GRAN CANARIA SL	44
45	0.314	QUESOS DEL PRINCIPADO DE ASTURIAS SL	45
46	0.000	PANADERIA CONFITERIA SALVADOR SL	46
47	0.000	PANABAD SA	47
48	0.000	EL PAN DE CADA DIA SL	48
49	0.000	BERLYS CANARIAS, SOCIEDAD LIMITADA.	49
51	0.000	MASAS CONGELADAS S.A.	51
52	0.000	CORAIZIG SL	52
53	0.000	RESTAURADORES COSTA OESTE SL	53
54	0.000	PANIFICADORA EL BAMBI SL	54
56	0.000	INVERSIONES LA GROTTA SL	56
57	0.000	HOJALDRE Y BOLLERIA RUIZ DE LA PEÑA SL	57
58	0.000	LOPEZ PALOMO RESTAURACION 1970, SOCIEDAD LIMITADA.	58
59	0.000	PAMPLONA RESTAURACION SL	59
60	0.184	PANIFICADORA VIC, SA	60
61	0.000	SERVIAREAS 2000 SLU.	61

### 10.3. Anexo 3: Gaps del control sintético

	22
2009	-566.30808
2010	246.10617
2011	45.12275
2012	261.66908
2013	-181.62635
2014	930.48025
2015	1898.88950
2016	2960.66311
2017	4717.39908
2018	6395.43227
2019	8418.95835