



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Creación de valor mediante Fusiones y Adquisiciones: Iberdrola (2000- 2020)

Autor: José Guillermo Corral Ballano
Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

MADRID | Junio 2021

**CREACIÓN DE VALOR MEDIANTE FUSIONES Y ADQUISICIONES
IBREDROLA (2000-2020)**



Resumen

El presente trabajo de investigación pretende exponer el concepto de creación de valor en las operaciones de fusiones y adquisiciones, así como un estudio de caso de la evolución de la compañía Iberdrola en lo relativo a su estrategia corporativa desde la llegada de Ignacio Sánchez Galán a la entidad en el año 2000. Asimismo, se introduce la evolución experimentada por el sector eléctrico y el mercado de operaciones corporativas en los últimos años. Tras un análisis completo, se ofrece una comparación de la situación presente en la compañía en los años 2000 y 2020, concluyendo con una mera exposición de la perspectiva actual y futura de la entidad tras la presentación del Plan Estratégico 2020-2025.

Palabras Clave: Fusiones y adquisiciones, sector eléctrico, creación de valor, estrategia corporativa, Iberdrola.

Abstract

This research paper aims to present the concept of value creation in mergers and acquisitions, as well as a case study of the evolution of the company Iberdrola in terms of its corporate strategy since the arrival of Ignacio Sánchez Galán to the company in 2000. It also introduces the evolution experienced by the electricity sector and the corporate operations market in recent years. After a complete analysis, a comparison of the present situation of the company in the years 2000 and 2020 is offered, concluding with a mere exposition of the current and future perspective of the company after the presentation of the Strategic Plan 2020-2025.

Keywords: Mergers and acquisitions, electricity sector, value creation, corporate strategy, Iberdrola.

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN.....	- 2 -
ABSTRACT	- 3 -
TABLA DE FIGURAS	- 5 -
1. INTRODUCCIÓN	- 6 -
1.1 MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO	- 6 -
1.2 OBJETIVOS	- 7 -
1.3 ESTRUCTURA	- 7 -
2. MARCO CONCEPTUAL.....	- 9 -
2.1 CONCEPTO DE F&A	- 9 -
2.2 MOTIVOS PARA REALIZAR UNA F&A	- 12 -
2.2.1 <i>Integración horizontal y sinergia operativa (Poder de mercado)</i>	- 13 -
2.2.2 <i>Economías de integración vertical.....</i>	- 14 -
2.2.3 <i>Mejora de la gestión de la empresa adquirida</i>	- 15 -
2.2.4 <i>Ventajas fiscales no aprovechadas.....</i>	- 15 -
2.2.5 <i>Empleo de fondos excedentes</i>	- 16 -
2.2.6 <i>Combinación de recursos complementarios</i>	- 17 -
2.2.7 <i>Diversificación del riesgo</i>	- 18 -
2.2.8 <i>Motivaciones de los directivos</i>	- 19 -
2.2.9 <i>Efecto sobre los beneficios por acción (BPA)</i>	- 20 -
2.2.10 <i>Menores costes de financiación: sinergia financiera.....</i>	- 21 -
2.2.11 <i>Crecimiento externo</i>	- 22 -
2.2.12 <i>Fusiones y adquisiciones como mecanismo de defensa</i>	- 23 -
2.3 PRINCIPIO DE “CREACIÓN DE VALOR”	- 25 -
3. ESTUDIO DE CASO.....	- 30 -
3.1 INTRODUCCIÓN SECTOR ELÉCTRICO EN ESPAÑA (2000-2020)	- 30 -
3.2 INTRODUCCIÓN SECTOR M&A EN ESPAÑA (2019-2021)	- 35 -
3.3 EL CASO DE IBERDROLA.....	- 41 -
3.3.1. <i>Introducción</i>	- 41 -
3.3.2. <i>Operaciones de M&A.....</i>	- 43 -
3.3.3. <i>Evolución del Grupo (2000-2020)</i>	- 56 -
3.3.4. <i>Perspectiva Actual y Futura (2020-2030).....</i>	- 62 -
4. CONCLUSIONES	- 66 -
5. BIBLIOGRAFÍA.....	- 70 -

Tabla de Figuras

FIGURA I Etapas Históricas F&A.....	11
FIGURA II Motivos para realizar una F&A.....	12
FIGURA III Ejemplo “Efecto sobre los BPA”.....	21
FIGURA IV Correlación entre el rendimiento total para el accionista (RTA) y el crecimiento del empleo.....	26
FIGURA V Principales motivos que inducen a realizar F&A en España.....	28
FIGURA VI Motivos más rentables para realizar F&A en España.....	29
FIGURA VII Estructura de la capacidad instalada por empresas (1988).....	31
FIGURA VIII Estructura de la capacidad instalada por empresas (1997).....	31
FIGURA IX Evolución mensual del mercado de M&A en España.....	38
FIGURA X Operaciones M&A e importe de inversión de Iberdrola (2000-2020).....	44
FIGURA XI Número de operaciones por año (2000-2020).....	45
FIGURA XII Evolución de las principales magnitudes de Iberdrola (2000-2020).....	57
FIGURA XIII Comparación Cotización Bursátil Iberdrola-Ibex 35.....	60
FIGURA XIV Iberdrola en el mundo (2021).....	63

1. Introducción

1.1 Motivaciones e interés del trabajo

Dentro del sector empresarial y económico, las operaciones de fusión y adquisición (en adelante, F&A) siempre han ostentado una gran relevancia. Además, este tipo de operaciones se ha configurado como una de las herramientas de reestructuración más importantes a usar por las empresas, no sólo dentro de la industria americana, sino de la totalidad del sector.

En el caso de nuestro país, el sector de las operaciones corporativas ha experimentado un crecimiento paulatino desde el siglo pasado, por lo que considero que es un tema de análisis de gran interés que exhibe cierta relevancia dentro del transcurso del mercado nacional.

Asimismo, la pandemia a nivel global causada por el COVID-19 ha azotado no sólo al sector corporativo, sino a la economía en general, de manera que conviene analizar tanto la situación de excepción que nos envuelve como el futuro más próximo que tenemos por delante.

Junto a estas razones de carácter puramente analítico concurren otras de tipo personal y profesional que me han llevado a escoger esta temática. La razón de este interés radica en la pretensión personal de poder encauzar mi carrera laboral dentro del sector financiero y corporativo, de suerte que considero que un trabajo de estas características puede aportarme el conocimiento y capacidad analítica necesarias para estar más cerca de conocer todo lo que rodea al estudio de este sector.

1.2 Objetivos

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado consiste en analizar cómo Iberdrola, gracias a su estrategia corporativa y a sus múltiples F&A a nivel nacional e internacional, ha conseguido crear valor para sus accionistas hasta el punto de auparse como la segunda compañía más grande de España¹, solo por detrás de Inditex.

Para poder alcanzar el objetivo marcado, es menester fijar como sub-objetivos la identificación, dentro de un plano teórico, de algunos de los conceptos clave que rodean a este tipo de operaciones (p.ej. concepto de *creación de valor*), así como los motivos que conducen al desarrollo de las mismas.

Por último, se pretenden analizar los contextos macroeconómicos y sectoriales que más incidencia hayan podido tener en el devenir de la compañía desde su fundación hasta el año 2020.

1.3 Estructura

El trabajo de investigación que de ahora en adelante se expone se encuentra estructurado en tres grande bloques:

- I. Marco conceptual: en este primer bloque de contenidos se introduce el concepto de F&A y se exponen las diferentes oleadas de desarrollo histórico de las mismas. Asimismo, se presentan los principales motivos a tener en cuenta a la hora de impulsar una operación de este calibre y se analiza el concepto de creación de valor como el *leitmotiv* existente entre este bloque y el tercero.

¹ En términos de capitalización bursátil.

- II. Contexto y análisis sectorial: se identifican y analizan los principales acontecimientos ocurridos dentro del contexto sectorial afecto al desarrollo de la actividad de Iberdrola. Asimismo, se presenta el desarrollo experimentado por el sector de las operaciones corporativas en un pasado reciente (2019-2021).
- III. Valoración del caso Iberdrola: por último, se procede al análisis del caso de Iberdrola en términos de estrategia corporativa, al mismo tiempo que se expone cómo las operaciones efectuadas han repercutido en la situación de predominancia actual de la compañía.

2. Marco Conceptual

2.1 Concepto de F&A

El desarrollo externo se configura como una forma de crecimiento empresarial que puede resultar de la adquisición, participación o control de una empresa, de una parte de la misma o bien de un grupo de empresas, que puede responder a diversos motivos, los cuales serán expuestos más adelante.

Por un lado, las fusiones (“*Mergers*”) consisten en la unión de dos o más empresas preexistentes, respecto de las cuales se obtiene como resultado la extinción (o pérdida de personalidad jurídica) de al menos una de ellas, bien en favor de una empresa ya existente, bien en favor de una sociedad de nueva creación.

Dentro de las diferentes modalidades de fusión que existen, se destacan para este trabajo, especialmente, las fusiones por absorción y las fusiones puras o por creación de nueva empresa. Las primeras tienen lugar cuando una entidad, la empresa adquirente, pasa a tomar el control de todos los bienes de otra entidad, la empresa adquirida (también conocida como empresa *target*), la cual se extingue, perdiendo, en consecuencia, su personalidad jurídica propia. En el caso de las fusiones puras, éstas se producen cuando dos o más empresas deciden integrarse en forma de una nueva empresa a la que aportarán todos sus recursos y patrimonio. En consecuencia, ambas empresas desaparecerán en favor de una entidad de nueva creación.

Por otro lado, las adquisiciones (“*Acquisitions*”) consisten en la toma de control de una empresa por parte de otra mediante la compra total o parcial de sus participaciones o sus activos. A diferencia de las fusiones, ambas empresas conservan su personalidad jurídica al término de la operación.

Este tipo de operaciones corporativas tuvo su origen y principal desarrollo en los Estados Unidos de América (de aquí en adelante, Estados Unidos.). Dentro de su historia, podemos distinguir seis oleadas de desarrollo.

La primera ola de fusiones comienza en Estados Unidos en el año 1897 con la consolidación de diversas empresas de ferrocarriles. Esta primera oleada de operaciones tuvo una gran repercusión en la economía estadounidense, puesto que supuso la creación de un gran número de empresas que terminarían convirtiéndose en los grandes negocios del siglo XX. La existencia de una regulación flexible dio pie a esta oleada de F&A, la cual finalizó en 1904 con la decisión de la Corte Suprema de Justicia limitando las fusiones horizontales (Heck, 2018).

La segunda oleada dio comienzo en el año 1916. Dado que el marco regulatorio relativo a las fusiones horizontales se había endurecido claramente desde el 1904, una nueva ola de fusiones, en este caso del tipo vertical, resultó en la creación de los primeros oligopolios. Esta oleada llegó a su fin en el año 1929, con la gran caída del mercado de acciones y el inicio de la Gran Depresión.

La tercera ola, también llamada la “Era del Conglomerado”, inicia en el año 1945. Fundamentalmente, esta oleada se caracterizó por la búsqueda de operaciones de adquisición que maximizaran los P/E ratios y la utilidad por acción (EPS) de la compañía resultante. La necesidad de limitar la competencia en las industrias por la expandida creación de oligopolios y monopolios tuvo como resultado un ambiente regulatorio inflexible respecto de las potenciales fusiones horizontales y verticales que pudieran llevarse a cabo en el mercado. Como consecuencia de estas medidas, las empresas decidieron expandirse mediante la creación de lo que hoy conocemos como conglomerados. Finalmente, la oleada vio su final en las decisiones de inversores y gestores por dividir los conglomerados previamente constituidos, dada la dificultad por controlar tales corporativos de forma eficiente por la gerencia.

La cuarta ola (“La Transformación Industrial”) da comienzo en el año 1981. Las operaciones de F&A vieron en el mercado de bonos de alto rendimiento y en el mercado alcista de acciones el impulso necesario para despegar de nuevo. Además, fue en esta etapa cuando comenzaron a configurarse los primeros apoderamientos hostiles, puesto que en etapas precedentes esta forma de control de una compañía se consideraba poco ética y contraproducente para el prestigio de una empresa.

La quinta ola de operaciones corporativas comenzó en el año 1992. Dentro de esta etapa, las fusiones de recambio de acciones fueron el tipo de operación más común en un mercado que se mantuvo durante toda la década en una situación alcista, impulsado por la revolución tecnológica, la globalización o la desregulación. Durante este periodo, tuvo lugar la expansión económica más grande en la historia de los Estados Unidos, incluyendo con ello a una etapa de crecimiento paulatino y generalizado de las acciones. Por todas estas razones, esta oleada es conocida como la “Era de las Mega Fusiones”, extendiéndose hasta el estallido de la crisis mundial de 2008.

Por último, la sexta oleada comienza desde la llegada de la crisis en 2008 hasta la actualidad, la cual se ha caracterizado por una necesidad de reajuste, seguida de un movimiento alcista durante los últimos años hasta la llegada de la pandemia en 2020.

FIGURA I: Etapas Históricas F&A



Fuente: elaboración propia, adaptado de Heck (2018)

2.2 Motivos para realizar una F&A

En cuanto a las razones que pueden existir para llevar a cabo una operación de este calibre, se tendrá en cuenta lo dispuesto en el libro *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas* (Mascareñas, 2011).

FIGURA II: Motivos para realizar una F&A

1) Integración horizontal y sinergia operativa (Poder de mercado)
2) Economías de integración vertical
3) Mejora de la gestión de la empresa adquirida
4) Ventajas fiscales no aprovechadas
5) Empleo de fondos excedentes
6) Combinación de recursos complementarios
7) Diversificación del riesgo
8) Motivaciones de los directivos
9) Efecto sobre los beneficios por acción (BPA)
10) Menores costes de financiación: sinergia financiera
11) Crecimiento externo
12) Mecanismo de defensa

Fuente: elaboración propia

De acuerdo con el autor, se presentan múltiples motivos de carácter económico a tener en cuenta a la hora de llevar a cabo una operación de fusión o adquisición entre empresas, puesto que es inusual que una transacción de esta dimensión

responda a un único motivo de lógica económica. Por ende, entre los principales motivos apuntados por el autor se encuentran los siguientes:

2.2.1 Integración horizontal y sinergia operativa (Poder de mercado)

El fenómeno de la sinergia operativa se alcanza mediante las denominadas F&A de tipo horizontal², es decir, entre empresas pertenecientes al mismo sector e industria. Gracias a este tipo de sinergia, se puede obtener un aumento de los ingresos o una reducción de los costes.

En el primer caso, la sinergia operativa se consigue mediante la obtención de un nuevo producto o servicio que genera un crecimiento sostenido de los ingresos debido a esta integración horizontal entre empresas. Este tipo de sinergia operativa recibe el nombre de REO (*Revenue-Enhancing Opportunity*) y puede venir dada por compartir oportunidades de marketing o por incrementar la buena imagen de la marca de una de las empresas integradas. No obstante, el autor aclara que es complicado cuantificar este tipo de sinergias dentro de los modelos de valoración de empresas.

En el caso de la reducción de los costes, cabe resaltar que se configura como la principal fuente de sinergias operativas, dado que suelen resultar en la conquista de las denominadas economías de escala. Gracias a la consecución de las mismas, una compañía es capaz de reducir su coste unitario medio dado el aumento del volumen de producción y, por ende, de las ventas. Tal y como apunta el autor, la oleada de fusiones en los sectores químico y farmacéutico a finales de la década de los noventa buscaba como principal propósito el poder compartir los enormes desembolsos necesarios en los que incurrían las empresas del sector en I+D (p.ej. Hoetsch y

² Las F&A pueden ser de tipo horizontal (entre compañías competidoras que pertenecen al mismo sector e industria), de tipo vertical (entre empresas que operan en distintas etapas del proceso productivo) y en conglomerado (entre compañías de sectores distintos).

Rhône-Poulenc dieron lugar a Aventis, Novartis fue creado como consecuencia de la fusión entre Ciba y Sandoz o la fusión entre Bayer y Schering en 2006).

Junto con las economías de escala, las economías de alcance son otro de los objetivos perseguidos a la hora de consumar una fusión de tipo horizontal. Este concepto consiste “*en ampliar el ritmo de generación o la gama de productos o servicios utilizando los mismos factores*” (Mascareñas, 2011). Es decir, este tipo de ventajas se consiguen cuando se comparten costes entre diferentes productos, líneas de producción o divisiones (p.ej. las fusiones bancarias, como la de las Cajas de Ahorro o la de BBVA por parte de los bancos BilbaoVizcaya y Argentaria).

Gracias a la consecución de estos dos fenómenos (economías de escala y de alcance), la compañía resultante de la integración horizontal suele aumentar su poder de mercado, de forma que pueda establecer un precio superior respecto del de su competencia en el mercado.

2.2.2 Economías de integración vertical

Tal y como se menciona *supra*, las integraciones de tipo vertical son aquellas que tienen lugar entre compañías que operan en distintas etapas del proceso productivo. De esta manera, la integración vertical puede realizarse hacia atrás, en el caso de una adquisición de un proveedor por parte de su propio cliente (p.ej. la compra de Luxtor, principal proveedor de queso de Telepizza, por la misma en 1998), o hacia delante, tal y como sería la adquisición de una empresa distribuidora o de carácter comercial por parte de su proveedor (p.ej. fusión de Time y Warner en 1989).

Gracias a este tipo de operación corporativa, la empresa resultante de la integración consigue como resultado el poder aproximarse más fácilmente al

consumidor final (integración hacia delante) o a la fuente de materia prima que necesita (integración hacia atrás).

2.2.3 Mejora de la gestión de la empresa adquirida

En muchas ocasiones, una empresa puede presentar un valor de mercado inferior al que debería tener debido a que el potencial de la compañía no está siendo aprovechado por una mala gestión del equipo directivo.

En el caso de que la reestructuración directiva no venga motivada desde dentro de la propia compañía, sino que más bien viene impuesta desde fuera a través de una adquisición, estaremos hablando entonces de una adquisición de carácter hostil (la cual suele desencadenar en una OPA³ hostil). Ante esta tesitura tan delicada, el equipo directivo vigente tratará de persuadir a los accionistas de que una venta de la compañía al potencial adquirente no es la solución adecuada.

Por último, cabe destacar que este motivo constituye el principal objeto social de las sociedades de capital riesgo. Este tipo de compañías tienen por objeto la búsqueda y adquisición de aquellas empresas que presentan un potencial rendimiento superior al de su gestión directiva, de forma que una vez se haya reconducido el devenir de la misma, proceden a su venta para obtener como beneficio la diferencia de la transmisión.

2.2.4 Ventajas fiscales no aprovechadas

Otro de los motivos que pueden situarse detrás de una operación corporativa son las llamadas sinergias fiscales, esto es, la posibilidad de ver reducido el pago de impuestos mediante una fusión o adquisición. Gracias a este fenómeno, la carga

³ Oferta Pública de Adquisición.

fiscal a la que tiene que hacer frente la compañía resultante de la integración será inferior a la carga fiscal correspondiente a cada empresa por separado.

De acuerdo con lo que apunta el autor, las sinergias fiscales más comunes son la compensación de pérdidas, las concesiones fiscales, la revalorización de activos depreciables y los ahorros fiscales por ciclos complementarios. No obstante, y tal como avisa el autor, cabe recordar que las leyes fiscales de los países son muy cambiantes en lo relativo al gravamen de los beneficios fiscales de las fusiones, por lo que no sería extraño que una compañía no pudiera llegar a obtener ningún tipo de sinergia fiscal de las mencionadas previamente.

2.2.5 Empleo de fondos excedentes

Tal y como señala el autor (Mascareñas, 2011), puede darse la casuística de que una empresa cuente con recursos financieros líquidos sobrantes una vez ya se ha hecho frente al endeudamiento (pago de intereses y amortización del principal). Dichos fondos excedentes podrían ser destinados a ser distribuidos en forma de dividendos y/o se podrían reinvertir en la propia compañía, en función de si se espera que la reinversión de dichos beneficios pueda llegar a generar un rendimiento superior al que los accionistas puedan llegar a conseguir si esa misma cantidad de dinero estuviera bajo su poder, o no.

Aparte de estas dos opciones, cabe la posibilidad de que se decidan emplear dichos fondos excedentes en la adquisición de otra empresa, siempre y cuando la operación cuente con un valor actual neto (VAN) positivo, esto es, que pueda generar valor para los accionistas. Además, esta opción adquiere una mayor relevancia e interés con respecto a aquellas compañías con excedente de tesorería que no cuenten con opciones de auto inversión rentables (para destinar el excedente a las opciones previamente mencionadas) y, a su vez, pretendan evitar una posible toma de control

hostil por compañías o inversores que quieran aprovecharse de su liquidez para su propio beneficio⁴.

2.2.6 Combinación de recursos complementarios

En muchas ocasiones, grandes empresas optan por la adquisición de otras empresas de un tamaño más reducido por contar estas últimas con un producto o un servicio de los que carece el adquirente y que resultan complementarios a sus propios productos o servicios.

Generalmente, la empresa más pequeña cuenta con un único producto o servicio, pero carece de la capacidad de producción o distribución necesarias para llevar dicho producto o servicio a un desarrollo a gran escala, como podría ser el caso de la empresa adquirente. Por el otro lado, a la empresa grande le podría resultar más barato adquirir a la empresa pequeña para desarrollar dicho producto o servicio antes que hacerlo por sí misma desde el principio. En consecuencia, ambas compañías se complementan y pueden llegar a ser, gracias a la fusión o adquisición pertinente, más valiosas de manera conjunta que por separado.

No obstante, este motivo de adquisición o fusión de una empresa puede también deberse al interés de la compañía por encontrar un mejor equipo directivo del que dispone. Así, American Express adquirió Shearson Loeb Rhodes (SRL) en 1981, entre otros motivos, por la calidad contrastada de su equipo directivo. Por último, en ocasiones este tipo de operaciones corporativas pueden tener como objeto, más que un producto o un servicio, la incorporación de un tipo de negocio del que carecen. Dentro de estos casos, las adquisiciones de bancos de inversión por parte de la banca comercial son el ejemplo más sonado⁵.

⁴ Este tipo de empresas suelen ser consideradas como un target lógico de adquisición mediante compras apalancadas o LBO.

⁵ La adquisición de Bankers Trust por parte de Deutsche Bank o la fusión de Citicorp y Travellers para formar Citigroup son algunos ejemplos.

2.2.7 Diversificación del riesgo

La formación de un conglomerado tiene lugar cuando una compañía decide adquirir o fusionarse con otra compañía que pertenece a un sector o mercado de negocio distinto. Mediante esta técnica, la empresa consigue diversificar sus negocios dando lugar a una reducción del riesgo económico⁶ del conglomerado. Gracias a esto, pese a que alguno de los sectores en los que tiene presencia el conglomerado entre en recesión o disminuya su potencial de crecimiento, siempre quedarán otros sectores dentro de su cartera de negocio respecto de los cuales pueda obtener beneficio.

Pese a lo comentado, expresa el autor lo siguiente: “*Sin embargo, a pesar de lo comentado anteriormente, las empresas que aducen la diversificación de riesgos como el motivo fundamental de su integración deberán tener en cuenta que ella no crea ninguna riqueza adicional para sus accionistas y, por lo tanto, no tiene sentido económico*” (Mascareñas, 2011). Esto tiene su explicación en que la diversificación del riesgo reduce el riesgo específico, mas no el riesgo sistemático. Este último es el que ostenta verdadera relevancia para el inversor, puesto que es el que influye en el rendimiento esperado por el mismo. Dado que el riesgo sistemático viene dado por la *beta* de la empresa y, puesto que la beta de una cartera formada por dos empresas que se fusionan se obtiene de la media ponderada de las mismas, la diversificación del riesgo mediante una fusión de empresas no reduce el riesgo sistemático del inversor de las mismas.

En base a lo mencionado *supra*, el motivo de la diversificación del riesgo supone una colisión en cuanto a las estrategias de directivos y accionistas, puesto que los directivos, a diferencia de los accionistas, sí se beneficiarán de la diversificación del riesgo económico de la empresa al estar su riesgo personal unido íntimamente al de

⁶ El cual viene representado por la variabilidad del rendimiento económico, que se demuestra estadísticamente mediante la fórmula general de la volatilidad de los rendimientos medidos a través de su varianza (σ_p^2).

la empresa (los accionistas, en cambio, pueden diversificar su riesgo adquiriendo títulos de otras compañías, diversificando así su riesgo personal).

Por último, destaca el autor lo siguiente: *“Los estudios científicos acometidos desde el terreno universitario para estudiar si la diversificación de riesgos crea o no valor demuestran que las empresas que diversifican a base de adquirir negocios que poco o nada tienen que ver con el suyo propio pierden alrededor de un 14% de su valor”* (Mascareñas, 2011).

En conclusión, la técnica de diversificación de riesgos como motivo único a la hora de justificar una operación corporativa no suele ser suficiente, a no ser que el mercado presente ciertas imperfecciones que limiten la capacidad de diversificar el riesgo a sus accionistas, tales como las asimetrías fiscales o el poco desarrollo del sector.

2.2.8 Motivaciones de los directivos

Las aspiraciones personales de los directivos profesionales pueden resultar en un problema de agencia dentro de la compañía. Esto es, aquellos directivos que únicamente ostentan una pequeña parte, o incluso ninguna, de participación dentro de la empresa que manejan pueden llegar a velar por sus intereses personales en vez de buscar la máxima creación de beneficios para la empresa.

De acuerdo con esto, la dirección puede llegar a incurrir en determinadas actitudes que resulten de especial valor para sus deseos o aspiraciones (tales como una expansión de la empresa, un incremento de las ventas o un aumento del número de empleados...), dado que sus emolumentos se encuentran, generalmente, ligados a un aumento de valor de la compañía en lo que respecta a este tipo de parámetros.

En consecuencia, los inversores deberán discernir acerca de la finalidad última detrás de una operación corporativa impulsada por el equipo directivo, en función de si responde a un interés egoísta de los directivos o si bien responde a un interés general de la compañía.

2.2.9 Efecto sobre los beneficios por acción (BPA)

Uno de los motivos más comunes y populares a la hora de impulsar la consecución de una operación corporativa es el de incrementar los beneficios por acción (BPA).

Ahora bien, pese a que muchas fusiones y adquisiciones han sido históricamente justificadas en base a su repercusión sobre los BPA y sobre los diferentes múltiplos de beneficio, el autor señala que este efecto sobre los BPA no indica realmente si se genera, o no, riqueza con una operación de este calibre, dado que no se tiene en cuenta el valor de los flujos de caja esperados (FCE) ni el riesgo asociado a la operación. De la misma forma, sería una táctica errónea el fijarse en el ratio precio-beneficio (*price to earnings* o PER) a la hora de valorar sobre la viabilidad de una fusión, dado que el numerador del ratio es el precio de las acciones (reflejado por los flujos de caja anticipados) y el denominador se conforma por los BPA del último año.

En la figura expuesta a continuación, se puede observar un ejemplo claro de cómo el efecto sobre los BPA no debe suponer un motivo de peso a la hora de ejecutar una fusión entre dos empresas (A y B, en este caso). Así, se observa que el BPA de la empresa resultante aumenta con respecto al BPA de cada una de las empresas (de 10 a 14€), lo cual podría considerarse como una razón para realizar la fusión. No obstante, tendría que tenerse en cuenta que, de forma previa a la fusión, un accionista de la empresa A vería como sus acciones tendrían derecho a unos beneficios de 10€ con expectativas de rápido crecimiento (PER de 10), mientras que tras la fusión el resultado sería superior (14 euros por acción) pero a un ritmo de

crecimiento más lento (PER de 7,14 en vez de 10). En el caso de los accionistas de la empresa B, el efecto de la fusión sería el contrario (menor resultado que el propio, pero a un crecimiento más rápido), por lo que ninguna de las dos partes ganaría o perdería como resultado de la misma.

FIGURA III: Ejemplo “Efecto sobre los BPA”

Empresa	A	B	A+B
BPA (€)	10	10	14
Precio (€/acción)	100	60	100
PER	10	6	7,14
Nº de acciones	1.000.000	2.500.000	2.500.000
Beneficios (€)	10.000.000	25.000.000	35.000.000
Valor de mercado	100.000.000	150.000.000	250.000.000
Rdto. (BPA/Precio)	10%	16,6%	14%

Fuente: adaptado de “Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas” (Mascareñas, 2011)

2.2.10 Menores costes de financiación: sinergia financiera

En concordancia con lo mencionado *supra*, la adquisición o fusión de dos empresas no sólo permite reducir el riesgo económico de la entidad resultante, sino también su riesgo financiero. Debido a esto, la compañía combinada dispondrá de una mayor capacidad de endeudamiento que la suma de las capacidades individualmente consideradas. Este fenómeno es lo que se conoce como sinergia financiera.

Como consecuencia de este tipo de sinergia, la entidad resultante se encontrará en una situación de mayor facilidad crediticia. Esto se traduce en una mayor seguridad de los prestamistas a la hora de suministrar los recursos financieros solicitados por esta entidad, a sabiendas de que su inversión estará garantizada por el respaldo que suponen los activos de ambas entidades fusionadas.

Para finalizar, cabe aclarar que la reducción del riesgo financiero alcanzada gracias a la fusión implicará la posibilidad de obtener el mismo volumen de financiación a menor coste, esto es, una reducción del coste de capital de la empresa.

2.2.11 Crecimiento externo

En ocasiones, la tasa de crecimiento deseada por una compañía solo puede alcanzarse a través del crecimiento externo, esto es, por medio de una fusión o adquisición de otra empresa. Asimismo, la expansión de carácter externo no sólo agrupa este tipo de operaciones, sino que también incluye a una posible compra de la capacidad de investigación de otra empresa, o de una rama de producción que ofrece mejores capacidades que la propia, incluso la integración de empresas que poseen licencias y patentes que se configuran como esenciales de cara al potencial crecimiento de la empresa.

En la misma línea, y como se ha mencionado previamente en este trabajo, la expansión internacional, en muchas ocasiones, se traduce en la adquisición de entidades locales en base a que puede resultar un proceso más rápido y menos arriesgado que el tratar de crecer desde el inicio en un determinado país. Pese a esto, recalca el autor que “(...) *también puede ocurrir que el tamaño de la prima pagada por la adquisición contrarreste e, incluso, supere los beneficios anteriormente señalados*”, lo cual deberá ser tenido en cuenta de forma previa por la entidad impulsora (Mascareñas, 2011).

A la hora de elegir entre crecimiento interno y externo, la empresa deberá ser consciente de que una adquisición o una fusión puede resultar más cara que la expansión interna, si bien es más rápida de llevar a cabo, lo cual permitirá a la compañía anticipar o contrarrestar un posible movimiento por parte de la competencia.

En conclusión, y de acuerdo con lo dispuesto por el autor, *“El crecimiento externo, por tanto, es más arriesgado y seguramente más caro pero el tamaño buscado se alcanza en poco tiempo. Es decir, si se pretende conseguir rápidamente una mayor cuota de mercado a expensas de un competidor, si se quiere evitar el que una empresa determinada caiga en manos de la competencia, si se quiere penetrar con fuerza en otros mercados, etcétera, el instrumento adecuado parece ser el crecimiento externo mediante la fusión o adquisición con otra u otras empresas”* (Mascareñas, 2011).

2.2.12 Fusiones y adquisiciones como mecanismo de defensa

Según el autor, uno de los motivos más comunes a la hora de llevar a cabo una operación de fusión o adquisición de empresas es el de defensa ante potenciales tomas de control hostiles, esto es, operaciones que pretenden adquirir el gobierno de una compañía sin el consentimiento ni el apoyo del equipo directivo presente en la compañía *target*.

Algunas de las modalidades de defensa más utilizadas son:

- El crecimiento: Una de las principales modalidades de defensa consiste en la adquisición de una empresa con el fin de ver aumentado el valor de mercado del grupo. Es decir, se pretende ahuyentar al potencial comprador hostil de su intento, puesto que tras la operación le resultará más costoso hacerse con el control de la compañía. Este es el principal motivo por el que las empresas, una vez ya adquirido un porcentaje de su filial, se deciden a comprar la totalidad de la misma.
- Razones personales de los directivos: En ocasiones, los directivos de una compañía pueden optar por pasar a ser los propietarios de una parte, o del total, de la empresa que gestionan. Para poder alcanzar su objetivo, lanzan una OPA sobre la mayoría de las acciones que conforman el capital, o bien deberán negociar con el principal accionista de la

compañía (en caso de tratarse de una empresa familiar, por ejemplo) para así obtener su participación. Esta operación se conoce como *management buy-out* (en adelante, MBO).

- Reducción de la competencia: Esta práctica estriba en la adquisición de un competidor en el mercado, de tal forma que se reduce la competencia directa. Por ejemplo, el anuncio, por parte del grupo británico de televisión Granada, de adquirir a Carlton o a United, dos compañías de la competencia que tenían pensado fusionarse, para así asegurar su posición de privilegio en el mercado.

2.3 Principio de “Creación de Valor”

El principio de creación de valor se sustenta sobre la idea de que las empresas crean valor mediante la inversión del capital a tasas de rendimiento que exceden su coste de capital, de forma que cuanto mayor sea el capital que puedan invertir a tasas de rendimiento atractivas, mayor valor serán capaces de generar. Por esta razón, el equipo directivo no sólo debe conocer y comprender este principio, sino que debe esforzarse en generar vínculos tangibles entre las estrategias a largo plazo de la compañía y la creación de valor (Koller *et al.*, 2010, p.4-5).

Pero, ¿qué se entiende por valor? De acuerdo con Evans y Bishop (2002, p.4), el valor de mercado (*fair market value*) refleja el tamaño de una empresa, su capacidad de acceso al capital, la profundidad y cantidad de productos y servicios que ofrece, la calidad de su gestión, su cuota de mercado, sus niveles de liquidez y de apalancamiento financiero, así como sus grados de rentabilidad y de generación de flujos de caja (*cash flows*) medidos como un negocio independiente.

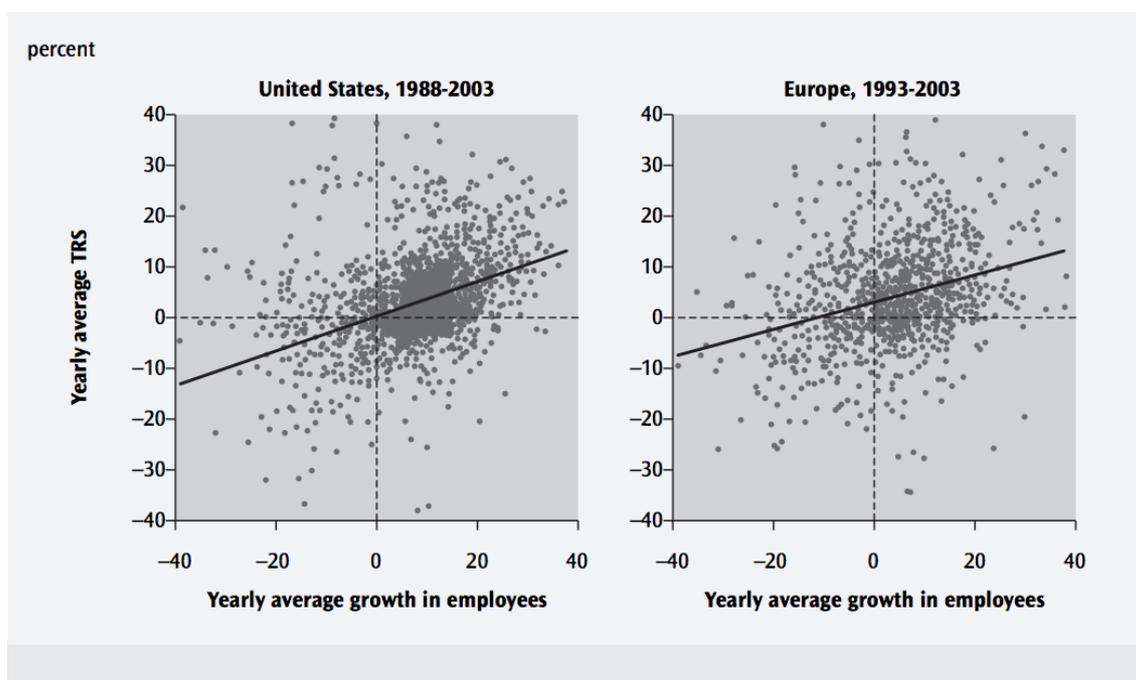
En lo que respecta a la creación de valor dentro de las F&A, la cuestión principal radica en quién debe ser el beneficiado de dicha creación de valor, esto es, si el valor generado debe ir dirigido a los accionistas (*shareholders*) o bien al conjunto de los *stakeholders* de la compañía (los cuales incluyen a todas aquellas personas, grupos o entidades que poseen intereses, directos o indirectos, dentro de la empresa y que, por ende, se verán afectados por las decisiones y actividades llevadas a cabo por la misma).

En España, como ocurre en Reino Unido o Estados Unidos, se encuentra generalizada la idea de que los accionistas son los verdaderos propietarios de la empresa, mientras que el consejo de administración funciona como su órgano de representación, de forma que la función objetiva de toda compañía ha de ser la maximización del valor de los accionistas (Koller *et al.*, 2010, p.19).

No obstante, los autores recuerdan al lector que el objetivo de maximizar el valor de los accionistas no implica que el resto de partes interesadas (*stakeholders*) no vayan a obtener ningún beneficio. El caso más claro es el de los empleados. El capital humano se conforma como uno de los activos más valiosos dentro de una compañía, por lo que centrarse únicamente en los intereses de los accionistas sin tener cuenta el de los propios empleados resultará en un devenir negativo para la propia empresa.

De hecho, los autores destacan que al estudiar el nivel de empleo, las compañías europeas y estadounidenses que generaron un mayor valor para sus accionistas son también las que presentaron un mayor crecimiento del empleo, tal y como se observa en la siguiente figura:

FIGURA IV: Correlación entre el rendimiento total para el accionista (RTA) y el crecimiento del empleo



Fuente: Koller et al (2010)

Una vez tratado el principio de creación de valor, es menester determinar cómo, a grandes rasgos, se puede cuantificar ese valor creado o a crear. El valor de mercado,

definido *supra*, está relacionado con otro concepto, el valor de la inversión (*investment value*), el cual es definido como el valor que atribuye un comprador particular a un determinado activo *target* en función de sus circunstancias como comprador y sus requisitos o necesidades de inversión. Este valor, por ende, incorpora las sinergias o cualquier otro tipo de ventaja que el comprador anticipa que va a obtener gracias a la adquisición (Evans y Bishop, 2002).

Una vez delimitados estos dos conceptos (valor de mercado y de inversión), cabe reseñar que el valor de mercado debe constituirse como el mínimo precio a negociar por parte del vendedor. Todo precio pagado por encima de este valor se conoce como prima de control y depende de diversos factores a tener en cuenta por las partes a la hora de negociar una operación (características de la empresa objetivo que la hacen atractiva, características de la empresa adquirente que miden su capacidad para llevar a cabo la adquisición, economías de escala, tamaño y poder de mercado de la empresa objetivo...) (Díaz y Sanfilippo, 2005). En consecuencia, la prima de control que la empresa adquirente estará dispuesta a pagar se encuentra subordinada a la rentabilidad que se espera obtener de la inversión.

El principio más básico del concepto de creación de valor descansa sobre la idea de que todo aquello que no vaya dirigido a incrementar los flujos de caja de la entidad, no irá dirigido a crear valor. Es por esta razón que el método de descuento de flujos de caja⁷ es el método más utilizado a la hora de valorar una empresa objetivo, a diferencia de otros como la valoración por múltiplos o de descuento de dividendos.

Siguiendo la doctrina de los autores mencionados *supra*: *“Las empresas crean valor invirtiendo el capital recaudado de los inversores en generar flujos de caja a futuro a una tasa de rentabilidad mayor que el coste de capital. Cuanto más rápido aumenten sus ingresos las compañías y sean capaces de invertir más capital 19 con*

⁷ DCF: Discounted cash flow.

tasas de rentabilidad atractivas, más valor estarán creando. La combinación de crecimiento y el retorno del capital invertido (ROIC) son realmente lo que crea valor” (Koller et al, 2010).

Por último, en un estudio realizado en el año 2000 (Mascareñas e Izquierdo, 2000) acerca de los motivos que llevaban a las empresas españolas a realizar operaciones de F&A, la gran mayoría de los directivos encuestados consideraba que la “búsqueda del liderazgo del sector” era el motivo fundamental para llevar a cabo este tipo de operaciones. Pese a que este motivo no tiene por qué ir dirigido a crear valor para el accionista, tal y como se ha comentado previamente en este punto, el segundo motivo más reconocido es el de dicha “creación de valor”. En la siguiente figura se reflejan los siete motivos más importantes para los encuestados:

FIGURA V: Principales motivos que inducen a realizar F&A en España (máxima puntuación = 5)

MOTIVO	VALORACIÓN
Búsqueda del liderazgo del sector	3,77
Creación de valor para el accionista	3,65
Aumento o protección de la cuota de mercado	3,64
Obtención de sinergias operativas	3,58
Aumento de la rentabilidad	3,52
Mejora de la gestión de la empresa adquirida	3,43
Búsqueda de productos/servicios complementarios	3,27

Fuente: adaptado de Mascareñas e Izquierdo (2000)

No obstante, cuando la pregunta versa sobre cuales son los motivos más rentables a la hora de llevar a cabo una operación de este calibre, la “creación de valor para el accionista” sí que se ubica en primera posición, tal y como se muestra en la siguiente tabla:

FIGURA VI: Motivos más rentables para realizar F&A en España (máxima puntuación = 3)

MOTIVO	VALORACIÓN
Creación de valor para el accionista	1,93
Mejora de la gestión de la empresa adquirida	1,85
Aumento o protección de la cuota de mercado	1,83
Aumento de la rentabilidad	1,82
Búsqueda de productos/servicios complementarios	1,70
Penetrar en nuevos mercados geográficos	1,68
Obtención de sinergias operativas	1,68

Fuente: adaptado de Mascareñas e Izquierdo (2000)

3. Estudio de Caso

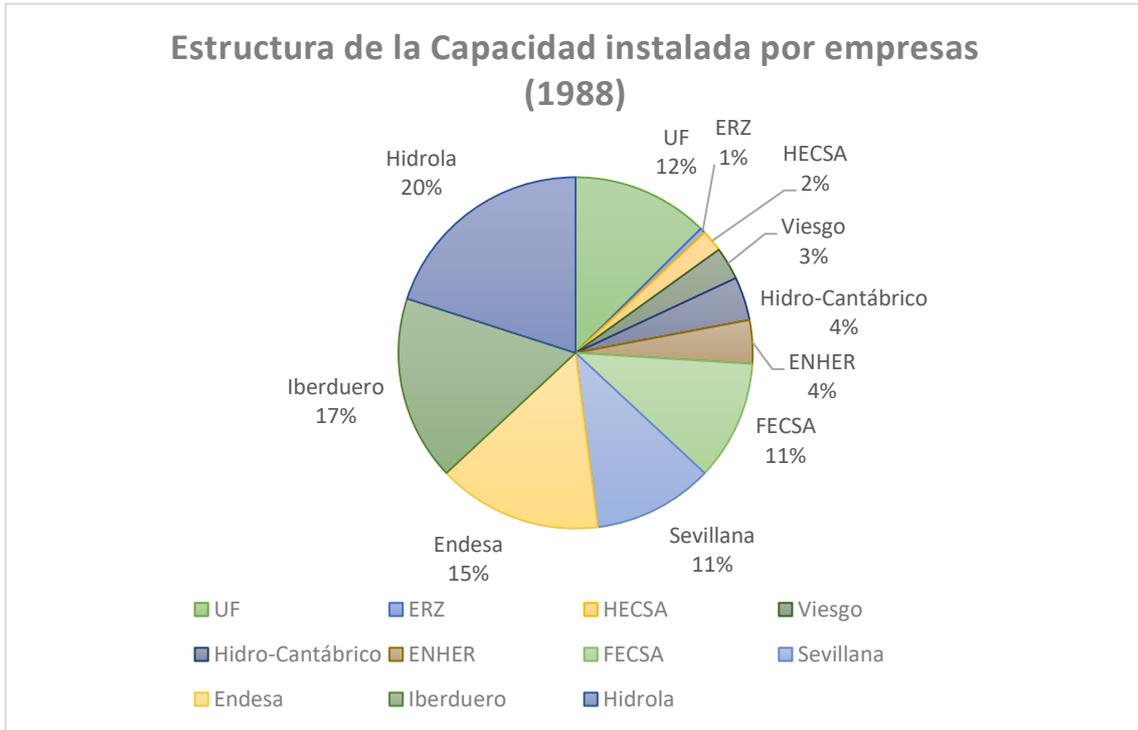
3.1 Introducción sector eléctrico en España (2000-2020)

De forma previa a la liberalización del sector, cabe destacar la culminación de la reforma del marco regulador del sector en la forma del Marco Legal Estable (en adelante, MLE) en el año 1987, el cual pasó a constituirse como el marco regulatorio de referencia del sector eléctrico hasta el año 1997 (Costa-Campi, 2016). Los objetivos del MLE se recogen en un monográfico presentado por Red Eléctrica (REE, 1998) y son los siguientes:

- Constituir un marco de referencia estable al sistema de ingresos de las compañías del sector eléctrico.
- Fomentar la eficiencia en el sector energético a través de la incorporación de incentivos.
- Reducir la incertidumbre tanto en la gestión como respecto a las decisiones de inversión de los agentes en el sector.
- Garantizar la recuperación de estas inversiones.
- Mejorar la planificación del desarrollo del sistema eléctrico.

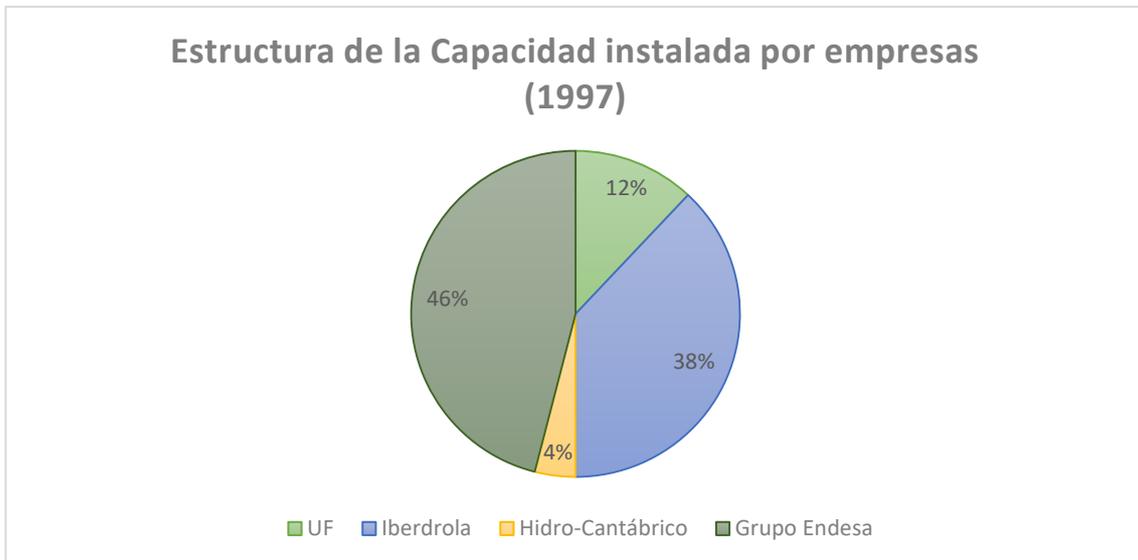
Los problemas financieros que afrontaba el sector en ese momento fueron superados gracias a la estabilidad regulatoria y al proceso de concentración empresarial que se había iniciado como consecuencia de la implementación del MLE (p.ej. varias tomas de control por parte de Endesa, la creación de la propia Iberdrola en 1992 como resultado de la fusión de Hidroeléctrica Española e Iberduero o la fusión de Unión Eléctrica y Fenosa). Gracias a este proceso de concentración, los grupos eléctricos quedaron reducidos a 4, lo que ocasionó un reparto del territorio nacional por parte de los generadores, así como un constante intercambio de activos. El resultado de este proceso de fusiones y de intercambio de activos se puede observar en las figuras VI y VII (Costa-Campi, 2016):

FIGURA VII: Estructura de la capacidad instalada por empresas (1988)



Fuente: Adaptado de REE (1998)

FIGURA VIII: Estructura de la capacidad instalada por empresas (1997)



Fuente: Adaptado de REE (1998)

A mediados de los años 90, la Unión Europea (en adelante, UE) decide marcarse el objetivo de crear un mercado único de la energía, por el cual promulga las primeras Directivas para la liberalización del sector eléctrico y gasista. Dichas Directivas comunitarias estaban orientadas a la separación jurídica de las actividades reguladas (redes de transporte y distribución) respecto de las actividades en competencia (generación y comercialización), mas no modificaban la estructura empresarial del sector. De este modo, se perseguía una mejora de los servicios energéticos tanto en el precio como en la calidad del servicio, al mismo tiempo que se pretendía garantizar la libertad de oferta y demanda dentro del sector. A este respecto, se aprueba en 1996 la Directiva 96/92/CE (también conocida como el “Primer Paquete” del Mercado Interior), la cual introducía un sistema liberalizado de competencia en el mercado y fijaba el mercado único europeo como el escenario de referencia (Costa-Campi, 2016).

De esta forma, se inicia en 1997 en España el proceso de liberalización del sector eléctrico mediante la promulgación de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico (LSE), en respuesta a la necesidad de adaptarse a las directrices marcadas por la UE. La liberalización de la generación obligaba a que un mercado mayorista de electricidad fuera creado. En consecuencia, se estableció su funcionamiento y el modelo organizativo fue gestionado por un nuevo peón dentro de todo este entramado, el operador del mercado eléctrico (OMEL).

Este objetivo de mercado único de la energía promulgado desde la UE tuvo que ser reforzado con una segunda Directiva 2003/54/CE (conocida como el “Segundo Paquete” del Mercado Interior), la cual incluía una serie de medidas de carácter urgente para la aceleración del proceso de liberalización del sector eléctrico. *“Esta Directiva sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad establece que debe existir separación jurídica entre los operadores de transporte, los operadores de distribución y el resto de los agentes del sector; la entrada en el segmento de la generación debe ser completamente libre; el mercado minorista completamente abierto antes de julio de 2007 (es decir, todos los consumidores*

deben poder tener el derecho a elegir su suministrador de electricidad); y por último, se establecen las bases para la consecución de un mercado único europeo” (Costa-Campi, 2016). Esta Directiva fue traspuesta en España por medio de la Ley 17/2007, pese a que gran parte de las novedades que incluía ya habían sido recogidas previamente por la LSE. La plena elegibilidad por parte de los consumidores a la hora de contratar la electricidad (ya sea a tarifa o contratar la electricidad con la empresa comercializadora que desee a un precio libremente pactado) ya desde el año 2003, permitió alcanzar la plena liberalización del sector, tanto desde el punto de vista del consumo como del generador.

La creación del Mercado Ibérico de Electricidad (MIBEL) en el año 2006 suponía un paso más dentro de este proceso de liberalización, puesto que el MIBEL constituía la unión entre los mercados diarios de España y Portugal, de forma que los actores de uno y otro país pasaban a actuar bajo unas mismas condiciones de igualdad, transparencia y objetividad. En consecuencia, se alcanzó a incentivar el establecimiento de la contratación a plazo entre los consumidores, así como a reducir el riesgo y abaratar los precios. *“En definitiva, el MIBEL logró un incremento del nivel de competencia y eficiencia en el sector reportando importantes beneficios a los consumidores”* (Batalla y Costa-Campi, 2008).

No obstante, la llegada de la crisis en 2008 propició una situación problemática para el sector eléctrico, el cual resultó en una caída drástica de la demanda. Sin embargo, gracias a la reforma de la LSE en 2013, se pudo garantizar la estabilidad financiera del sector de forma definitiva, especialmente a través de la reducción de costes regulados y del aumento de la competencia.

Ya en el año 2009 se publicó el denominado “Tercer Paquete”, constituido por dos Directivas para la constitución del mercado interior de gas y electricidad, dos reglamentos respecto del acceso a las redes de transporte de gas y electricidad y un tercer y último reglamento dirigido a la constitución de la Agencia de Cooperación de Reguladores de la Energía (ACER). *“En él se establecen medidas para avanzar*

en la constitución de dichos mercados tales como la separación de las actividades de redes de las de liberalizadas, mayor competencia e independencia de los Reguladores nacionales, mayor protección al consumidor, especialmente al “vulnerable”, planificación de la red de transporte a diez años a nivel europeo, mayor armonización técnica a través de las directrices y códigos de red, etc.”⁸

Finalmente, en noviembre del año 2016, la Comisión Europea presentó una propuesta de medidas conocida como “Paquete de Energía Limpia para todos los Europeos”, las cuales van dirigidas a cumplir con los objetivos climáticos europeos con vista a 2030. Algunos de estos objetivos son: (i) reducir las emisiones en, al menos, un 40% con respecto a 1990; (ii) elevar la cuota de energías renovables por encima del 27% y; (iii) mejorar en un 30% la eficiencia energética.

En conclusión, el proceso de liberalización experimentado por el sector eléctrico español ha cambiado por completo la dinámica del mismo, si bien es un proceso que aún se mantiene en marcha, puesto que el sector seguirá evolucionando ante los diferentes acontecimientos que se sucedan y, por ende, empresas y consumidores deberán estar preparadas para afianzar potenciales nuevos modelos de relación.

⁸ Fuente: 1.5. *El proceso de liberalización de los sectores energéticos*. (2019). Energía y Sociedad. <http://www.energiaysociedad.es/manenergia/1-5-el-proceso-de-liberalizacion-de-los-sectores-energeticos/>

3.2 Introducción sector M&A en España (2019-2021)

De acuerdo a un análisis realizado por la firma KPMG⁹, el volumen de inversión en fusiones y adquisiciones disminuyó un 46% durante el año 2019 en España. Con respecto al número de operaciones, la actividad sufrió un descenso de un 14% respecto al año previo y la inversión extranjera (la cual representa un 30% del volumen total) experimentó una caída del 52%.

Pese a estos datos, la consultora y auditora preveía un año 2020 en el que las F&A experimentarían un año claramente activo en cuanto al número de operaciones, dado que el capital acumulado por las compañías y las expectativas de crecimiento impulsadas por adquisiciones externas hacían indicar que este mercado iba en dirección alcista. Asimismo, Juan José Cano, consejero delegado de KPMG en España y socio responsable de Deal Advisory a fecha de diciembre de 2019 señalaba lo siguiente: *“Esperamos que la actividad de fusiones y adquisiciones siga siendo dinámica en 2020. Existe mucha liquidez, buena financiación y unas expectativas positivas de crecimiento y rentabilidad de las empresas españolas”*.

No obstante, la llegada de la pandemia y las consecuentes medidas y restricciones de movilidad y salud a nivel nacional y global provocaron una caída del 17% en el número de operaciones de M&A en España durante el primer trimestre de 2020. Según el informe trimestral publicado por TTR¹⁰, el mercado transaccional español cerró los tres primeros meses del año con un total de 484 fusiones y adquisiciones, ya fueran anunciadas o cerradas, por un importe agregado de 8.387,22 millones de euros. Estos datos suponen una reducción del 16,7% en cuanto al número total de operaciones con respecto al mismo periodo de 2019, así como un descenso de 57,14 puntos porcentuales en cuanto al importe de las mismas.

⁹ Fuente: Cinco Días. (2019, 30 diciembre). KPMG prevé un 2020 activo en el mercado de M&A en renovables, farmacéuticas e industria. Cinco Días. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/12/30/companias/1577717259_627411.html

¹⁰ Fuente: Mercado Ibérico, Informes por Mercado, Publicaciones - TTR - Transactional Track Record - Transacciones, Empresas, Asesores. (2020, 1 septiembre). TTRRecord. <https://www.ttrrecord.com/es/publicaciones/informe-por-mercado/informe-mensual-peninsula-iberica/Mercado-Iberico-3T-2020/1986/>.

A partir de este trimestre, el mercado de F&A en nuestro país vivió una verdadera recuperación en V. Una vez conocidos los mínimos de marzo y abril, el número de operaciones cerradas en España fue aumentando de forma exponencial. Tanto es así que, únicamente en el mes de septiembre, el sector español pudo observar la firma de hasta 35 operaciones¹¹. Como era de esperar, esta cifra suponía aún así un descenso de hasta el 35% con respecto al mismo mes del año previo, mas supuso, aún así, un incremento del 77% respecto al mes de agosto.

Una vez transcurridos los tres primeros trimestres del curso, la cifra de operaciones ascendía hasta las 1.387, mientras que el capital movilizado era de 66.042 millones de euros¹². Esto suponía un porcentaje inferior en cuanto al número total de transacciones (24% inferior), pero también implicaba un mayor volumen de importe por operación (un aumento del 15%) respecto del mismo periodo de tiempo en 2019.

Según indica Malcolm Lloyd, desde los meses de junio y julio la actividad de M&A experimentó una recuperación más dinámica que la propia economía, lo cual ha sido posible gracias a la consecución de múltiples factores, tales como la alta liquidez de los fondos de *private equity* o la reapertura de los mercados de deuda. Cabe tener en cuenta, en todo caso, que muchas de las operaciones cerradas durante estos meses de junio y julio venían precedidas de procesos que se mantuvieron en *stand by* durante los primeros meses de la pandemia.

Gracias a la primera razón dispuesta en el párrafo anterior, fundamentalmente, la que permitió que subsistiera la idea de que la recuperación de este mercado sería

¹¹ Fuente: 2020 Global M&A Report with financial league tables. (2021, 5 enero). Mergermarket. <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables>.

¹² Fuente: Mercado Ibérico, Informes por Mercado, Publicaciones - TTR - Transactional Track Record - Transacciones, Empresas, Asesores. (2020, 1 septiembre). TTRRecord. <https://www.ttrrecord.com/es/publicaciones/informe-por-mercado/informe-mensual-peninsula-iberica/Mercado-Iberico-3T-2020/1986/>.

mucho más rápida que la de otros. Desde 2008, el *drypowder*¹³ del mercado de capital riesgo se ha visto incrementado en 1,9 veces desde la cantidad de 757.000 millones en dicho año. Está claro, por tanto, que el mercado de F&A se encuentra muy respaldado por las actuaciones a realizar por estos fondos, no sólo durante los últimos meses del pasado año, sino también del futuro a corto y medio plazo.

Así, “*Veremos muchas más operaciones, impulsadas por cuatro factores. Son el impulso de transformación digital, el reenfoque hacia el negocio principal y la revisión de aquellos menos estratégicos, la búsqueda de vías para aumentar la resiliencia y la apuesta por la sostenibilidad. Veremos más operaciones de public to private y compañías que quieren seguir creciendo y necesitan buscar nuevas fuentes de capital*”, expuso Lloyd a septiembre de 2020.

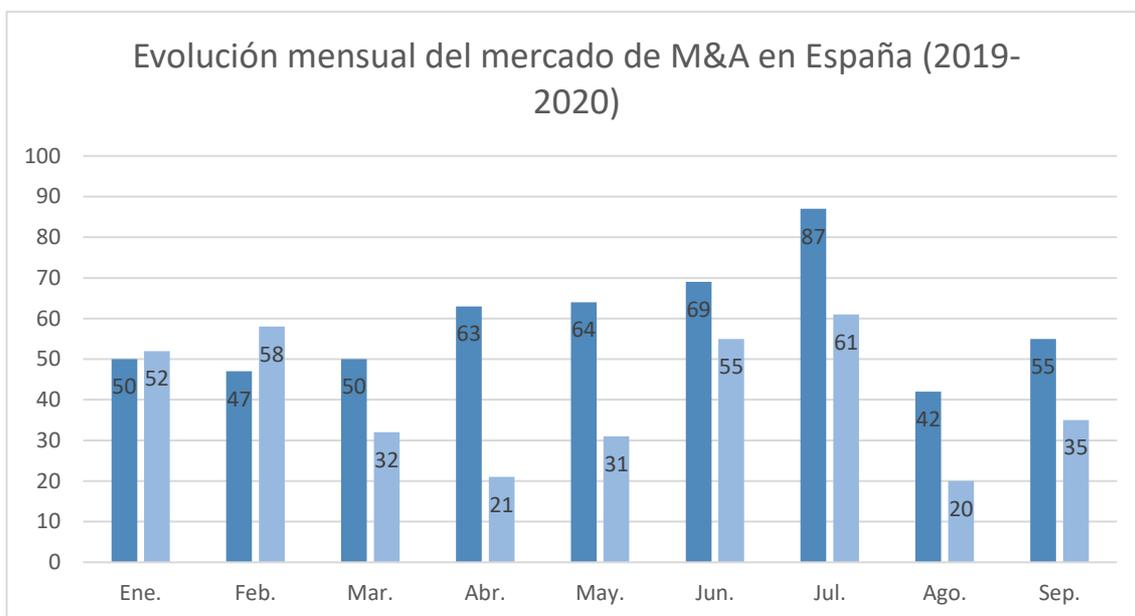
Y es que durante este mes de septiembre se cerraron varias operaciones de gran calado, como puede ser la adquisición de Idealista por parte de EQT a cambio de 1.000 millones de euros o la venta de Miya por parte de Bridgepoint a Antin por una cantidad superior a los 600 millones. Pero, si hay que destacar una operación por encima del resto, esa es la OPA lanzada por KKR, Cinven y Providence sobre MásMóvil por una cantidad de 2.900 millones de euros, la cual supuso la mayor inversión de *private equity* en España hasta la fecha. En este sentido, septiembre se ha postulado como el mes que más operaciones grandes (de más de 5.000 millones) ha visto firmar de la historia en nuestro país.

Por tanto, podría afirmarse que, pese al frenazo durante el primer semestre del año, la actividad transaccional ha experimentado una enorme recuperación durante la segunda mitad del ejercicio económico gracias al cierre de numerosas mega-operaciones, tanto por parte de algunos de los principales fondos de *private equity* internacionales como por compañías españolas mediante estrategias transfronterizas.

¹³ La liquidez con la que cuentan las compañías dentro de un mercado o sector.

Así, según estimaciones de Capital&Corporate¹⁴, el valor agregado de las operaciones de F&A, anunciadas dentro del mercado español, de enero a noviembre de 2020 supera los 90.000 millones de euros.

FIGURA IX: Evolución mensual del mercado de M&A en España



Fuente: Adaptado de Mergermarket (2020)

Dentro de estas operaciones, se podrían destacar algunas de las siguientes:

- La fusión de las filiales británicas de Telefónica (O2) y Liberty (Virgin Media) por una valoración de más de 12.000 millones de euros.
- La adquisición de la totalidad de los emplazamientos de telecomunicaciones de Hutchinson en Europa por parte de Cellnex Telecom por una cifra de 10.000 millones de euros.
- La venta del negocio estadounidense de BBVA a PNC por 9.700 millones de euros.
- La fusión entre dos entidades bancarias nacionales como CaixaBank y Bankia en una operación valorada en casi 4.000 millones de euros.

¹⁴ Compañía líder en información sobre Private Equity y M&A en España.

Junto a estas, es reseñable puntualizar que más de una veintena de operaciones han superado los 1.000 millones de euros. Este tipo de operaciones, en su mayoría compras y adquisiciones protagonizadas por importantes compañías españolas en territorio internacional, han sido posibles gracias a los bajos tipos de interés presentes en el mercado.

De esta forma, se ha abierto la oportunidad de tomar posición en mercados estratégicos sin tener que llegar a incurrir en un elevado endeudamiento, como podría ser el caso de Iberdrola (el cual se expondrá a detalle más adelante) haciéndose paso en países como Estados Unidos, Australia o Japón mediante operaciones de F&A.

En lo que se refiere a los sectores más atractivos para los compradores, “(...) *la actividad en las áreas de energía renovable, tecnología, farma, agroalimentación, movilidad sostenible y biotecnología está disparada*” (Ayala, 2020). A su vez, “*Hay sectores como el farmacéutico y el relacionado con las nuevas tecnologías que están en plena ebullición. También la actividad es máxima en energías renovables. En estos segmentos no hemos visto caída de negocio, al contrario. Sigue habiendo muchas oportunidades*” (Höhn, 2020). Desde Allen & Overy se corrobora lo mencionado, puesto que existe consenso con respecto a los sectores que menos sufrirán el impacto negativo de la pandemia, siendo estos los más activos en los últimos tiempos, tales como el sector energético, el tecnológico o el inmobiliario (Del Val, 2020).

En conclusión, la liquidez existente en el mercado y el elevado flujo de financiación bancaria provocada por unos tipos de interés muy reducidos han promovido la inclinación de los grandes inversores por incorporar dentro de su cartera de inversión a aquellas compañías que han mostrado un buen comportamiento durante los peores momentos de la pandemia. Tal y como se ha mencionado supra, el sector del *private equity* ha sido el claro animador de la actividad de M&A en España y, previsiblemente, mantendrá dicha posición de privilegio durante este año.

En lo que respecta a las previsiones de 2021, se dispone que la recuperación en V experimentada por parte del mercado de M&A desde el primer trimestre del año pasado se mantenga durante el 2021. Algunas de las razones que llevan a sostener tal afirmación son las siguientes (Ikei, 2020):

- La alta liquidez existente en los fondos de inversión nacionales e internacionales. De acuerdo con lo apuntado por ASCRI¹⁵, “se estima que los fondos operados desde España disponen de cerca de 4.000 millones de euros disponibles para invertir en nuestro país”.
- El papel a desempeñar por parte de aquellos actores industriales a los que las complicaciones de la coyuntura actual no les han permitido poner en práctica los planes de desarrollo marcados pre-pandemia.
- La necesidad, por parte de aquellas compañías cuyo modelo de negocio se ha visto perjudicado a lo largo de 2020, de adaptar sus estructuras y estrategias de negocio a las demandas de este nuevo mercado.
- Por último, el vaticinio de una concentración de operaciones en aquellos sectores que se han visto menos afectados por la crisis sanitaria (como los sectores refugio: energías renovables, infraestructuras, biotecnología...), así como en aquellos que se presentaban en el foco de transacciones en el pasado y que se mantienen en el mismo.

¹⁵ Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión en España.

3.3 El caso de Iberdrola

3.3.1. Introducción

Iberdrola, S.A (en adelante, Iberdrola) es una compañía española, con sede en Bilbao (País Vasco), que ostenta la posición de líder a nivel global dentro del sector energético. Más concretamente, Iberdrola se configura como un grupo empresarial dedicado a la producción, distribución y comercialización de energía, dedicándose así al control íntegro de la cadena de valor del negocio energético.

Con respecto a su fundación, el grupo eléctrico actual (en adelante, el Grupo) tiene su origen en la fusión de Hidroeléctrica Española (también conocida como Hidrola, fue fundada en el año 1907) e IBV-Iberduero (compañía que es resultado de la fusión de Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero en el año 1944) en el año 1992. Esta operación se enmarca dentro de un ascendente proceso de concentración de capitales y de mercado que tuvo lugar en la economía española a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa (Rozas, 2008).

Previamente, ya había tenido lugar la creación en 1840 de Hartford City Light Company, empresa de origen estadounidense que más adelante se convertiría en Iberdrola USA, hoy Avangrid. Junto a esto, aparece en 1955 en Escocia South of Scotland Electricity Board, entidad que, cuatro décadas más tarde, pasará a conocerse como Scottish Power (1990), el cual se configura como un modelo para el sector en Reino Unido¹⁶. Una vez ya se encontraban constituidas Scottish Power e Iberdrola, a finales de los años noventa se crea Energy East Corporation (1998). Se destacan estas dos entidades por constituirse como las primeras operaciones importantes en base a la estrategia de diversificación del Grupo fuera de América Latina, efectuándose la compra de Scottish Power en Reino Unido, anunciada en

¹⁶ Fuente: Iberdrola. (s. f.). *Una multinacional con más de 170 años de existencia*. Recuperado el 6 de marzo de 2021, de https://www.iberdrola.com/conocenos/energetica-del-futuro/nuestra-historia#acor_perfil_historia_acor1_2.

2006 y ejecutada en 2007, y la de Energy East en Estados Unidos, anunciada en 2007 y ejecutada al año siguiente.

Las diversas novedades acaecidas dentro del mercado energético español durante la década de los noventa obligó a Iberdrola –como a otras, entre ellas Endesa, S.A– a introducir modificaciones dentro de su estrategia de desarrollo empresarial, lo que condujo a adoptar una dinámica expansión internacional con el fin de convertirse en un operador global. Esta iniciativa de internacionalización por parte de Iberdrola, al igual que en el caso del resto de grandes empresas españolas en ese momento, enfocó sus pretensiones en el mercado latinoamericano. A saber, las actividades de internacionalización y diversificación de la empresa fueron acometidas por vía de cuatro empresas, las cuales funcionaron como cabeceras del Grupo recién formado: Iberdrola Energía (IBERENER), Iberdrola Diversificación, Iberdrola Ingeniería y Consultoría (IBERINCO) e Iberdrola Sistemas (Rozas, 2008).

En línea con lo mencionado, cabe destacar que, durante el periodo 1997-2001, la pieza que resultó clave para acometer la internacionalización fue la recién creada Iberdrola Energía (Iberener), a través de la cual se llevaron a cabo la mayor parte de las actividades internacionales. El plan de actuación radicaba en el aprovechamiento de Iberener a la hora de centralizar y coordinar todos los servicios y actividades necesarias para llevar a cabo el proceso estructurado de desarrollo en Latinoamérica (Azagra, 2003).

Así, a finales de los años noventa, el Grupo había ya invertido cerca de 2.440 millones de dólares en América Latina, llegando a estar presente en siete países de la región: Uruguay, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Guatemala y México (Rozas, 2008).

3.3.2. Operaciones de M&A

Tras una primera fase de internacionalización por las diversas regiones de Latinoamérica desde 1996, el Grupo comienza una nueva etapa de reenfoque y concentración en la actividad tradicional de producción y distribución de energía eléctrica. La entrada del nuevo milenio supone el inicio de una nueva etapa dentro de la entidad, que tendrá como punto de partida el revolucionario cambio en la alta dirección del Grupo, especialmente tras el nombramiento de Ignacio Sánchez Galán como vicepresidente y consejero delegado del mismo (Gasset, 2016).

Así, a lo largo de este apartado se pretenden exponer las múltiples operaciones corporativas que Iberdrola ha efectuado desde la entrada del directivo, operaciones que se han enmarcado en varias fases o periodos de tiempo. En definitiva, el objetivo de este apartado radica en presentar las operaciones que han permitido a Iberdrola evolucionar y pasar de ser una pequeña eléctrica bilbaína a auparse como la segunda empresa más grande en España, únicamente por detrás de Inditex.

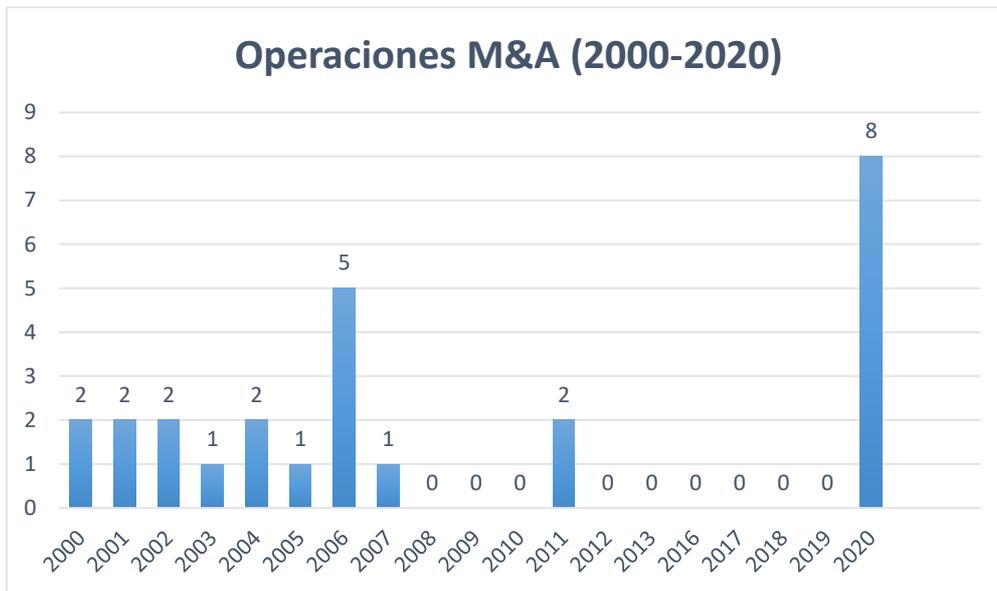
A este respecto, se han seleccionado las operaciones de concentración y reestructuración empresarial más importantes a nivel de impacto e importe desembolsado por la compañía desde la llegada del actual presidente, Ignacio Sánchez Galán, hasta el cierre del pasado año 2020. En cuanto a la metodología empleada en la búsqueda de las operaciones, se ha hecho uso de las comunicaciones oficiales de la entidad a través del portal oficial de consultas a registros oficiales de entidades emisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en particular, la información ha sido extraída de la pestaña “Hechos relevantes de emisores de valores hasta 08/02/2020”) Debido a esto, la información respecto del resto de operaciones relevantes del año 2020 ha sido obtenida de la página web oficial de la entidad, teniendo en cuenta para su elección tanto la relevancia estratégica y el impacto geográfico de la operación (expansión en nuevos mercados), como el importe desembolsado y la influencia que pudiera tener en los planes de expansión del grupo:

FIGURA X: Operaciones M&A e importe de inversión de Iberdrola (2000-2020)

<i>OPERACIÓN</i>	<i>IMPORTE</i>	<i>MEDIO DE PAGO</i>	<i>PAÍS</i>	<i>AÑO</i>
CELPE	1.022M€	Concurso sobre el 79,62% del CS	BRA	2000
PRIDESA	-	Adquisición del 75% del CS	ESP	2000
AESOL	1M€	Adquisición del 50% del CS	ESP	2001
EQUIP RENDA	89M€	Adquisición del 100% del CS	ESP	2001
ENRON ESPAÑA GENERACIÓN	410M€	Compra de la compañía	ESP	2002
GUADALCAÍN ENERGÍA	-	Adquisición del 100% del CS	ESP	2002
TARDIENTA, TORRALBA...	-	Adquisición del 100% del CS	ESP	2003
FUENDETODOS, GOIA PEÑOTE...	256M€	Adquisición del 100% del CS	ESP	2004
ROKAS	85M€	Adquisición del 49,9% del CS	GRE	2004
MVV ETERNEGY POLSKA	-	Compra de la compañía	POL	2005
NATURENER EÓLICA	26M€	Adquisición del 100% del CS	ESP	2006
CEI	30M\$	Adquisición del 100% del CS	USA	2006
PERFECT WIND	52M€	Compra de la compañía	FRA	2006
MREC PARTNERS	30M€	Adquisición del 100% del CS	USA	2006
SCOTTISH POWER	17.100M€	OPA amistosa sobre el 100%	UK	2006
ENERGY EAST	6.091M€	Adquisición del 100% del CS	USA	2007
ELEKTRO	1.800M€	Compra de la compañía	BRA	2011
FUSIÓN IBERDROLA RENOVABLES	-	Fusión por absorción	ESP	2011
UIL HOLDINGS CORP.	-	Fusión por absorción	USA	2015
AILES MARINES	-	Adquisición del 100% del CS	FRA	2020
AALTO POWER	100M€	Compra de la compañía	FRA	2020
INFIGEN ENERGY	550M€	OPA amistosa sobre el 100%	AUS	2020
ACACIA RENEWABLES	-	OPA amistosa sobre el 100%	JAP	2020
PNM RESOURCES	3.665M€	Fusión amistosa	USA	2020
CEB DISTRIBUIÇÃO	399M€	Adquisición del 100% del CS	BRA	2020
SEA WIND	-	Adquisición del 50% del CS	POL	2020
SVEA VIND OFFSHORE AB	-	Opción de adquisición mayoritaria	SUE	2020

Fuente: elaboración propia

FIGURA XI: Número de operaciones por año (2000-2020)



Fuente: elaboración propia

Tal y como se desprende de lo mostrado en ambas figuras gráficas, Iberdrola ha compaginado épocas de enorme inversión en operaciones de M&A (tales como 2004-2006 y el ejercicio de 2020), con periodos de tiempo en los que la compañía prefería destinar sus recursos económicos a la consecución de otros objetivos (creación de nuevas redes eléctricas, desarrollo e implementación de nuevas energías renovables, consolidación del grupo en diferentes puntos del territorio nacional...).

En especial, cabe hacer mención a los ejercicios de 2006-2007 y 2020. En lo que respecta al primero, cabe tener en cuenta que, tras haber sobrepasado las expectativas marcadas a finales del 2001 en virtud del Plan Estratégico 2002-2006, el Grupo decide dar un giro a su estrategia de negocio. En vista de la crisis financiera mundial que se aproximaba, la mayoría de empresas eléctricas españolas efectúan, o tienen planeado efectuar, operaciones corporativas de diferente calado con el fin de incrementar su tamaño e instalarse en diversos mercados en los que el marco regulatorio presente una mayor flexibilidad de actuación (Gasset, 2016).

En línea con esta nueva política, el Grupo decide que es momento de expandirse geográficamente más allá de sus posiciones en territorio nacional y América Latina, dando como resultado dos de las adquisiciones más importantes de la entidad en su corta trayectoria: la entidad británica Scottish Power (2006) y la norteamericana Energy East (2007).

Por un lado, la compra de Scottish Power responde, no solo a esta nueva política de expansión internacional adoptada por la compañía, sino también a las condiciones económicas y energéticas tan atractivas que ofrecía en ese momento tanto el propio país de destino, como el posicionamiento de la compañía target dentro del sector energético. Asimismo, es menester exponer que la adquisición de de Scottish Power supuso un incremento de tamaño tal que catapultó a Iberdrola a la tercera posición (por tamaño) de las eléctricas europeas, únicamente por detrás de la italiana Enel y la francesa EDF.

Por otro lado, una vez cerrada la integración de Scottish Power, Iberdrola anunció, en junio de 2007, el acuerdo alcanzado para la adquisición del 100% de la compañía energética norteamericana Energy East. Gracias al montante final de la operación (6.091 millones de euros, según comunicó la compañía a la CNMV¹⁷), Iberdrola se convertía en ese momento en el mayor inversor español en Estados Unidos, además de suponer la mayor adquisición industrial de una empresa de origen español en el país. En definitiva, el Grupo buscaba dar un golpe de efecto y adentrarse en el mercado norteamericano en lo que respecta a las actividades de distribución de electricidad y gas, además de obtener claras sinergias de mercado y productivas.

Por su parte, el ejercicio de 2020 merece una mención aparte, no sólo por el número tan increíblemente alto de operaciones de este tipo, sino también por la especialidad de la situación presente en ese momento. A modo de contexto, cabe

¹⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores.

reseñar que, pese a los buenos resultados cosechados por el Grupo durante el periodo 2016-2020, el plan de actividad no destacó por llevar a cabo una estrategia de operaciones corporativas muy agresiva, sino más bien por una postura de consolidación de sus posiciones internacionales y de búsqueda del crecimiento sostenible a través de inversiones en regiones ya asentadas.

Por consiguiente, se podría llegar a entender que, tras un periodo de cierta calma en lo que a operaciones de concentración empresarial se refiere, el Grupo optaría por una estrategia más ofensiva en esta nueva etapa. Y vaya que sí fue así.

El año 2020, marcado por el azote de la pandemia global, suponía un ejercicio muy incierto para muchas compañías. No obstante, Iberdrola decidió seguir con lo marcado por su Plan Estratégico 2020-2025 y se marcaba a principios de año una meta de 10.000 millones de euros en inversiones. Así, junto a las ocho grandes operaciones que se presentan en la tabla, el Grupo efectuó otras operaciones más pequeñas, como el caso de la adquisición de una cartera de proyectos eólicos de 400 MW de capacidad en Brasil en el mes de septiembre, o la compra de dos proyectos eólicos terrestres en Escocia, los cuales suman más 165 MW de capacidad y cuyo desarrollo implicó una inversión aproximada de 190 millones de euros (Iberdrola, 2020).

En total, se puede hablar de 10 operaciones corporativas con gran peso en la estrategia y devenir de la compañía en los años venideros que, en su conjunto, supusieron un récord de inversión para la entidad (más de 9.200 millones de euros) y un impulso en lo que respecta al cumplimiento de su plan de inversión 2020-2025.

Pese a que ya se han recogido todas las operaciones en la tabla presentada *supra*, se procede a exponer un análisis breve pero individualizado de cada una de estas transacciones a continuación:

1. CELPE

El consorcio formado por Iberdrola Energía, S.A. (filial de Iberdrola), junto con el Banco do Brasil y el fondo de pensiones Previ, resultó ganador en el concurso de la venta del 79,62% del accionariado social de la distribuidora brasileña CELPE. El precio ofertado (según se comunicó a la CNMV) fue de 1.022 millones de euros.

2. PRIDESA

Iberdrola Redes, S.A (filial al 100% de Iberdrola) formalizó la adquisición del 75% de la compañía distribuidora y depuradora de aguas en España, Pridesa, S.A. La operación incluía también una opción de compra del 25% restante a un año vista, la cual fue ejecutada en el mes de abril del año 2001.

3. AESOL

Iberdrola Redes, S.A formalizó, a fecha de 8 de junio, la adquisición del 50% del accionariado social de una sociedad puntera en energías renovables como era Alternativas Energéticas Solares, S.A., por un importe total de 175 millones de pesetas (al cambio, 1 millón de euros).

4. EQUIP RENDA SL

Iberdrola Diversificación adquirió la sociedad española Equip Renda, S.L., la cual era titular de una participación social del 29,19% en el capital social de Media Park, S.A. De esta forma, la filial de Iberdrola pasa a controlar el 48,32% de esta última, dado que poseía previamente el 19,13% de su accionariado. El importe total de la operación se cifró en 14.927 millones de pesetas (al cambio, 89 millones de euros).

5. ENRON España Generación

Iberdrola Generación adquirió ENRON España Generación por un importe total de 329 millones de dólares USA (al cambio de la época, 410 millones de euros,

aproximadamente). Además, la operación supuso la compra del proyecto, emplazamiento, autorizaciones y permisos de ciclo combinado de 1.200 MW en Cádiz.

6. GUADALCACÍN ENERGÍA

Iberdrola Generación cerró un acuerdo con Abengoa mediante el cual se hizo con el 100% de las acciones de su filial Guadalcaçín Energía S.A.U., sociedad española que desarrollaba un proyecto de central eléctrica de ciclo combinado de 400 MW de potencia instalada en Arcos de la Frontera (Cádiz). La adquisición de este proyecto generó importantes sinergias para Iberdrola, tanto en la fase de construcción como en la de explotación y constituía una operación que se enmarcaba dentro del cumplimiento del Plan Estratégico 2002-2006 de la compañía.

7. TARDIENTA, TORRALBA, MAS-GARULLO, LA MUELA...

En el marco de la compra de 8 parques eólicos propiedad de GAMESA por un importe de 183,8 millones de euros, Iberdrola adquirió en Aragón el 100% de la sociedad Tardienta, que explotaba el parque eólico de Tardienta I (49,5 MW); el 60% de Torralba, que explotaba Tardienta II (44,2 MW); el 51% de Mas-Garullo, que explotaba La Plana II (16,5 MW), y el 50% de La Muela, que explotaba La Plana III (21MW). La Compañía también se hizo en Castilla y León con el 75% de la sociedad Moncayo, que explotaba Tablado (19,8 MW), y con el 100% de Labradas, que explotaba Labradas I (23,8 MW). Asimismo, en Galicia fue adquirido el 100% de Sierra da Panda, que explotaba Sierra da Panda I (18,48 MW), y el 100% de Chandrexa, que explotaba Pena da Cruz I (12,75 MW).

8. SIST. ENERGÉTICOS ENTREDICHO, FUENDETODOS, GOIA PEÑOTE, SIERRA DE MIERA

La adquisición se concretó mediante la compra de las acciones de Gamesa en cuatro sociedades propietarias de cinco instalaciones eólicas. Así, Iberdrola se hizo con el 100% de la sociedad zaragozana Sistemas Energéticos Fuendetodos,

propietaria de los parques eólicos Fuendetodos I (46 MW) y Fuendetodos II (47,6 MW). Además, se adquirió el 100% de la sociedad Sistemas Energéticos Entredicho, dueña del parque del mismo nombre, de 36 MW, y el 100% de la sociedad Sistemas Energéticos Goia Peñote, promotora de un parque de 40 MW. Finalmente, también pasó a manos de Iberdrola la sociedad Serra de Meira, que promovía una instalación de 49,3 MW de potencia. La operación conjunta suponía un valor cercano a los 256 millones de euros.

9. ROKAS

Iberdrola se convirtió en el socio estratégico del mayor productor de energía eólica de Grecia, la empresa Rokas, que suponía una inversión de más de 600 millones de euros en el país hasta 2008. En definitiva, la entrada del Grupo en Grecia se produjo mediante la adquisición del 49,9 % del capital de Rokas, que ostentaba una cuota del 45% de la producción eólica griega, por un importe cercano a los 85 millones de euros.

10. MVV ETERNEGY POLSKA

Iberdrola llegó a un acuerdo con la compañía alemana ETERNEGY para la adquisición de la sociedad polaca MVV ETERNEGY POLSKA, la cual pasó a denominarse IBERDROLA ENERGÍA ODNAWIALNA SP. El importe de la adquisición no fue comunicado por la compañía (el comunicado oficial disponía que no suponía un importe significativo para la sociedad).

11. NATURENER EÓLICA

Iberdrola adquirió a Naturener el 100% de su filial Naturener Eólica, la cual contaba con 280 megavatios (MW) de potencia en avanzado estado de desarrollo en las comunidades autónomas de Castilla-La Mancha, Andalucía y Castilla y León. El importe de la operación ascendía a alrededor de 26 millones de euros.

12. CEI

Iberdrola entró en el mercado eólico de Estados Unidos con la compra del 100% del capital social de Community Energy Inc. (CEI), que contaba con una cartera de proyectos de 2.000MW en varias zonas de la costa este del país. El cierre de la operación supuso un desembolso de 30 millones de dólares.

13. PERFECT WIND

Iberdrola cerró la compra de la compañía francesa Perfect Wind, considerada como una de las empresas con mayor potencial de desarrollo en el sector eólico en Francia. La compra, que supuso un desembolso de 52 millones de euros, se enmarcaba en la estrategia de expansión internacional de Iberdrola durante ese periodo.

14. MREC PARTNERS

Iberdrola adquirió el 100% del capital de las empresas norteamericanas MREC Partners y su participada Midwest Renewable Energy Projects por un importe superior a los 30 millones de euros; operación que permitía a la compañía bilbaína reforzar su expansión dentro del sector eólico en el país estadounidense.

15. SCOTTISH POWER

Scottish Power resaltaba por ser la empresa líder en Reino Unido, así como la segunda empresa más grande en Estados Unidos por su generación de energía eólica. Junto a esto, la entidad ostentaba gran cantidad de activos enfocados en las áreas de mayor crecimiento a futuro, como son los sectores de renovables e infraestructura. La operación se cerró en noviembre de 2006 a través de la presentación de una OPA amistosa, dado el previo acuerdo entre ambos Consejos de Administración, por la que el Grupo terminó por adquirir Scottish Power por un importe total de 11.600 millones de libras (al cambio, 17.100 millones de euros). Cabe reseñar que más de

la mitad del pago fue efectuado en efectivo (52,3%), mientras que el porcentaje restante fue asumido por acciones propias (Vegas Arranz, 2014).

16. ENERGY EAST

Iberdrola anunció, en junio de 2007, el acuerdo alcanzado para la adquisición del 100% de la compañía energética norteamericana Energy East. El acuerdo de compra suponía un desembolso total de 6.400 millones de euros. De este importe total, la entidad bilbaína pagaría 3.400 millones de euros en efectivo y asumiría la deuda de la entidad estadounidense, que ascendía a los 3.000 millones para ese momento. Cabe resaltar que Energy East será el germen de la futura Iberdrola US y que, la compañía presidida por Sánchez Galán cerró la operación de compra por un importe total inferior al previamente anunciado, puesto que, según se informó a la CNMV, el desembolso total fue de 6.091 millones de euros (3.222 millones de euros en efectivo y 2.869 millones de euros en concepto de deuda asumida).

17. ELEKTRO

Tras un periodo poco “movido” en el campo de las transacciones corporativas en todo el sector tras la recesión económica global, Iberdrola cerró una de las operaciones más relevantes bajo la adquisición en 2011 de Elektro, la cual se consideraba una de las principales eléctricas de Brasil. Así, la compañía bilbaína adquiriría, previo pago de 1.800 millones de euros en efectivo, a la por entonces filial brasileña de Ashmore Energy International (AEI). Gracias a esta operación, el Grupo reiteraba su apuesta por el país suramericano, dado que se convertía así en una de las mayores eléctricas del país, llegando a gestionar 10,9 millones de puntos de suministro eléctrico.

18. FUSIÓN IBERDROLA RENOVABLES

En el año 2011 tuvo lugar la aprobación, y posterior ejecución, del proyecto de fusión entre Iberdrola e Iberdrola Renovables. En virtud de dicho acuerdo, se producía la fusión por absorción de la segunda por parte de la primera en una

operación que fijaba una ecuación de canje de 0,5045 acciones de la matriz (Iberdrola) por cada acción que se poseyera de la filial (Iberdrola Renovables). Gracias a esta transacción, Iberdrola se aseguraba el poder actuar de forma directa en uno de los sectores integrantes de su objeto social, los accionistas de Iberdrola Renovables podían beneficiarse de las ventajas económicas procedentes de la política de pay-out de la matriz (alrededor del 50%, superior a la de su filial), se abría la posibilidad de llevar a buen puerto operaciones y proyectos que la filial, por su tamaño, no podía o tenía más difícil llevar a cabo por limitaciones financieras o de capital humano y se preveía obtener sinergias operativas que implicaría una reducción en los costes totales de, aproximadamente, 20 millones de euros anuales desde el año venidero (Iberdrola, 2011).

19. UIL HOLDINGS CORP.

En febrero de 2015, los Consejos de Administración de Iberdrola, de Iberdrola USA y de UIL Holdings Corp. aprobaron los términos para integrar UIL en el grupo Iberdrola a través de la absorción de UIL por una sociedad íntegramente participada por Iberdrola USA (actual Avangrid). Esta operación se enmarcaba en los objetivos establecidos en las Perspectivas 2014-2016. Entre dichos objetivos se incluía el incremento de la presencia en Estados Unidos, la exposición a países con un perfil de riesgo de “AAA”, la diversificación geográfica o un mayor enfoque en negocios regulados y en mercados con marcos regulatorios predecibles y estables.

20. AILES MARINES

En primer lugar, Iberdrola anunció, con anterioridad a la llegada de la pandemia en nuestro país, la adquisición del 30% restante del capital social de la compañía francesa Ailes Marines. Iberdrola, que ya se encontraba en posesión del 70% de la compañía, reforzó su decisión de apostar por el mercado francés y así adentrarse aún más en el sector eólico marino. De acuerdo con la noticia de prensa emitida por el Grupo, este sector *“será un pilar fundamental de la estrategia de la compañía, que prevé destinar al negocio renovable un 39% de los 34.000 millones de euros de*

inversión contemplados para el periodo 2018-2022: 13.260 millones de euros” (Iberdrola, 2020).

21. AALTO POWER

En segundo lugar, Iberdrola anunció en el mes de mayo la adquisición de la compañía francesa de renovables Aalto Power por un importe de 100 millones de euros. Como consecuencia de ambas operaciones, el Grupo aspiraba a alcanzar el millón de clientes en el país galo para el año 2023. De esta manera, la compañía no se veía alterada por el arribo de la pandemia, puesto que esta transacción se configuraba como una de las primeras operaciones corporativas en el mercado europeo tras la crisis sanitaria (Iberdrola, 2020).

22. INFIGEN ENERGY

Una vez ya había transcurrido la primera mitad del año, Iberdrola comunicó a la CNMV el lanzamiento de una OPA amistosa sobre la totalidad del accionariado de la compañía australiana de renovables Infigen Energy. Gracias a esta operación, la compañía reforzaba su posición en el mercado australiano, en el cual ya había aterrizado anteriormente en virtud del proyecto de construcción del parque eólico solar Port Augusta. El Grupo estima que el total de la inversión a soportar ronde los 550 millones de euros, un precio al que llegará Iberdrola tras cerrar la adquisición efectiva del 52% del accionariado en el mes de agosto. Como cabría esperar, esta transacción se enmarca en el plan de crecimiento sostenible que la compañía tiene tan en mente a la hora de operar, puesto que el país australiano resulta una región perfecta, por su atractivo potencial de crecimiento, como puente para seguir afianzando al Grupo como líder global en energías renovables.

23. ACACIA RENEWABLES

Ya en el mes de septiembre, Iberdrola desembarcó en el mercado japonés a través de la adquisición total de la promotora local Acacia Renewables. Esta operación se suma a otras transacciones efectuadas en los últimos tiempos por la

compañía en lo que al sector de la energía eólica marina se refiere, además de alinearse con la estrategia clara del grupo durante este periodo: “*avanzar en la diversificación geográfica –Japón se suma a nuevos países como Australia, Suecia y Francia– y posicionarse en mercados con un fuerte potencial desde su etapa inicial*” (Iberdrola, 2020). Por ende, el mercado nipón cumplía con lo buscado por la entidad en sus inversiones corporativas: fuerte potencial de crecimiento y un entorno favorable para la inversión.

24. PNM RESOURCES

El 21 de octubre de 2020 Iberdrola anunciaba a través de su portal de comunicación el cierre de la adquisición de PNM Resources –compañía eléctrica estadounidense– por medio de su filial en el país, Avangrid . La integración, cuyo importe total asciende a casi 3.665 millones de euros, se tradujo en la creación de una de las mayores eléctricas de todo el país con presencia en más de 20 estados. Esta operación se encaja dentro de la estrategia del Grupo en lo que respecta a la búsqueda de crecimiento en negocios regulados y de renovables, al incremento de su exposición en regiones con excelente calificación crediticia (AAA) y a la conservación de la solidez financiera necesaria para continuar con este proceso de inversiones corporativas (Iberdrola, 2020).

25. CEB DISTRIBUIÇÃO

Neoenergía –filial de Iberdrola en Brasil– resultó ganadora en la subasta celebrada para la adquisición de la distribuidora energética local CEB Distribuição, como resultado presentar una oferta cuyo importe ascendía a 399 millones de euros.

26. SEA WIND

El Grupo desembarcó en tierras polacas bajo la adquisición del 50% de Sea Wind para desarrollar conjuntamente una cartera eólica marina. Esta operación se enmarca dentro de la estrategia de diversificación geográfica en mercados con entornos favorables para la inversión (véase el rating crediticio A de Polonia) y de

expansión con vistas a largo plazo en negocios regulados y basados en energías renovables.

27. SVEA VIND OFFSHORE AB (SVO)

Acuerdo cerrado con la compañía sueca Svea Vind Offshore AB (SVO) en el mes de junio de una opción de adquisición mayoritaria de 9 gigavatios (GW) de capacidad para el desarrollo futuro de la mayor cartera de proyectos de energía eólica marina en Suecia.

3.3.3. Evolución del Grupo (2000-2020)

En concordancia con lo mencionado en el apartado anterior, la llegada de Ignacio Sánchez Galán al equipo directivo de la entidad bilbaína supuso una verdadera revolución en lo que a la estrategia de desarrollo y actuación del Grupo se refiere. Es por esta razón que, dentro de este apartado, se pretende exponer la evolución que ha experimentado el Grupo, especialmente a nivel de resultados y de creación de valor para el accionista, en los últimos 20 años.

En base a los datos presentados en diversos informes de resultados a fecha de 31 de diciembre de los años 2000 y 2020, se ha elaborado la siguiente tabla comparativa en lo que respecta a las principales magnitudes de su balance de situación y cuenta de resultados¹⁸:

¹⁸ Informe de resultados extraído de la comunicación oficial a la CNMV.

FIGURA XII: Evolución de las principales magnitudes de Iberdrola (2000-2020)

	AÑO 2020 (M€)	AÑO 2000 (M€)	VAR %
MARGEN BRUTO	16.145	2.943	448%
EBITDA	10.010	1.908	425%
EBIT	5.536	1.225	352%
B° ORDINARIO	5.053	1.093	362%
B° NETO	3.970	852	366%
CASH-FLOW	3.427	1.574	118%
TOTAL ACTIVO	122.518	20.217	506%
N° EMPLEADOS	35.637	12.818	178%
N° ACCIONES	6.350.061.000	901.549.181	604%

Fuente: elaboración propia, datos de Iberdrola

Tal y como se puede observar en la tabla, el Margen Bruto (cifra calculada en base a la cifra total de negocios del Grupo menos los aprovisionamientos) cifraba en el año 2000 un resultado de 2.943 millones de euros (a partir de ahora, M€), lo que suponía un incremento positivo del 0,5% respecto del ejercicio del año anterior. De acuerdo con lo comunicado por la entidad, la evolución positiva fue consecuencia de la concurrencia de varios factores, a destacar: la fortaleza del negocio de generación en términos operativos, lo que incluía mayores ingresos por ventas de energía al mercado de ofertas, o el dinamismo presente en la demanda de energía para el cliente final.

Ya en el año 2020, el Grupo presentaba un Margen Bruto de 16.145M€, lo que implicaba una variación porcentual de más del 440% respecto al año 2000. No obstante, cabe destacar el hecho de que, respecto del año 2019, esta misma magnitud presenta una variación negativa del 0,73%.

En segundo lugar, el Beneficio Bruto de la Explotación (EBITDA) presentaba a diciembre de 2000 un saldo de 1.908M€, esto es, una variación negativa de 0,1 puntos porcentuales respecto de lo que había obtenido la entidad en el mismo periodo del año 1999. Esta tasa de variación negativa se debió, fundamentalmente, a los efectos derivados de la aplicación del RDL 2/2001 y de la Orden Ministerial de 21 de noviembre. De hecho, la entidad comunicó expresamente que *“De no haberse producido este cambio normativo, no homogéneo con los criterios del ejercicio 1999 y primeros nueve meses del presente ejercicio, el EBITDA se hubiera incrementado en un 9,7%”* (Iberdrola, 2001).

Al cierre de 2020, el EBITDA ascendía hasta los 10.010M€, esto es, un incremento del 425% respecto a la cifra del año 2000, lo que habla a las claras del crecimiento experimentado por el Grupo en los últimos 20 años. Eso sí, al igual que en el caso del Margen Bruto, esta magnitud también presenta una variación negativa respecto del ejercicio de 2019, más concretamente del 0,93%. En ambos casos, se entiende que la paralización de la economía global como consecuencia de la pandemia sanitaria emerge como la principal causa de esta fluctuación negativa.

Continuando con el análisis, el Beneficio Neto del Grupo ascendía, a fecha de diciembre del año 2000, a 141.820 millones de pesetas (al cambio, 852.355 euros), cifra que representaba un incremento respecto al mismo periodo del año anterior del 16,7%. En este sentido, este importe suponía el máximo histórico alcanzado en esta rúbrica hasta la fecha. Ya en el año 2020, la entidad presentaba una cifra de Beneficio Neto de casi 4.000M€, lo que suponía una variación positiva del 366% y, lo más importante, una diferencia positiva del 2,32% respecto del año 2019.

En cuanto al Cash-Flow¹⁹ generado por la compañía durante el año 2000, esta magnitud alcanzaba una cifra de 1.573M€. Según lo expuesto por la entidad en su informe de resultados, esta cifra fue aplicada para la financiación de las partidas de inversiones materiales (473.892 euros) y financieras (1.232.231 euros), el pago del dividendo con cargo al año anterior y a demás partidas relacionadas con la variación circulante. En lo que respecta a los recursos líquidos generados por la compañía en el año 2020, estos ascienden hasta los 3.427M€. En este sentido, la variación porcentual de un año a otro es de 118% y, respecto al Cash-Flow de 2019, de un 62,18%.

La cifra total de activos que presentaba la empresa a finales del año 2000 era de 20.217M€, lo que suponía un incremento del 11% respecto a lo presentado por el Grupo a finales del año anterior. En el año 2020, esta misma magnitud alcanzaba los 122.518M€, esto es, un incremento positivo del 506%. Pese a que es cierto que el rango comparativo es tremendamente amplio (20 años), este último dato refleja perfectamente el gigantesco crecimiento experimentado por el Grupo durante este periodo.

Asimismo, he decidido incluir el número total de personas empleadas por el Grupo en este análisis dado que considero que es un indicador más del crecimiento de una compañía. Así, la cifra total de empleados en el año 2000 alcanzaba los 12.818, esto es, un 1,3% más que el año 1999, mientras que a cierre del año pasado ascendía a los 35.637 (un 3,88% más que en el año 2019).

Por último, el Capital Social de la empresa a fecha de 31 de diciembre de 2000 se encontraba compuesto por 901.549.181 acciones al portador, con un valor

¹⁹ Flujo de Caja o Flujo de Liquidez de una entidad: magnitud que nos permite conocer los recursos líquidos generados por la compañía durante un periodo determinado, en este caso, durante un ejercicio entero.

nominal de 3 euros por acción; mientras que a cierre de 2020 se encontraba conformada por 6.350.061.000 de acciones, con un valor nominal de 0,75 euros.

En relación con esto último, la evolución de toda compañía cotizada no sólo se debe medir por sus principales magnitudes económicas, sino también por su crecimiento bursátil. Para poder ilustrar la creación de valor para el accionista a lo largo del tiempo, se pretende analizar la evolución de la cotización de la entidad en comparación con el índice de referencia en nuestro país, el Ibex 35, desde el 31 de enero del año 2000. Dado que las cotizaciones de ambos índices son tan dispares, se ha decidido convertirlas a base 100 para poder realizar una comparación aproximada:

FIGURA XIII: Comparación Cotización Bursátil Iberdrola-Ibex 35



Fuente: elaboración propia, datos de Iberdrola

A primera vista, se puede observar que existe una cierta correlación entre ambas cotizaciones, dado que ambas presentan un periodo de crecimiento a partir del año 2002, llegando a su clímax en el año 2007, aproximadamente. No obstante, se advierte un descenso en ambas cotizaciones como consecuencia de la crisis mundial de 2008, la cual afectó no sólo a la entidad, sino también a la economía española en

su conjunto (como es lógico, el descenso respecto del total del Ibex 35 resulta menos pronunciado en volumen que en el caso de Iberdrola). Por último, se aprecia una fluctuación sostenida y sin grandes altibajos en cuanto a la cotización del Ibex desde la salida de la crisis, mientras que se aprecia claramente el crecimiento ininterrumpido en la cotización de Iberdrola desde mediados del año 2012.

De acuerdo con los datos obtenidos de la página oficial de la entidad, el valor de cotización de Iberdrola a fecha de 31 de enero de 2000 era de 2,96 €/acción, valor que supone de los más bajos registrados en toda la muestra. En tanto que a finales de enero de 2020 el valor ascendía hasta los 9,87 €/acción, esto supone que, en 20 años de diferencia, el precio de la acción de la compañía se ha visto incrementado en más de un 230%.

Se entiende que la alta volatilidad del precio de la acción puede deberse al cumplimiento de los objetivos de su estrategia de expansión internacional, que no sólo quedó marcada en el número de operaciones de M&A efectuadas (tal y como se mencionó *supra*), sino también en su cotización bursátil. Así, desde la implementación del Plan Estratégico 2002-2006 en el mismo año se puede observar un crecimiento lento pero constante en cuanto al precio de la acción, llegando a registrar el máximo histórico de la muestra (11,90 €/acción) a mediados de 2007. Con suma probabilidad, este valor tan elevado se deba a las expectativas generadas en el mercado como consecuencia de la exitosa integración de Scottish Power en Reino Unido y la adquisición de Energy East en Estados Unidos durante los años 2006 y 2007, respectivamente.

Una vez la cotización se estabilizó, se puede observar como la crisis económica mundial de 2008 no resultó ajena para la entidad, provocando un descenso respecto de su cotización durante múltiples años por debajo de los 6 €/acción. La adquisición de Elektro en el año 2011 no fue más que un espejismo durante este periodo, puesto que será a mediados del año 2012 cuando se registre el valor de cotización más bajo de todo el periodo de análisis (2,65 €/acción en el mes de julio).

Una vez tocado fondo, será a partir de ese momento cuando la acción se empiece a recuperar y no será hasta mediados del año 2014 cuando se encauce de nuevo la situación. Por último, cabe destacar la pronunciada subida desde mediados del año 2018 como consecuencia de las previsiones de inversión y crecimiento que la empresa había tomado en consideración para el periodo 2018-2020, perspectivas que quedaron claramente reflejadas en las múltiples operaciones corporativas efectuadas a lo largo de todo el año pasado.

3.3.4. Perspectiva Actual y Futura (2020-2030)

Con más de 170 años de trayectoria, Iberdrola se configura en la actualidad como un líder energético global, el primer productor eólico y una de las mayores compañías eléctricas por capitalización bursátil del mundo. El grupo suministra energía a cerca de 100 millones de personas de decenas de países, cuenta con más de 600.000 accionistas, tiene una plantilla superior a los 37.000 empleados y dispone de unos activos superiores a 123.000 millones de euros (Iberdrola, 2021).

La posición alcanzada por el Grupo en la actualidad se debe a un profundo proceso de transformación iniciado hace más de 20 años. Iberdrola supo anticiparse a las tendencias que reclamaba el sector y puso en marcha las soluciones y medidas necesarias para combatir el cambio climático avanzar hacia un futuro sostenible en el que sus tres pilares clave continúen siendo los empleados, la sociedad y los accionistas.

El grupo Iberdrola hoy está presente en los siguientes países y áreas geográficas, donde ocupa una posición de liderazgo y se configura como un referente mundial por su modelo energético sostenible:

FIGURA XIV: Iberdrola en el mundo (2021)



Fuente: Iberdrola (2021)

La compañía presenta 6 principales focos de actuación en el mundo. Como se puede observar, Avangrid opera en Estados Unidos como distribuidor de electricidad y gas en diversos estados, tales como Nueva York, Maine, Connecticut o Massachusetts, a través de 8 compañías reguladas. En México, el Grupo (a través de Iberdrola México) aparece como el primer productor privado de electricidad del país, mientras que en Brasil Neoenergía (otra de las “patas” de actuación del Grupo) se configura como uno de los principales líderes energéticos.

En el viejo continente, Iberdrola España opera como la primera compañía energética y de producción eólica de nuestro país, mientras que Scottish Power es la entidad encargada de la producción energética 100% renovable en el Reino Unido. Asimismo, el Grupo ostenta presencia en otras regiones, como sería el caso de Portugal, Francia, Italia, Alemania, Grecia, Hungría, Chipre, Australia, Japón...

Sobre la base de un modelo de éxito que le ha llevado hasta esta posición de primacía en el sector, Iberdrola presentó en noviembre de 2020 sus nuevas líneas de desarrollo para los próximos 5 años en su Plan Estratégico 2020-2025.

De acuerdo con lo comunicado por la entidad, este nuevo plan estratégico da continuidad a un modelo de negocio que proviene de tiempo atrás (en línea, especialmente, con el Plan Estratégico 2018-2022), el cual se encuentra basado en tres puntos fundamentales: la descarbonización de la electricidad, la integración del sistema gracias a las redes y la electrificación de la demanda. Es decir, se buscan más redes, más energías renovables, más almacenamiento y más soluciones energéticas para sus clientes.

Para conseguir dichos objetivos, el Grupo plantea acometer inversiones por valor de 75.000 millones de euros entre 2020 y 2025 como contribución decisiva a la recuperación económica marcada por la situación actual de pandemia global. Tal y como se relata, este plan estratégico supone el mayor programa de inversión de la historia por parte de una empresa española. Además, tal y como se desprende del Boletín de Accionistas de Diciembre de 2020: *“De este importe total de inversiones el 90% (68.000 M Eur) serán orgánicas y estarán dirigidas principalmente a los negocios de renovables (34.680 M Eur) y redes (27.200 M Eur). Las inversiones estarán focalizadas en países con políticas climáticas ambiciosas y más del 83% en países con calificación crediticia A”*.

Así, cabe destacar que, como consecuencia de este ambicioso plan de inversiones, Iberdrola pretende alcanzar una tasa de crecimiento anual del 6-7%, incluyendo la obtención de un EBITDA aproximado de 15.000 millones de euros en 2025, esto es, 5.000 millones más de los obtenidos a cierre de 2019. Asimismo, la compañía prevé alcanzar un Beneficio Neto aproximado de 5.000 millones de euros para el año 2025, lo que supondría aumentar en 1.500 millones de euros lo obtenido en 2019.

Por último, ante las perspectivas de resultados para este ejercicio del 2021 (entre las que se incluyen, un Beneficio Neto esperado de entre 3.700 y 3.800 millones de euros), el Grupo informó sobre la ampliación del plan inversor de 75.000 millones de euros a 2025, llevándolo hasta los 150.000 millones de euros de inversión hasta 2030.

Ignacio Sánchez Galán, presidente del Grupo, en la presentación del plan de la compañía para 2030, expresó lo siguiente: *“Hemos puesto nuestro Balance al servicio de la recuperación, con inversiones récord de más de 9.200 millones y adjudicaciones a más de 22.000 empresas por valor de 14.000 millones, las mayores de nuestra historia, para sostener 400.000 empleos en nuestros mercados. En esta década, prevemos realizar inversiones por 150.000 millones de euros para triplicar nuestra capacidad renovable y duplicar nuestros activos de redes”* (Iberdrola, 2021).

En tanto que uno de los tres pilares fundamentales de su ecosistema descansa en sus accionistas, la compañía dejó claro que, en línea con los resultados evolucionará la retribución al accionista, puesto que *“la compañía prevé un dividendo de 0,56 euros/acción para 2025 y de alrededor de 0,75 euros por título en 2030”* (Iberdrola, 2021). Así, esta política de dividendo representa un incremento de la remuneración al accionista del 40 % en el período 2019-2025 y de aproximadamente el 90 % entre 2019-2030.

4. Conclusiones

En la primera parte de este trabajo de fin de grado se ha expuesto un marco teórico orientado al concepto de las operaciones corporativas, de los motivos o razones de carácter económico que pueden estar detrás de este tipo de operaciones y del precepto que subyace bajo toda operación de fusión o adquisición: el principio de creación de valor.

Junto a la delimitación puramente conceptual de las operaciones de fusión o adquisición, se incluye una evolución de las diversas olas de desarrollo histórico por las que han transcurrido este tipo de operaciones desde principios del siglo XX hasta la actualidad. Tal y como se ha apuntado a lo largo del trabajo, este tipo de operaciones no suelen responder a un único motivo de lógica económica, sino que, como se desarrolla a lo largo del segundo apartado del marco conceptual, existen múltiples motivos o razones que justifican la realización de este tipo de operaciones (tales como las sinergias operativas, las ventajas fiscales, la diversificación del riesgo o el crecimiento externo, entre otras.)

Para finalizar con el apartado teórico, se expone la importancia del principio de creación de valor como criterio rector de toda operación de fusión o adquisición de empresas. De hecho, de acuerdo con los resultados de un estudio realizado en el año 2000 (Mascareñas e Izquierdo) respecto de los motivos más rentables para realizar una fusión o adquisición en España, la creación de valor aparece como el principal motivo a tener en cuenta. Así, tras hacer uso de la opinión de múltiples autores (Koller *et al*), se concluye que este principio de creación de valor descansa sobre la convicción de que todo aquello que no vaya dirigido a incrementar los flujos de caja de la compañía no irá dirigido a crear valor, razón por la cual el método más utilizado a la hora de valorar una empresa target (para una potencial operación de fusión o adquisición de la misma) se corresponde con el método de descuento de flujos de caja o *Discounted Cash Flow*.

Una vez finalizado el marco conceptual necesario para disponer de una idea general de este tipo de operaciones, el estudio de caso del trabajo se estructura en tres apartados. Los dos primeros resultan de introducción de los sectores afectos (eléctrico y de M&A en España) a la entidad de referencia, Iberdrola, mientras que el último apartado se configura como un análisis de la entidad en lo que respecta a su estrategia corporativa y evolución geográfica y económica en los últimos 20 años.

En lo que respecta a la evolución del sector eléctrico en España durante los últimos 20 años, se concluye que el proceso de liberalización iniciado en el año 1997 tras la promulgación de la Ley 54/1997 (LSE) y el objetivo de conformar un mercado único de la energía en Europa (siendo el primer paso para ello la creación del Mercado Ibérico de Electricidad en el año 2006) se configuran como los dos principales acontecimientos a lo largo de esta etapa. En lo que respecta a Iberdrola, la publicación por parte de la Comisión Europea del “Paquete de Energía Limpia para todos los europeos” en el año 2016 ha influenciado enormemente el desarrollo estratégico de la entidad, que no sólo se encuentra a la vanguardia de las energías renovables en Europa, sino que busca auparse como el principal referente internacional en la lucha contra el cambio climático y la sostenibilidad.

Por otro lado, tras una breve revisión de la evolución del sector de M&A en España en los últimos dos años, se llega a la conclusión de que, pese a que el año 2019 no resultó especialmente fructífero en términos de volumen de inversión y si bien la crisis sanitaria ha supuesto una evidente paralización general de la economía durante el año 2020, es el sector de las operaciones corporativas uno de los que ha experimentado una recuperación más dinámica que la propia economía. La consecución de múltiples factores, tales como la alta liquidez de los fondos de *private equity* o la reapertura de los mercados de deuda, son los que permitieron una recuperación más rápida de este sector en comparación con otros.

Junto a estas razones, se concluye que la liquidez existente en el mercado y el elevado flujo de financiación bancaria provocada por unos tipos de interés muy

reducidos en el mercado han abierto la puerta a oportunidades de posicionamiento estratégico sin tener que llegar a incurrir en un elevado endeudamiento, como podría ser el caso de Iberdrola, empresa que en este 2020 se ha hecho hueco en países como Estados Unidos, Australia o Japón mediante operaciones de F&A.

Para finalizar, el apartado esencial del ensayo versa sobre el estudio del caso de Iberdrola, esto es, cómo Iberdrola ha conseguido auparse como una de las principales compañías a nivel global a partir de una estrategia corporativa muy agresiva desde la llegada de Ignacio Sánchez Galán a la dirección de la misma.

En primer lugar, la expansión internacional es una de las principales claves del crecimiento de Iberdrola en los últimos veinte años. La compañía ha pasado de ser un grupo eléctrico de carácter local a un líder energético global. Desde su primer proceso de internacionalización en el continente suramericano a principios de siglo, especialmente en Brasil y México con la adquisición de diversas distribuidoras locales de energía, como podría ser el caso de Celpe en Brasil, la compañía ha llegado a ostentar presencia en países tan importantes como Reino Unido, Estados Unidos, Australia o Japón.

En esta línea, la internacionalización del grupo se apoya en grandes acontecimientos, como las integraciones con Scottish Power en Reino Unido, Elektro en Brasil y la constitución de Avangrid en EE.UU., uno de los mayores grupos energéticos del país. Asimismo, en México Iberdrola se alza como el primer inversor privado, mientras que en Brasil la principal filial del grupo en el país – Neoenergía– da servicio a más de 15 millones de clientes tras la adquisición de CEB-D.

Como consecuencia de esta estrategia de expansión internacional vía operaciones corporativas, las principales magnitudes financieras (margen bruto, EBITDA, beneficio neto o el total de activos, entre otros) presentadas por la

compañía a cierre del año 2020 presentaban variaciones positivas superiores a los 300 y 400% en relación con los mismos datos a cierre del año 2000. En cuanto a su crecimiento bursátil, el proceso de internacionalización también supuso un punto de inflexión, dado que los valores de cotización más bajos de los últimos 20 años datan de principios del año 2000. Como último ejemplo claro del efecto de el precio de la acción de la compañía se vio incrementado en más de un 230% en estos 20 años de diferencia (tomando en consideración la cotización a finales de enero del año 2020 en comparación con el mismo valor para la misma fecha en el año 2000).

En la actualidad, el Grupo Iberdrola trabaja para consolidar la presencia internacional lograda en los últimos años y, como se ha remarcado en el último apartado de perspectivas futuras, se encuentra centrada en sentar las bases del crecimiento futuro, especialmente basándose en el desarrollo de proyectos de redes y energías renovables en los países en los que ya presenta una presencia consolidada. Tras haberse percatado con tino de de lo que el mercado precisaba en su momento (expansión internacional basada en la búsqueda de la sostenibilidad y el crecimiento de las energías renovables), el objetivo actual de la compañía radica en seguir aprovechando al máximo el potencial del grupo, lo que incidirá en beneficio para sus accionistas, clientes, empleados, proveedores y para la sociedad en su conjunto (Gasset, 2016).

En conclusión, el proceso de expansión internacional aducido por la compañía desde principios de siglo, estrategia corporativa mediante, no se conforma como un fin en sí mismo, sino como un medio para conseguir una empresa más fuerte, más competitiva, más grande y especialmente más sostenible. En una etapa de la historia económica y social en la que no existe forma alternativa de alcanzar los objetivos marcados, Iberdrola encara el futuro en base a un proyecto ilusionante que busca compaginar la rentabilidad y la mayor generación de valor posible para sus accionistas con una estrategia de crecimiento sostenible apoyada en su contrastada capacidad de gestión y su potencial financiero y tecnológico.

5. Bibliografía

- AZAGRA, P. (2003). Iberdrola, la internacionalización de la economía. Internacionalización de la economía y la empresa española: El caso latinoamericano.
- BERGER, P. y Ofek, E. (1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics* 37, p. 39-65.
- BREALEY, R. A.; Myers, S.C; Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- BOSCH, M.T., Fernández, P. (2008). Las acciones de Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa: el efecto de la liberalización del sector eléctrico. Universidad Autónoma de Barcelona.
- COPELAND, T. E., Koller, T., y Murrin, J. (1994). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Mckinsey & Company.
- COSTA-CAMPI, M.T. (2016). Evolución del sector eléctrico español (1975-2015). Universidad de Barcelona.
- DEPAMPHILIS, D. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions* (9th ed.). Academic Press.
- DÍAZ, B.; Sanfilippo, S. (2005). Determinantes de la prima pagada en las fusiones y adquisiciones de entidades de crédito europeas. Universidad de Cantabria.
- EVANS, F. C., y Bishop, D. M. (2002). *Valuation for M&A: building value in private companies* (10th ed.). John Wiley & Sons.
- FERNÁNDEZ, P., Carabías, J.M. (2006). Creación de valor para los accionistas de Iberdrola. IESE: Universidad de Navarra.
- GASSET Loring, J. (2016). La internacionalización del Grupo Iberdrola. *Revista Economistas* núm. 148 "La exportación española". Colegio de Economistas de Madrid, p. 182-192.
- GRAHAM, J.R., Lemmon, M.L., Wolf, J.G. (2003): Does corporate diversification destroy value? *Journal of Finance* 57, p. 695-720.

HARTMANN, P., Apaolaza Ibáñez, V., y Forcada Sainz, F.J. (2002). El efecto del posicionamiento en la lealtad del cliente: Un análisis empírico para el caso de Iberdrola. Universidad del País Vasco.

KOLLER, T., Goedhart, M., y Wessels, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies (4th ed.). Mckinsey & Company.

MASCAREÑAS, J. (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (Quinta ed.). ECOBOOK S.L.

MASCAREÑAS, J. e Izquierdo, G. (2000): ¿Por qué se compran y se venden las empresas en España? Instituto de Estudios Económicos. Madrid.

MCCANN, J. E., & Gilkey, R. (1988). Joining Forces: Creating and Managing Successful Mergers and Acquisitions (First Edition). Prentice Hall Trade.

RODRÍGUEZ, C. (2002). Evolución histórica reciente y situación actual del sector eléctrico español. Cuadernos de Economía, vol. 25.

ROZAS Balbontín, P. (2008). Internacionalización y estrategias empresariales en la industria eléctrica de América Latina: los casos de IBERDROLA y Unión Fenosa. CEPAL – Serie Recursos Naturales e Infraestructura, p. 27-57.

SÁNCHEZ Lorda, P. (2013). Las fusiones y adquisiciones empresariales vistas por los mercados de capitales: un panorama sobre la creación de valor para los accionistas. ICADE, Revista De La Facultad De Derecho, (70), 119-142.

VEGAS Arranz, A.A. (2014). La internacionalización de las grandes empresas españolas a través de adquisiciones (1996-2007). Creación de valor y resistencia a la crisis. Tesis Doctoral. Madrid: Universidad Complutense.