



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

EL PROCESO INVERSOR, LA
EVOLUCIÓN DE IBERDROLA EN
BOLSA Y EL IBEX-35

Autor: Ignacio R. Villafranca López

Director: Raquel Redondo Palomo

Madrid

Junio de 2015

**Ignacio R.
Villafranca
López**

El proceso inversor, la evolución de Iberdrola en bolsa y el IBEX-35



Resumen

En este trabajo se ha pretendido sentar las bases de lo que debe ser el proceso inversor, de cualquier persona que pretende iniciar sus andanzas por los mercados y obtener ciertas rentabilidades que mantengan su poder adquisitivo. En primer lugar se ha llevado a cabo una revisión de la literatura con respecto a la planificación de inversiones y del proceso inversor, así como las distintas clases de activo.

En segundo lugar, con el fin de completar la parte teórica de este trabajo, se ha realizado una simulación de inversión en la empresa Iberdrola, comparando su rentabilidad con la del IBEX-35, índice bursátil del mercado español y en el que se inserta Iberdrola.

Palabras clave: sentido común, proceso inversor, excedente, diversificación, creación de valor, rentabilidad, Iberdrola, IBEX-35.

Abstract

In this paper we have tried to lay the groundwork for what should be the investment process, anyone who intends to begin his journey through the markets and get some returns to maintain their purchasing power. First review of the literature has been made regarding investment planning and the investment process, and the various asset classes.

Secondly, in order to complete the theoretical part of this work, we have made a simulation of an investment in Iberdrola, comparing its performance against the IBEX - 35 an stock index of the Spanish market and in which Iberdrola is inserted.

Key Words: Common sense, investment process, exceeding, diversification, value creation, profitability, Iberdrola, IBEX-35

Índice

1. Introducción	4
a. Justificaciones	4
b. Objetivo.....	5
c. Metodología	6
2. Invertir, un arte más que una ciencia.....	8
2.1 ¿Por qué invertir?	8
2.2 El proceso inversor.....	10
2.2.1 ¿Cómo suelen invertir los inversores?.....	10
2.2.2 Las clases de activo	13
2.2.3 Las oportunidades de inversión disponibles	14
2.2.4 Las expectativas de los mercados.....	14
2.3 La política de inversión	16
2.4 Los activos financieros y las distintas oportunidades de inversión	17
2.4.1 Los activos monetarios	17
2.4.2 La renta fija	19
2.4.3 La renta variable.....	19
2.4.4 Los fondos de inversión libre o <i>hedge funds</i>	20
2.4.5 Los private equity.....	21
2.4.6 Las materias primas.....	22
2.5 Introducción al caso práctico: La renta variable y el Ibex-35.....	23
2.5.1 La renta variable.....	23
2.5.2 Algunas consideraciones sobre la renta variable y sus características.....	25
3. Iberdrola, una compañía líder en el sector energético	26
3.1 Breve historia del grupo Iberdrola.....	26
3.2 El grupo Iberdrola y sus líneas de negocio.....	27
4. IBEX-35	32
5. La rentabilidad y creación de valor en Iberdrola frente al IBEX-35	36
5.1 Aumentos en la capitalización bursátil de Iberdrola.....	36
5.2 Aumento de valor para los accionistas	39
5.3 Rentabilidad para los accionistas	41
5.4 La rentabilidad exigida por los accionistas	42

5.5 El Roe y la rentabilidad para los accionistas	43
5. 6 Iberdrola y sus competidores en bolsa.....	44
5.7 El IBEX-35	45
6. Conclusiones	48
7. Bibliografía	52

Índice de Tablas

Tabla 1: Activos Monetarios, ventajas y desventajas.....	18
Tabla 2: Renta Fija, ventajas y desventajas.....	19
Tabla 3: Renta Variable, ventajas y desventajas	20
Tabla 4: <i>Hedge Funds</i> , ventajas y desventajas	21
Tabla 5: <i>Private Equity</i> , ventajas y desventajas	22
Tabla 6: Materias Primas, ventajas y desventajas	22
Tabla 7: Rentabilidades por país y activo	24
Tabla 9: Variaciones en la capitalización bursátil de Iberdrola.....	36
Tabla 10: Aumento de valor para los accionistas	41
Tabla 11: Rentabilidad para los accionistas	41
Tabla 12: Rentabilidad exigida por los accionistas	42
Tabla 13: Creación de valor para los accionistas	43
Tabla 14: Ratio ROE.....	44
Tabla 15: Comparativa del múltiplo EV/EBITDA y sus comparables.....	44
Tabla 16: Comparativa del múltiplo EV/Sales de Iberdrola y sus comparables.....	45
Tabla 17: Comparativa del PER de Iberdrola y sus comparables.....	45

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Ventas y porcentaje de variación	29
Ilustración 2: Evolución del EBITDA de Iberdrola	29
Ilustración 3: Evolución del múltiplo Deuda Neta/EBITDA	30
Ilustración 4: Presencia geográfica de Iberdrola	30
Ilustración 5: Organización estructural de Iberdrola	31
Ilustración 6: Movimientos de precio de Iberdrola e IBEX-35 en la misma base	37
Ilustración 7: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a Gas Natural	38
Ilustración 8: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a REE	38
Ilustración 9: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a Endesa	39
Ilustración 10: Evolución de la capitalización del IBEX-35	45

1. Introducción

El presente trabajo desarrolla una pequeña guía de inversión, pensada para ser utilizada por pequeños e inexpertos inversores, como los estudiantes, a la hora de seleccionar inversiones. Para ello, hace una revisión de los aspectos más relevantes que deben ser tenidos en cuenta a la hora de invertir y presenta un caso práctico de análisis de la rentabilidad y creación de valor de la compañía energética Iberdrola, S.A. (en adelante "Iberdrola") respecto al índice bursátil IBEX-35. Los años a analizar comienzan en 2009 y terminan el pasado ejercicio 2014, si bien el periodo de inversión se ha acotado durante los años 2010 y 2014. Se ha escogido este periodo para poder ver la influencia de la crisis económica en las cifras de la empresa y su influencia en el índice bursátil español. El presente trabajo de investigación pretende además hacer hincapié en la necesidad de acotar el riesgo que se quiera asumir en la inversión y de realizar un análisis pormenorizado del objeto de la misma que permita su total comprensión.

a. Justificaciones

En los últimos años, la coyuntura económica internacional y española ha tenido un impacto importante en las cotizaciones de las empresas españolas cotizadas en el IBEX-35. La incertidumbre y el miedo de los inversores se han visto reflejados en la especial volatilidad y la tendencia bajista que viene persiguiendo al selectivo español. Las rentabilidades de las diferentes bolsas españolas y europeas se han visto fuertemente mermadas durante los años de la crisis. Algo que resultaría impensable para cualquier persona en los años previos, puesto que era relativamente sencillo obtener una rentabilidad más que aceptable sin asumir ningún riesgo, o bien eso se creía, y sin la necesidad de grandes conocimientos financieros.

En referencia a lo previamente descrito, durante los años de las crisis han sido varias las noticias que han reflejado cómo la falta de unos conocimientos mínimos de los mercados financieros y de los instrumentos financieros, junto con los años de bonanza económica vividos en este país, aparentemente facilitaron practicas dudosas por parte de instituciones financieras en perjuicio de sus cliente y pequeños inversores. Estos, ante las promesas de altas rentabilidades, la inercia del momento y, quizás, falta

de racionalidad y sentido común, decidieron arriesgar parte de sus ahorros, si no todos, en productos financieros complejos, que apenas podían entender, lo que les ha dado más que algún dolor de cabeza. Esta situación no es algo que solo se haya dado en los mercados financieros, han sido muchos, demasiados, los casos en que la voracidad de todas las instituciones financieras de este país y su afán por obtener grandes beneficios y rentabilidades les llevaron a ofrecer hipotecas sin el más mínimo requerimiento. De nuevo, seguramente esta situación se hubiera podido evitar si la gente se hubiera parado unos minutos a pensar que estaban firmando y si no estaban asumiendo un gran riesgo.

Las consecuencias, las conocemos todos. Por un lado el sistema financiero ha tenido que pasar por un, no exento de polémica, proceso de reestructuración como consecuencia de la quiebra de la gran mayoría de las cajas de ahorro de este país y de algunos bancos, quiebras derivadas del gran riesgo asumido por estas. No todas las entidades financieras han ido a la quiebra, algo que hubiera sido nefasto para todo el país, pero sí que se puede afirmar que todas ellas, sin excepción alguna, se han visto contra las cuerdas. Por otro lado, tenemos el drama humano vivido por pequeños inversores, particulares, familias y demás individuos que han visto de forma impotente cómo sus ahorros desaparecían.

A día de hoy, los tribunales están dirimiendo la existencia de prácticas fraudulentas en casos como la venta preferentes de Caja Madrid y su posterior salida a bolsa, reconvertida en la actual Bankia, en la que se han visto atrapados multitud en particulares. El ejemplo de la salida a bolsa de Bankia, representa un caso extremadamente grave de fraude, puesto que todo el proceso no solo fue una estafa sino que parece ser que fue respaldada con el apoyo de instituciones públicas y de figuras con una notoria autoridad pública y prestigio en la sociedad española.

b. Objetivo

El objetivo de este trabajo consiste en mostrar los pasos que toda persona que quiera realizar algún tipo de inversión debería seguir, es decir, este trabajo constituye una pequeña guía de inversión para cualquier interesado, aunque, la parte práctica se plantea desde el punto de vista de un pequeño ahorrador o estudiante.

Para ello se propone a modo de ejemplo el análisis de una empresa española. Se ha elegido esta empresa dentro del sector energético dado que presenta actualmente un gran potencial para la economía española gracias al auge que están cobrando cada vez más las energías renovables y su aprovechamiento con la construcción e inversión en distintos parques.

Dentro de este sector, Iberdrola parece un gran ejemplo de una compañía que ha sabido actualizarse y afrontar la situación española con éxito. Es por ello que trataremos de analizar en este trabajo las cifras de Iberdrola para conocer cómo ha evolucionado su rentabilidad en estos años y cómo ha sido capaz de crear valor. Dado que forma parte del IBEX-35, compararemos estas cifras con la evolución de este índice bursátil español y, en determinadas ocasiones, también con ciertas comparables. Estas cifras a analizar incluyen desde sus Estados Financieros históricos (2009 - 2014), hasta la evolución de sus acciones, pasando por una serie de múltiplos y ratios.

Por tanto, de forma concreta se pretende:

1. Indicar cómo debe plantearse una inversión financiera
2. Describir los principales tipos de activos financieros existentes en los mercados
3. Evaluar una inversión en la compañía energética Iberdrola, comparando los resultados de la inversión con los del mercado, utilizando el IBEX-35 como punto de referencia

c. Metodología

Para la realización de este análisis se va llevar a cabo un análisis descriptivo de todos los aspectos que afectan al hecho de plantear una inversión. Además, se presentará un caso práctico de análisis de la evolución de la cotización de Iberdrola, comprada con la del IBEX-35, así como la creación de valor en la misma entre los años 2009 y 2014. Para ello, se van a utilizar las cotizaciones diarias durante esos años, las cuentas anuales de la compañía y se seguirá la metodología propuesta por el Profesor Pablo Fernández, profesor del IESE y autor de varios libros de Finanzas y Valoración

de empresas, las cuales nos permitirán llegar a una conclusión final. Éstas han sido las siguientes:

- I. Análisis de la capitalización de Iberdrola
- II. Análisis del valor de los accionistas
- III. Análisis de la rentabilidad de los accionistas
- IV. Análisis de la rentabilidad exigida a las acciones
- V. Análisis de la creación de valor para los accionistas

Cabe destacar que sin la realización de los cuatro primeros pasos (I - IV) no se podría llegar al últimos de ellos, pues para estudiar la creación de valor para los accionistas se deben conocer los pasos anteriores. Por lo tanto, este será también el orden por cual se desarrollará el estudio y la estructura a seguir.

2. Invertir, un arte más que una ciencia

En la introducción de este trabajo se ha explicitado que uno de sus objetivos es servir de guía a la hora de realizar inversiones. Concretamente, pretende servir de guía para aquellas personas con limitaciones en cuanto a recursos excedentes susceptibles de ser invertidos, es decir, estudiantes. Por ello en esta primera parte, el marco teórico, se explican los pasos a seguir a la hora de invertir, así como las motivaciones. Se trata de un apartado con un alto contenido teórico en los primeros puntos. Pero que a medida que se van cubriendo las distintas partes del proceso inversor y de la política de inversión, va tomando un cariz más práctico como introducción al caso práctico de este trabajo.

2.1 ¿Por qué invertir?

Generalmente, y así debería ser siempre, las personas invierten aquellos recursos que ahora no necesitan, es decir, sus recursos excedentes. Se puede entender como una forma de sacrificar, o diferir, el consumo actual por consumo futuro. A cambio de este sacrificio las personas esperan obtener una compensación por un doble motivo. Por un lado la inflación y, por el otro, la incertidumbre o riesgo de no recuperar sus recursos. Así se obtiene que la rentabilidad de una inversión debiera cubrir estos dos factores, sin olvidar que a mayor riesgo e incertidumbre, mayores serán los retornos esperados.

Los niveles de incertidumbre por la inflación y el riesgo de impago se ven reflejados en las primas de rentabilidad pagadas por encima del activo libre de riesgo, aquél que teóricamente está exento de riesgo de impago. En el largo plazo, la prima de riesgo suele mantenerse bastante estable, pero es en el medio y corto plazo, donde ésta es más volátil, ya que ahora se verá influenciada por factores como las variaciones en los tipos de interés, el nivel de crédito, la liquidez de los mercados, así como la aversión al riesgo que tengan los inversores en aquel momento.

Pero ¿qué pasaría si en vez de invertir, se decidiera mantener los recursos excedentes – patrimonio, de ahora en adelante – de forma ociosa? Principalmente que la persona se empobrecería, como resultado de la pérdida de poder adquisitivo. Esta

erosión patrimonial, será el resultado del incremento en la inflación. Es cierto que en el corto plazo este efecto es pequeño, así, si la inflación experimenta una subida del 3% en un año la pérdida de poder adquisitivo no es mucha. Sin embargo, si se extiende este mismo planteamiento a un horizonte temporal de 10 años, entonces esta pérdida puede ser del 30%-35%, una cifra mucho mayor y preocupante (Durán; 2013).

El riesgo de pérdida del poder adquisitivo lo sufren aquellas personas con un perfil de inversión muy conservador, que poco a poco e inconscientemente van perdiendo poder adquisitivo. Por el contrario, aquellas personas que no deseen ver su riqueza mermada por la inflación, deberán quedar expuestas a una alta volatilidad interanual. La volatilidad será el precio a pagar por no empobrecerse.

Lo anteriormente descrito, sitúa al inversor ante decisiones difíciles. El inversor puede optar por empobrecerse de forma sistemática o bien tratar de neutralizar de forma parcial o completa los efectos la inflación sobre su patrimonio (Ameriks et Al.; 2001).

Para ello deberá asumir volatilidad, luego un riesgo que no todas las personas están dispuestas a asumir.

Sin embargo la inflación y la volatilidad no son los únicos problemas a los que deberá hacer frente un inversor, puesto que la rentabilidad exigida a su inversión también deberá batir los costes e impuestos que la misma inversión acarrea.

Al ser las inversiones de medio y largo plazo las más importantes, así como las más complicadas, puesto que deben buscar rentabilidades que cubran la inflación, los costes y los gastos, es importante que el inversor sepa a qué atenerse y disponga de unos mínimos de educación financiera antes de lanzarse a invertir (Ameriks et Al.; 2001).

Por un lado, la inversión puede quedar expuesta a cambios derivados de los ciclos económicos, factores geopolíticos, globalización, cambios demográficos, variaciones en los factores de producción como las materias primas, la energía y los desastres naturales, entre otros. Por otro lado, también influirán factores como la política fiscal y monetaria, los tipos de interés, variaciones en la inflación y en los tipos de cambio (Bogle; 2007).

Todos los factores citados anteriormente van a tener un impacto directo en los precios y valoraciones de las inversiones, con independencia de su naturaleza. Junto con los riesgos ya expuestos, existen otros riesgos que también influyen en el proceso, por lo que nunca se puede llegar a tener garantías del resultado final o de la estrategia empleada en la gestión de inversiones.

Es comúnmente aceptado que el precio de cualquier activo tiende a reflejar las expectativas futuras de generar flujos de caja y plusvalías. El problema resulta, cuando las variaciones en los precios de los distintos activos ocurren de forma imprevista, rápida y sustancial. Querer evitar esa volatilidad en el corto plazo, no elimina ningún tipo de riesgo, ni de mercado ni los del inversor. No existen inversiones sin riesgo. La cuestión es que riesgos se pueden y se deben asumir, así como la proporción de los mismos.

2.2 El proceso inversor

Es inherente a todo inversor que se viva preocupado por el miedo de no alcanzar las metas propuestas en cuanto a sus inversiones, por los costes, los riesgos o cualquier noticia que pueda incidir en la valoración de sus inversiones. Sin embargo, la correcta planificación de la estrategia a seguir debería ser la verdadera preocupación de los inversores, puesto que una adecuada planificación no solo será de gran ayuda a la hora de alcanzar los objetivos, sino que limitará la exposición a riesgos totalmente innecesarios (Durán; 2013).

2.2.1 ¿Cómo suelen invertir los inversores?

En muchas ocasiones el proceso inversor ha sido clasificado como un arte más que como una ciencia empírica, con su propia metodología y procesos estandarizados. Se trata de un proceso dinámico y, a la vez, metodológico, cuyo último fin no es otro que el diseño de una óptima cartera de inversión que permita cumplir con los objetivos de cada inversor dentro de las distintas oportunidades de rentabilidad y riesgo (Bogle; 2007).

El proceso inversor cuenta de tres fases, las cuales se exponen a continuación:

Planificación

Sin duda alguna, la fase más importante, la cual gira en torno al diseño y la reflexión del patrimonio de cada inversor. Se podría decir que se sostiene sobre dos piedras angulares: la primera de ellas, trata de establecer los objetivos del inversor, teniendo en cuenta su recursos y capacidades, así como sus limitaciones; la segunda, una vez definidos los objetivos, no es otra que analizar las oportunidades reales de inversión que ofrece el mercado, ya que cabe esperar que todo inversor busque obtener la mayor rentabilidad sin asumir riesgo alguno, pero por desgracia esta combinación es imposible. Es importante, si no vital, que en esta fase se expongan todas y cada una de las justificaciones sobre las expectativas de rentabilidad y riesgo que se está dispuesto a asumir, pues la futura toma de decisiones se hará en base a estas.

Con el fin de ser lo más detallados y realistas posibles, la planificación debería quedar escrita en un documento que recoja todas las hipótesis sobre las que se ha construido, esto es la denominada política de inversión. Al fin y al cabo, esto no es más que una planificación estratégica de inversiones o patrimonial.

La ventaja de tenerlo por escrito, es el hecho de poder ser utilizado como referencia durante las siguientes fases del proceso inversor y a la hora de medir el ajuste de los resultados obtenidos con lo planificado.

Ejecución

La segunda parte del proceso inversor es la ejecución. A su vez, ésta se desglosa en cuatro niveles inferiores o subcategorías: la distribución táctica de los activos, optimización, ejecución y ajuste de los costes.

Si bien es cierto que un buen ajuste y cumplimiento de la estrategia elevan exponencialmente las posibilidades de éxito, esto no significa que en ciertas ocasiones no se puedan aprovechar determinadas oportunidades o formas de evitar riesgos, que requieren salir del guion establecido. Estas variaciones temporales en el medio plazo y siempre pre-fijadas con anterioridad en el plan estratégico, son derivadas de la distribución táctica de los activos.

Los ajustes previamente citados, serán pequeñas variaciones en la subestructura de la composición de la cartera en el medio plazo, pero de ninguna manera se debe pretender incurrir en riesgos de “*timing*” u oportunistas, es decir, tratar de acertar cuando entrar y cuando salir de una posición en los mercados con el fin de obtener una rentabilidad extra. La evidencia demuestra que en el largo plazo este tipo de movimientos son contraproducentes y extremadamente difíciles de llevar a cabo.

El siguiente aspecto a tener en cuenta dentro la ejecución, es la optimización de la cartera de inversión. Se trata de maximizar la rentabilidad, mientras que se trata de minimizar los riesgos asociados. La combinación de activos ofrece posibilidades casi infinitas, desde combinación muy conservadoras a combinaciones extremadamente agresivas. De nuevo, lo importante será establecer una combinación óptima en términos de rentabilidad, riesgos y coherente con los objetivos perseguidos.

Respecto a la selección de inversiones, dentro del universo de inversiones definido para cada clase de activo, habrá que realizar aquellas inversiones que ofrezcan la mayor exposición directa al activo en el que se quiere invertir. Esto activos pueden tomar la forma de empresas, inmuebles o de instrumentos financieros, o bien de vehículos de inversión indirecta que permiten realizar inversiones en los activos previamente descritos.

La importancia del universo de inversión reside en que será la forma de establecer en que activos se invertirá y en cuáles no. Por ello será necesario explicitar con anterioridad que activos van a componer y dar forma a este universo. De igual manera, la definición del ámbito inversor nos servirá como punto de referencia a utilizar en el seguimiento y valoración futura de la gestión llevada a cabo sobre esos activos.

Finalmente, dentro de esta etapa se encuentran el análisis y optimización de los costes asociados a la actividad inversora. Como se ha explicado con anterioridad, los costes constituyen el mayor drenaje de la rentabilidad de las inversiones.

Seguimiento tras la planificación y ejecución

La tercera y última parte del proceso, es el seguimiento y la valoración de los resultados obtenidos. Se trata de un análisis exhaustivo y concienzudo, que debe comprender un análisis de los resultados obtenidos, que clase de activos los ha

generado, que integrantes de la cartera realmente han contribuido a la creación de valor y cuáles, por contra lo han destruido, y siempre enmarcar los resultados dentro del contexto del mercado.

A lo largo de esta tercera fase, también será necesario realizar una valoración del proceso de toma de decisiones con el fin de establecer que decisiones han sido acertadas y cuáles no. Así mismo, en esta fase con los resultados en mano y las posteriores reflexiones, será el momento de realizar las correcciones y ajustes necesarios a la composición de la cartera y, si fuera necesario, reformular los objetivos de una forma, quizás, más realista y ajustada al contexto de mercado.

2.2.2 Las clases de activo

Una vez realizada la correcta planificación de la inversión es necesario materializar esos objetivos de inversión en parámetros de inversión reales, y éstos en una adecuada distribución estratégica de los activos que van a conformar la cartera, ya sean activos inmobiliarios, financieros o empresariales que permitan definir al máximo y de forma concreta las inversiones a realizar. Pero para ello, es necesario introducir previamente el concepto clase de activo.

Una clase de activo se define como el grupo de activos que presentan una serie de características comunes en términos de rentabilidad esperada, riesgo y que son afectados de forma parecida por las mismas variables del macro entorno económico, siendo éstas últimas las que tienen un efecto más dispar sobre cada grupo de activos (Bogle; 2007).

Concretando un poco más, las principales categorías de activos son tres: el mercado monetario, la renta fija y la renta variable. Sin embargo existen muchos otros tipos como; los activos inmobiliarios, las materias primas, los activos reales (como el arte y el vino), así como el capital riesgo y sus distintas clases.

Es cierto que la clasificación anterior puede resultar un tanto generalista y que los activos presentan un gran número de subclases, por ejemplo, en el sector inmobiliario se podría distinguir entre terreno rústico, las oficinas, complejos residenciales, “*retail*” o comercial. Ahora bien, por muy ilógico que pueda parecer, al realizar estimaciones en términos de rentabilidad y riesgo, mayor será la probabilidad de

cometer errores en estas estimaciones. Por ello, a la hora de hacer estimaciones y proyecciones es mejor realizarlas sobre grandes clases de activos antes que en grupos demasiado específicos.

2.2.3 Las oportunidades de inversión disponibles

Hasta ahora se ha demostrado que las alternativas de inversión disponibles son mucho más amplias de lo que parecía y, aunque no hace falta hacer uso de todas ellas, conviene tener un abanico de alternativas lo más amplio posible. A mayor número de alternativas, mayor es la posibilidad de alcanzar los objetivos de rentabilidad con el riesgo deseado. Y de forma contraria, cuanto mayor sea el abanico de alternativas de inversión mayor será la cobertura del riesgo sobre el nivel de rentabilidad objetivo.

Sin embargo, es deseable fijar unos límites con respecto al foco en el que centrar la atención, el cuál no debe ser excesivamente amplio y difuso. Idealmente, es adecuado mantenerse dentro las barreras impuestas por las capacidades específicas de cada inversor.

Junto con las distintas alternativas de inversión disponibles, es necesario remarcar la existencia de ciertos activos en los que no se está dispuesto a invertir. Por ejemplo, algunos inversores pueden considerar que la renta variable griega representa demasiado riesgo dada la situación económica y coyuntural del país heleno, otros quizás quieran limitar su exposición a ciertas divisas o materias primas. Todas estas elecciones y limitaciones, con respecto al universo inversor tienen su efecto en las opciones reales de inversión (Durán; 2013).

2.2.4 Las expectativas de los mercados

La continuación del proceso requiere de unas expectativas realistas acerca del mercado de capitales, de su comportamiento en cuanto a rentabilidad, riesgo y correlaciones entre activos. Este ejercicio de pura sensatez y que pudiera parecer demasiado simple, es de gran importancia puesto que a partir de las distintas expectativas que se tengan la composición estructural de la cartera tendrá una forma u otra.

La estimación de las rentabilidades y de los riesgos es un proceso que debe comenzar con el análisis de los datos históricos de la rentabilidad y el riesgo de los diversos activos puros. Respecto al espacio temporal de estos análisis, cuanto mayor sea mejor, así se conseguirá reunir datos de periodos económicos que abarquen todo tipo de escenarios, ciclos económicos, periodos de guerra y de innovaciones tecnológicas.

También será necesario valorar los datos en términos reales, es decir, con la inflación descontada para poder comparar datos homogéneos, pues las tasas de inflación no son iguales entre países ni se mantienen constantes dentro de cada mercado.

Introducir los datos históricos y utilizar el resultado, no es algo fácil. El análisis con datos históricos es ciertamente limitado en su aplicación futura, ya que es de sobra conocido que la extrapolación de los rendimientos históricos no sirve para predecir rendimientos futuros (Fernández; 2014). Incluso los más complejos modelos econométricos presentan una capacidad de predicción bastante pobre (Durán; 2013). Teniendo en cuenta las carencias y limitaciones del análisis histórico de la información, será necesario adaptar las hipótesis históricas al contexto coyuntural del momento e idealmente dejarlas por escrito para ser reconsideradas en cualquier momento que fuera necesario

En general, se trata de un proceso cuyo primer paso requiere de criterio y experiencia para poder crear escenarios que sean lo más ajustados posibles a las limitaciones y acordes con la coyuntura actual sobre las posibilidades futuras. El segundo paso, a partir de esas expectativas, será vincular las distintas posibilidades a carteras que tengan mayor posibilidad de éxito en cuanto a la rentabilidad deseada y riesgo dispuesto a asumir. El tercer, y último paso, será no exponer en demasía la cartera a activos sobrevalorados o riesgos innecesarios.

Si la prudencia es, quizás, el principio presente en todas las partes de este proceso, ésta debe ser aplicada con especial atención cuando se amplía el universo de inversión a activos inmobiliarios, fondos de capital riesgo u otro tipo de activos reales. En general, estos activos se presentan con grandes rentabilidades, bajos niveles de volatilidad y una correlación escasa con otros activos, por lo que a priori cabría esperar que tuvieran un peso elevado dentro de las posibles distribuciones de activos de las distintas carteras.

Lo cierto es que esta clase de activos están expuestos a otros factores y riesgos alternativos que hacen que no sigan una distribución de probabilidad normal, que les deja expuestos a mayores riesgos de cola y a un mayor riesgo de iliquidez. El hecho de no tener en cuenta estas consideraciones da como resultado una mayor exposición de las carteras a este tipo de activos. Una mayor exposición, que por la naturaleza intrínseca de estos activos en realidad conlleva asumir unos niveles de riesgo y de incertidumbre demasiado elevados.

Muy relacionado con lo anterior, se encuentra otro problema habitual que afecta a los inversores al realizar estimaciones que es considerar que el retorno de los distintos activos invertibles tengan las mismas opciones de subir y de bajar, en otras palabras, que estén distribuidos normalmente. Estas aproximaciones estadísticas, que se derivan de la teoría de Markowitz, si bien son útiles para desarrollar y explicar modelos teóricos no se ajustan a la realidad puesto que el comportamiento de las inversiones y sus retornos no siguen una distribución normal.

La evidencia empírica confirma lo anterior. Por ejemplo, si analizásemos los retornos diarios del S&P 500 de 1978 a 2011 podríamos ver que ha habido más de cinco situaciones donde el mercado ha corregido más de seis desviaciones estándares respecto de su retorno medio, mientras que la teoría hubiera indicado que es un escenario extremo altamente improbable y que cuya posibilidad de darse es de una vez cada cuatro millones de años. De igual manera, durante ese periodo ha habido muchos más periodos con retornos desproporcionadamente altos que lo que la teoría hubiese indicado (McMillan et Al.; 2011).

2.3 La política de inversión

Existe la creencia generalizada entre los pequeños inversores, faltos de experiencia y de conocimientos, que por el simple hecho de tener una colección de inversiones aparentemente buenas, ya se tiene una buena cartera. Una idea que dista mucho de la realidad porque en la gran mayoría de los casos, por no decir todos, esto no es cierto. Así, a menudo este tipo de inversores crean carteras como quien decora una habitación (Belsk; 1999).

Ni aun siendo todas las inversiones buenas de forma individual, lo cual es algo altamente improbable, la falta de cohesión y coherencia de estas composiciones no será útil para alcanzar los resultados deseados. Al contrario, el ejemplo anterior suele acabar con el inversor obteniendo malos resultados y sin saber por qué.

Como las inversiones son siempre un asunto realmente complicado y que no debiera tomarse con laxitud, es necesaria algún tipo de herramienta que aporte cierta estandarización al proceso y sea útil a la hora de invertir a largo plazo, teniendo en cuenta las modificaciones que pudieran surgir y con las incertidumbres inherentes al proceso (Belsk; 1999).

Esto puede llevar a pensar que realmente nunca es un buen momento para invertir. Siempre es posible encontrar razones en contra de invertir en un determinado momento, bien sea por razones de peso o simples sospechas. Así pues, el mejor momento para invertir será cuando se disponga de los recursos necesarios, siempre que se lleve a cabo con sentido común y acorde a las propias necesidades.

2.4 Los activos financieros y las distintas oportunidades de inversión

En este apartado se describen las principales clases de activos financieros y oportunidades de inversión en las que es relativamente sencillo invertir, pero requieren tener ciertos conocimientos financieros. No por su complejidad, ya que productos como los derivados se han excluido, sino por tener un suelo firme del que partir y saber sobre que terreno se están moviendo los inversores.

2.4.1 Los activos monetarios

Los activos monetarios son una clase de activos a muy corto plazo y con un elevado grado de liquidez. Suelen adoptar la forma de instrumentos de deuda emitidos por terceros y su rentabilidad, generalmente en línea con la inflación, está cuasi-garantizada. Son ejemplo de activos monetarios los repos y las letras del tesoro.

Tabla 1: Activos Monetarios, ventajas y desventajas

Activo Monetarios	
Ventajas	Inconvenientes
Baja volatilidad (2%/4%).	Baja rentabilidad esperada, similar a la tasa de inflación
Alta liquidez y disponibilidad.	Elevada sensibilidad a los tipos de interés a corto plazo
Reducida sensibilidad a los tipos de interés a largo plazo	Riesgo de crédito
Reducida correlación con la renta fija y la renta variable	

Fuente: Elaboración propia

2.4.2 La renta fija

Se trata de instrumentos de deuda emitidos por grandes corporaciones, Estados, administraciones públicas y otras instituciones, con un horizonte de temporal del medio y el largo plazo. Su atractivo reside en el derecho de cobro de un interés que devenga según lo especificado en la obligación, llamado cupón. Su rentabilidad está definida por el cupón y por los precios de la obligación, los cuales varían de forma inversa a los tipos de interés. Si bien una de sus principales ventajas es la existencia de un mercado secundario muy desarrollado, los tenedores de renta fija tienen una exposición al riesgo de inflación mucho mayor que con los activos monetarios.

Tabla 2: Renta Fija, ventajas y desventajas

Renta Fija	
Ventajas	Inconvenientes
Alta liquidez en la renta fija soberana o <i>investment grade</i>	Liquidez baja en <i>high yield</i> o emisiones pequeña
Volatilidad baja para emisiones <i>investment grade</i> y alta para emisiones <i>high yield</i>	Dificultad para cubrir la inflación
Alta predictibilidad de los flujos de caja	Elevada sensibilidad a los tipos de interés a largo plazo
Bajo riesgo de crédito en emisiones soberanas o <i>investment grade</i>	Posibles problemas fiscales en el cobro de cupones

Fuente: Elaboración propia

2.4.3 La renta variable

La renta variable representa partes alícuotas del capital social de empresas mediante acciones. Su negociación se realiza en mercados estandarizados, que se caracterizan por no ser mercados físicos, y el gran volumen de negociación garantiza la liquidez de estos mercados. En cuanto a su rentabilidad, ésta quedará definida por las variaciones en los precios de las acciones derivados del desempeño de la propia compañía, junto con el juego de la oferta y la demanda, así como de una infinidad de factores tanto técnicos como emocionales.

Tabla 3: Renta Variable, ventajas y desventajas

Renta Variable	
Ventajas	Inconvenientes
Alta generación de riqueza a largo plazo	Alta volatilidad anual
La inflación es superada con facilidad	Retornos poco predecibles
Influencia prioritaria del índice sobre el gestor	Exceso de información especulativa
Alta liquidez (renta variable cotizada)	Alta sensibilidad a las correcciones de mercado
	Alto grado de contagio de otras clases de activo
	Altos costes de gestión y administración

Fuente: Elaboración propia

2.4.4 Los fondos de inversión libre o *hedge funds*

Los fondos de inversión libre son vehículos de inversión de indirecta de gran complejidad en la ejecución de sus estrategias de inversión. Se caracterizan por buscar altas rentabilidades mediante técnicas de inversión alternativas y de farragosa comprensión como el apalancamiento, las posiciones cortas o las oportunidades de arbitraje. A cambio de las altas rentabilidades se queda expuesto a un grado de riesgo e incertidumbre elevado.

Tabla 4: Hedge Funds, ventajas y desventajas

<i>Hedge Funds</i>	
Ventajas	Inconvenientes
Permite mejorar la exposición al riesgo	Estrategias opacas y cambiantes
Buena rentabilidad por unidad de riesgo	Importes elevados necesarios para poder invertir
Baja correlación con otros activos	Dificultades de seguimiento y control de la inversión
Alineación de intereses con los gestores	Riesgo operacional y de liquidez
	Elevados costes de gestión y de administración
	Riesgo de contagio por movimientos irracionales en los mercados

Fuente: Elaboración propia

2.4.5 Los private equity

Se trata de vehículos de inversión que se caracterizan por tomar el control de compañía mediante la compra apalancada o LBOs (*Leveraged Buy Out*). Una técnica que consiste en hacerse con una empresa con muy pocos recursos propios y mucha deuda. Como el nivel de deuda es muy alto y el de los recursos propios bajos, junto con el hecho de que el repago de deuda está pactado, la rentabilidad que son capaces de obtener las casas de *Private Equity* es altísimo. Ahora bien, dada la complejidad y naturaleza de las compras apalancadas, la volatilidad en este tipo de operaciones es muy elevado, es decir, si todo va bien se gana mucho, pero si va mal se pierde todo.

Tabla 5: *Private Equity*, ventajas y desventajas

<i>Private Equity</i>	
Ventajas	Inconvenientes
Gran fuente de retornos a largo plazo.	Riesgo de iliquidez
Bate la inflación a largo plazo.	Opacidad del proceso de gestión
Gran abanico de entidades y alternativas en las que invertir	Importes elevados necesarios para poder invertir
	Riesgo de vehiculización.
	Riesgos operacional y de rebalanceo.
	Costes altos de gestión, administración y seguimiento

Fuente: Elaboración propia

2.4.6 Las materias primas

Se trata de mercados en los que se negocian los precios de las materias primas o *commodities*. Es el menos interesante de todos, en primer lugar por qué queda fuera del alcance de los inversores generalistas, por llamarlos de alguna forma, y en segundo lugar, por la estrecha relación que guarda con el mercado de derivados.

Tabla 6: Materias Primas, ventajas y desventajas

Materias Primas	
Ventajas	Inconvenientes
Sus precios dependen en el largo plazo de la oferta y la demanda	Necesidad de gestionar los roll-over para los futuros
Los <i>shocks</i> de mercado se traducen en subidas de precio	Limitación de productos
Correlación positiva con la inflación	Elevada volatilidad interanual.

Fuente: Elaboración propia

2.5 Introducción al caso práctico: La renta variable y el Ibex-35

En el punto anterior de este trabajo se han descrito las principales características de los activos más comunes en los que invertir y el proceso inversor. Desde este momento se va a realizar un análisis a posteriori de la siguiente situación: Un inversor compra acciones de Iberdrola el 1 de enero del 2010 y las vende el 31 de diciembre del 2014. Se toma este ejemplo como inversión que no requiere disponer de capitales elevados. A lo largo de las conclusiones se va a evaluar la inversión, así como el proceso inversor con la finalidad de establecer si la inversión propuesta se ajusta a los pasos descritos en el marco teórico de este trabajo.

En primer lugar, se va a ampliar la información acerca del mercado en el que se va a realizar la inversión, el mercado de renta variable. A continuación, se hará referencia al IBEX-35, índice de referencia del mercado español, que permitirá comparar la rentabilidad obtenida por nuestra inversión con la del mercado.

2.5.1 La renta variable

La renta variable representa la participación en el capital social de una empresa, es decir, mediante la posesión de un número determinado de acciones se obtiene la propiedad de una parte alícuota del capital social. La rentabilidad de estas inversiones vendrá marcada por las variaciones en los precios de las acciones, que son un reflejo de la capacidad de crear valor de la sociedad y de su equipo gestor. Con las ventas generadas de la actividad normal de la empresa se remunerará a los empleados, a los diversos acreedores financieros o no que la empresa pueda tener y finalmente se remunera a sus dueños, a los accionistas, mediante el reparto de dividendos.

Frente a la renta fija, ofrece la ventaja de que en principio todo beneficio marginal será repartido entre los accionistas. Por el contrario, si la empresa entra en quiebra, los tenedores de bonos y otras obligaciones serían de los primeros en recuperar sus fondos, mientras que los accionistas difícilmente recuperarían algo por qué son los últimos en la línea de repago. Además, en las etapas alcistas, dado que la renta variable se encuentra estrechamente correlacionada con los ciclos económicos, tiende a

comportarse mejor que la renta fija, la cual suele bajar ya que los inversores prefieren acciones frente a bonos y obligaciones.

En la siguiente tabla se muestra las diferencias en los retornos de la renta variable y la renta fija de varios países durante un periodo comprendido en los años 2000 y 2010:

Tabla 7: Rentabilidades por país y activo

País	Rentabilidades reales anualizadas (%)			Rentabilidades nominales actualizadas (%)			Desviación típica anual (%)		
	Letra	Bono	Bolsa	Letra	Bono	Bolsa	Letra	Bono	Bolsa
Alemania	2,4	1,9	3,1	2,3	2,8	8,3	13,2	15,5	32,2
Australia	0,7	1,4	7,4	4,6	5,4	11,6	5,4	13,2	18,2
Bélgica	0,3	0,1	2,5	5,0	5,2	8,0	8,0	12,0	23,6
Canadá	1,6	2,1	5,9	4,7	5,2	9,1	4,9	10,4	17,2
Dinamarca	2,3	3,0	5,1	6,2	7,1	9,2	20,9	11,7	6,0
España	0,3	1,3	3,6	6,2	7,2	9,6	5,9	11,8	22,3
EE.UU.	1,0	1,8	6,3	3,9	4,8	9,4	4,7	10,2	20,3
Finlandia	0,5	0,2	5,4	6,8	7,1	13,1	11,9	13,7	30,3
Francia	2,8	0,1	3,1	4,2	7,1	10,5	9,6	13,0	23,5
Irlanda	0,7	0,9	3,8	5,0	5,2	8,2	6,7	14,9	23,2
Italia	3,6	1,7	2,0	4,5	6,7	10,6	11,5	14,1	29,0
Japón	1,9	1,1	3,8	5,0	5,8	11,1	13,9	20,1	29,8
Noruega	1,2	1,7	4,2	4,9	5,5	8,1	7,2	12,2	27,4
Nueva Zelanda	1,7	2,0	5,8	5,5	5,8	9,8	4,7	9,0	19,7
Países Bajos	0,7	1,4	5,0	3,6	4,4	8,0	5,0	9,4	21,8
Reino Unido	1,0	1,4	5,3	5,0	5,4	9,5	6,4	13,7	20,0
Sudáfrica	1,8	1,0	7,3	6,0	6,8	12,6	6,2	10,4	22,6
Suecia	1,9	2,4	6,3	5,5	6,1	10,1	6,8	12,4	22,9
Suiza	0,8	2,1	4,2	3,1	4,5	6,6	5,0	9,3	19,8
Media países	0,18	0,96	4,74	4,84	5,69	9,65	8,31	12,47	22,09

Fuente: Dimson, E; Marsh, P, y Staunton, M. (2011), *Credit Suisse, global investment returns sourcebook*.

La tabla anterior muestra como la rentabilidad de las letras en la primera década del siglo XXI ha sido muy baja y cercana a cero. Quizás pueda resultar sorprendente que para algunos, pero lo cierto es que estas rentabilidades tan bajas son completamente normales, si se tiene en cuenta que las letras son instrumentos a muy corto plazo, muy líquidos y que apenas suponen riesgo alguno.

Por el contrario la rentabilidad ofrecida por los bonos ha sido algo mayor, un hecho que se debe a que se trata de instrumentos a 10 años, por lo que los inversores van exigir una mayor rentabilidad por renunciar a la disponibilidad de sus fondos durante un periodo de tiempo tan largo. Finalmente, la renta variable ha superado con creces tanto a las letras como los bonos, nada extraño si se tienen en cuenta que el

periodo temporal que abarca estas tablas coincide con una época de gran crecimiento y desarrollo de la economía global.

2.5.2 Algunas consideraciones sobre la renta variable y sus características

Generalmente, en España los activos financieros son menos conocidos y comprendidos por el público en general que las inversiones reales en negocios o bienes inmuebles ya sea por la naturaleza abstracta de los mismos, junto con la preferencia de los españoles por el ladrillo. Prueba de ello es la falta de desarrollo de los mercados de capitales en este país, aunque es cierto que la bolsa de valores en los últimos años se ha puesto a la par con la de países anglosajones, quienes siempre se han caracterizado por una fuerte predilección del mercado de capitales.

Lo cierto es que la renta variable es un instrumento muy útil, que permite a las empresas y a los gobiernos financiarse al margen de las entidades de crédito y a la vez permite canalizar el ahorro y las inversiones de instituciones y particulares a través de los mercados de valores.

Además de ser títulos valores, homogenizados y fácilmente transmisibles, están supervisados y regulados por organismos públicos -en el caso de España se trata de la Comisión Nacional del Mercado de Valores-, ofrecen protección a los accionistas minoritarios y por sus características intrínsecas facilita la diversificación.

El mayor inconveniente de este tipo de activos no es tanto su naturaleza, sino la falta de conocimiento sobre sus características, así como las posiciones que se pueden tomar en estos mercados (las posiciones largas son tomadas por inversores que buscan beneficiarse de la creación de valor y del crecimiento de las empresas, mientras que las posiciones cortas están relacionadas con la especulación). Comúnmente se repite la idea de “jugar a la bolsa”, cuando no se trata de ningún juego y se refleja la falta de conocimiento acerca de los mercados, sus oportunidades y sus riesgos.

3. Iberdrola, una compañía líder en el sector energético

Iberdrola es una compañía española, con sede en Bilbao, líder a nivel global en el sector energético. El negocio de la compañía comprende tanto actividades de “upstream” como de “downstream”, controlando así de forma íntegra la cadena de valor del negocio energético. En la actualidad, Iberdrola cuenta con más de 28.000 empleados y su actividad se expande a más de 9 países a través de sus distintas filiales.

3.1 Breve historia del grupo Iberdrola

Si bien es cierto que el embrión de lo que hoy es el gigante energético Iberdrola se encuentra en el año 1901, con la creación de Hidroeléctrica Ibérica en Bilbao, de la mano del ingeniero Jaime Urrutia y sus socios, no es hasta el año 1990 cuando la fusión de esta con Iberduero da lugar a lo que hoy conocemos como Iberdrola. Durante la década de los 90, en cual la actividad del grupo se centraba mayoritariamente en la geografía española, la compañía entró en un proceso de expansión y crecimiento en el mercado latinoamericano, un hecho que se materializaría con la adquisición de Electropaz, en Bolivia, y de Coelba, en Brasil.

La llegada del nuevo siglo, junto con la llegada de Ignacio Sánchez-Galán, actual presidente de la compañía, supuso un punto de inflexión para Iberdrola y su estrategia, puesto que durante la primera década del siglo XXI la compañía refuerza su estrategia de internacionalización con la adquisición de Scottish Power en el año 2007 y de la compañía norteamericana EnergyCoast (hoy Iberdrola USA). La clara estrategia de expansión y crecimiento internacional, junto con una prudente pero innovadora política financiera, han permitido a lo que inicialmente fuera una pequeña eléctrica bilbaína convertirse en uno de los cinco mayor grupos energéticos del planeta, capaz de producir más de 45.000 MW de capacidad y servir a casi 32 millones de clientes en diversas áreas geográficas del planeta.

3.2 El grupo Iberdrola y sus líneas de negocio

Como se ha dicho anteriormente, el negocio de Iberdrola abarca toda la cadena de valor de creación energética hasta llegar al consumidor final, ya sean particulares o empresas. Su negocio comprende actividades de “upstream” (i.e. producción de energía eléctrica) como de “downstream” (i.e. distribución energética), así como otras líneas completamente ajenas al negocio de la producción y distribución energética. A día de hoy, la actividad de Iberdrola y de sus filiales se encuentra dividida en las siguientes líneas de negocio:

A. Negocio de Redes

Esta línea de negocio incluye las actividades de transmisión y distribución de energía eléctrica, así como cualquier otro de naturaleza de regulada que se originen en España, Reino Unido, Estado Unidos y Brasil. En otras palabras, esta área es la encargada de transportar la energía desde los centros de producción hasta los consumidores, mediante líneas de alta tensión.

B. Negocio de Generación y Comercial

Como su propio nombre indica, en esta área de negocio se incluyen todas aquellas actividades de generación y comercialización de electricidad y gas. En la actualidad, Iberdrola ofrece estos servicios en España, Portugal, Reino Unido, México y Europa Continental. En cuanto a la generación, es importante destacar que Iberdrola siempre se ha caracterizado por apostar por diversas fuentes de creación energética, constituyendo un interesante mix de generación.

C. Negocio de Renovables

Esta línea de negocio se encarga de realizar cualquier actividad liberalizada de generación eléctrica y comercialización de energía eléctrica proveniente de fuentes de energías renovables, entre las que se incluyen: producción hidráulica, eólica, termo-solar, biomasa y la producción, tratamiento y comercialización de biocombustibles y productos derivados. Así mismo, dada la importante apuesta que ha realizado la

compañía por las energías renovables, esta área también incluye los siguientes servicios: ingeniería, desarrollo, construcción, operación y mantenimiento.

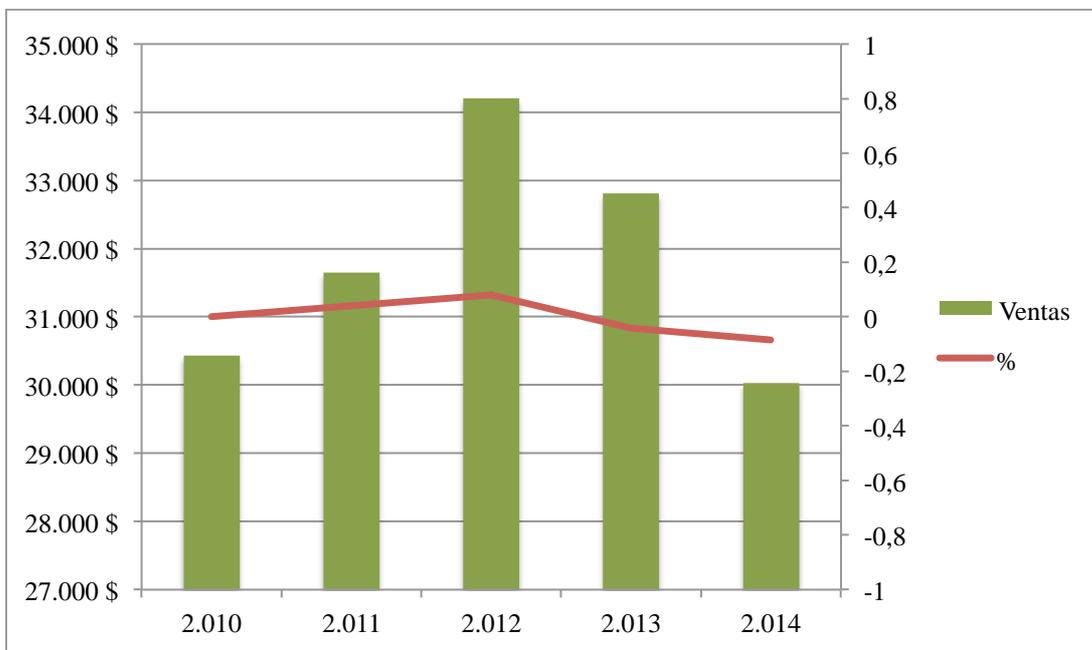
D. Otros negocios

Finalmente, en esta área se incluyen lo que en el mundo de las finanzas se denominan activos no afectos a los negocios. En el caso de Iberdrola, en esta línea de negocio se incluyen las actividades de Ingeniería y Construcción, Inmobiliaria y Telecomunicaciones. Estos negocios, especialmente el de Ingeniería y Construcción se desarrollan en Europa, Asia, África y América de forma directa o a través de sus filiales.

Claramente se puede observar la existencia de algún tipo de relación entre las actividades de Ingeniería y Construcción con el resto de líneas de negocio de la compañía. Ahora bien, el resto de actividades de esta línea de negocio no guardan ninguna relación. Esto se debe a que los activos no afectos al negocio, por definición, son aquellos cuya actividad se lleva completamente, o casi, al margen de la actividad natural de la compañía con el fin de gestionar la tesorería, aprovechar las oportunidades del mercado o tener un enfoque a largo plazo.

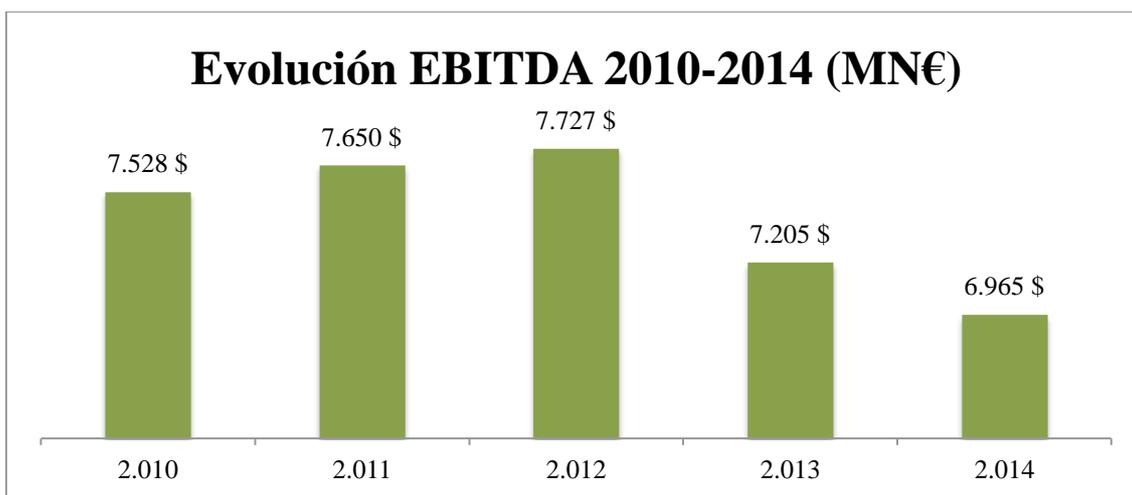
i. Iberdrola en cifras

Ilustración 1: Ventas y porcentaje de variación



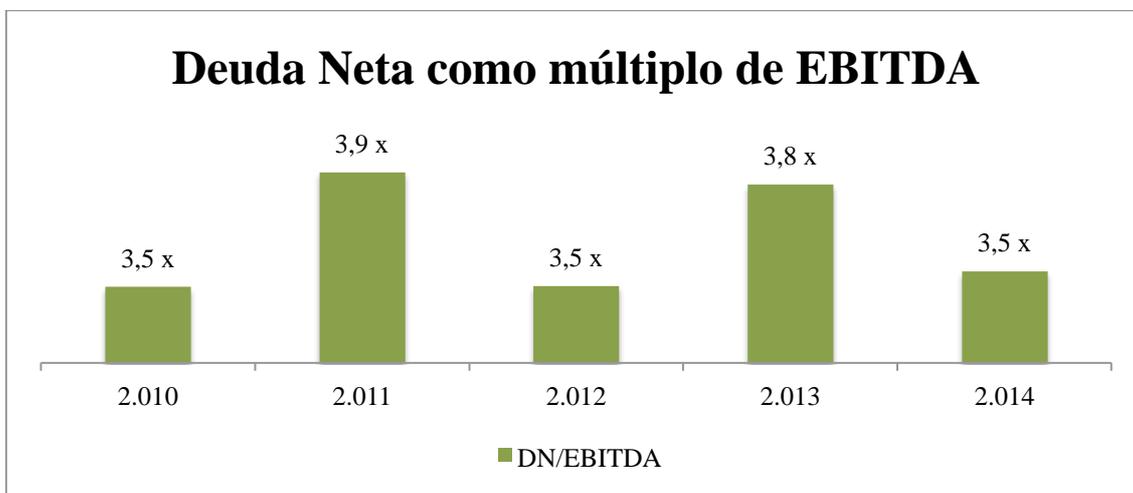
Fuente: Elaboración propia a partir de las CC.AA. de la compañía

Ilustración 2: Evolución del EBITDA de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia a partir de las CC.AA. de la compañía

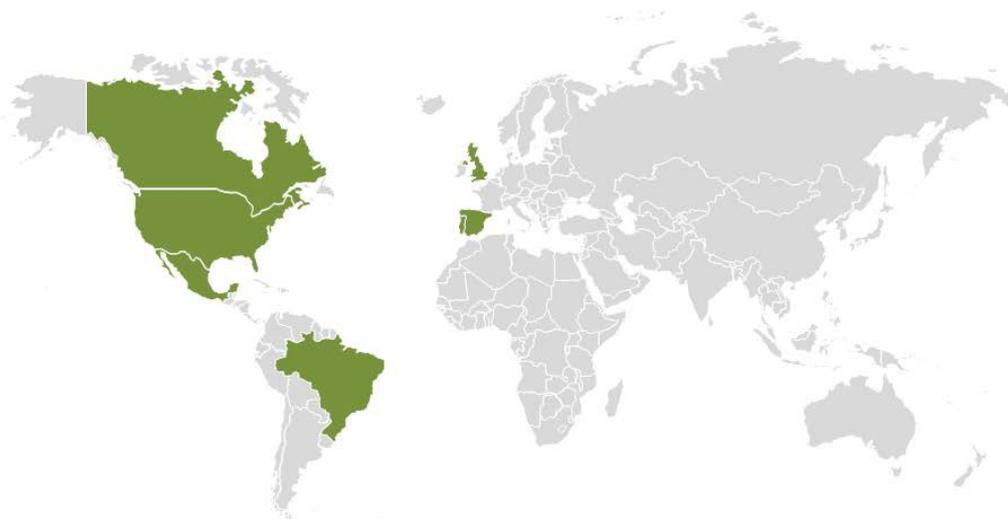
Ilustración 3: Evolución del múltiplo Deuda Neta/EBITDA



Fuente: Elaboración propia a partir de las CC.AA. de la compañía

ii. Presencia geográfica de Iberdrola

Ilustración 4: Presencia geográfica de Iberdrola

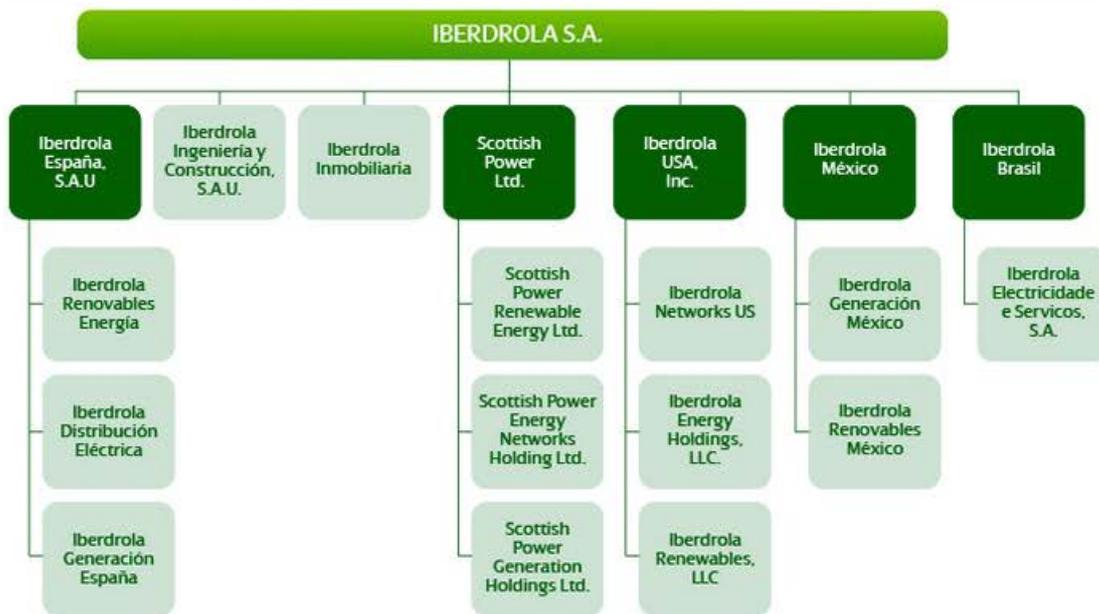


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la compañía

iii. Composición del grupo Iberdrola

Se ha considerado relevante presentar la organización del Grupo Iberdrola, así como sus distintas filiales. A día de hoy la compañía se estructura de la siguiente manera:

Ilustración 5: Organización estructural de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la compañía

iv. Iberdrola en el futuro

La incipiente recuperación económica global hace esperar un leve crecimiento de la demanda energética en el medio y corto plazo. En Europa este crecimiento vendrá dado por un moderado aumento de la demanda en el Reino Unido, mientras que en el resto de zonas geográficas en las que la compañía desempeña su actividad, como en México o Reino Unido, se espera un crecimiento que vaya a la par con la recuperación macroeconómica e industrial.

Las positivas esperanzas que el grupo tiene para los años futuros, sin embargo, no se encuentran exentas de riesgos. En primer lugar, el cumplimiento de las actuales exigencias de política energética va a requerir un gran esfuerzo inversor. En segundo lugar, la naturaleza regulada del negocio energético da pie a incertidumbre,

especialmente en algunos países miembros de la Unión Europea, como España, en los que la falta de una política energética clara, junto con la ausencia de un marco regulatorio y jurídico estable, pueden acabar traducándose en un impacto negativo sobre las actividades y resultados de Iberdrola, así como perjudicar al consumidor final.

4. IBEX-35

El IBEX-35 es el principal índice de referencia bursátil español elaborado por Bolsas y Mercados Españoles. En él se refleja a tiempo real los cambios en la cotización de los precios y capitalización de las 35 empresas españolas con mayor liquidez que cotizan que en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) y las cuatro bolsas nacionales (Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia). Técnicamente es un índice de precio ponderado por capitalización y ajustado por el capital flotante de cada compañía integrante del índice.

Al igual que el S&P 500 (índice bursátil americano ponderado considerado referencia), el IBEX-35 es un índice de capital bursátil ponderado, lo que significa que el peso de cada compañía que lo compone es directamente proporcional a su valor de mercado. Dicha característica, le diferencia de otros grandes índices de referencia, como sería el Dow Jones, índice americano en el cual todas sus empresas componentes tienen el mismo peso.

Su existencia se remonta al 29 de diciembre de 1989, y cada seis meses (1 de enero y 1 de junio) el Comité y Asesor Técnico de Bolsas y Mercados Españoles revisa su composición.

Cabe destacar que no se realiza ningún tipo de ajuste por el pago de dividendos pero sí por determinadas actuaciones. Es decir, el IBEX-35 se ajusta ante ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, dividendo de carácter extraordinario, integración de acciones por ampliaciones de capital con exclusión del derecho preferente de suscripción, reducción de capital por amortización de acciones, reducciones de capital contra cuentas de fondos propios, y por operaciones de fusiones, absorciones o segregaciones patrimoniales.

Las empresas componentes del índice han de cumplir una serie de criterios para formar parte del mismo. Estos son:

1. Liquidez.

Se considera a este criterio como una de las características fundamentales que todo mercado financiero debe cumplir. Este concepto está relacionado con el volumen de transacciones que se realiza en el mercado. Aplicándolo a nuestro caso, se refiere al número de compra-venta de acciones de Iberdrola. Cuanto mayor sea la liquidez de un activo financiero, ya sea éste una acción u otro, más fácil será desprenderse de él.

Tradicionalmente éste ha sido el criterio por excelencia para determinar la inclusión o exclusión de una empresa en el índice. Si volvemos a la definición previamente utilizada, se puede observar que el índice está formado por las empresas con mayor liquidez del mercado y no con mayor tamaño. Una creencia errónea muy común, y con cierta lógica, pues cabe pensar que aquellas con mayor tamaño sean a su vez las más líquidas.

Además de ser una de las características fundamentales de todo mercado financiero, una de las principales razones por las que siempre se ha dado tanta importancia a este criterio ha sido para evitar la inclusión en el IBEX de valores que aun teniendo una capitalización bursátil importante, sus acciones no sean susceptibles de cambiar de manos por encontrarse en posesión de los acciones de referencia de la compañía, también conocidos como núcleo duro.

2. Capitalización bursátil

Se entiende por capitalización bursátil a la multiplicación del número de acciones que representa el capital social de una empresa por su precio de cotización, el cual viene determinado por el juego de la oferta y demanda del mercado. A diferencia de los Estados Unidos, la normativa española prohíbe de forma explícita la participación del capital social de una compañía en acciones cotizadas y no cotizadas. Ahora bien, si se diera la existencia de distintos tipos de acciones con distintos derechos económicos y distintos precios, entonces la capitalización bursátil se obtendría como la multiplicación

de los distintos precios de los distintos tipos de acciones por el número de acciones de cada activo.

En conformidad con la normativa impuesta por la Comisión Nacional del mercado de valores, en lo referente a este punto, para que una empresa pueda postularse a ser parte de este índice su capitalización deberá ser superior en un 0,3% a la capitalización media del índice durante el periodo de control, este es los seis meses que pasan entre una reunión del Comité y otra. Mediante esta norma automáticamente se excluyen aquellos valores de pequeña capitalización.

3. *Free-float*

Finalmente, este es el último criterio a tener en cuenta debido a su escasa relevancia. En término generales, este se define como el número de acciones que se encuentran en el mercado disponibles para la venta. Es decir, aquellas acciones que no están en manos del núcleo duro de la compañía.

Actualmente, tras la última reunión del 1 de Enero de 2015, las empresas que forman el índice son las siguientes:

Tabla 8: Composición del IBEX-35

Compañía	Ticker	Peso Ponderado
Abengoa	ABG.P	0,29%
Abertis Infraestructuras	ABE	2,46%
Acciona	ANA	0,54%
Actividades de Construcción y Servicios	ACS	1,90%
Amadeus	AMS	3,09%
Arcelor Mittal	MTS	0,59%
Banco Popular	POP	1,82%
Banco de Sabadell	SAP	1,85%
Banco Santander	SAN	18,37%
Bankia	BKIA	1,78%
Bankinter	BKT	1,26%
Banco de Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA	10,11%
Bolsas y Mercados Españoles	BME	0,56%
CaixaBank	CABK	3,12%
Distribuidora Internacional de Alimentación	DIA	0,76%
Enagás	ENG	1,30%
Endesa	ELE	1,46%
Fomento de Construcciones y Contratas	FCC	0,51%
Ferrovial	FER	2,56%
Gamesa	GAM	0,44%
Gas Natural	GAS	2,61%
Grifols	GRF	1,47%
International Airlines Group	IAG	2,63%
Iberdrola	IBE	7,46%

Compañía	Ticker	Peso Ponderado
Inditex	ITX	9,25%
Indra	IDR	0,28%
Jazztel	JAZ	0,67%
Mapfre	MAP	1,08%
Mediaset	TL5	0,71%
Obrascón Huarte Laín	OHL	0,31%
Red Eléctrica Corporación	REE	2,07%
Repsol	REP	4,38%
Sacyr	SCYR	0,30%
Técnicas Reunidas	TRE	0,42%
Telefónica	TEF	11,58%

Fuente: Elaboración propia

5. La rentabilidad y creación de valor en Iberdrola frente al IBEX-35

Llegados a este punto del trabajo, es hora de analizar el comportamiento de la inversión realizada en Iberdrola en el año 2010, frente a haber realizado la misma inversión en el IBEX-35 o, en su defecto, en una ETF que replicara el índice, lo cual resume uno de los objetivos de este trabajo. Con tal fin, para poder ver cuál ha sido la rentabilidad de Iberdrola, así como la creación de valor para los accionistas de la misma, se va emplear la metodología propuesta por Profesor Pablo Fernández.

5.1 Aumentos en la capitalización bursátil de Iberdrola

Se entiende como capitalización bursátil de una compañía cotizada, el número de acciones que representan su capital social multiplicado por su precio de cotización. Intuitivamente, se puede concluir que la variaciones anuales en la capitalización bursátil de una compañía serán la capitalización al final del periodo menos la capitalización al inicio del mismo periodo.

En el año 2010, el capital social de Iberdrola se encontraba representado por 7.135 millones de acciones, con un precio de 4,53€ por acción. Pasados cinco años, el 31 de diciembre del año 2014, el número acciones en circulación de Iberdrola era de 6.388 millones de acciones con un precio de 5,60. Luego, durante ese periodo, la capitalización de Iberdrola ha experimentado un aumento valorado en 4.126 millones de euros.

La siguiente tabla muestra las variaciones en la capitalización bursátil, número de acciones y precios experimentado por Iberdrola durante los años 2009-2014, si bien el periodo de inversión propuesto en este trabajo comienza en el año 2010.

Tabla 9: Variaciones en la capitalización bursátil de Iberdrola

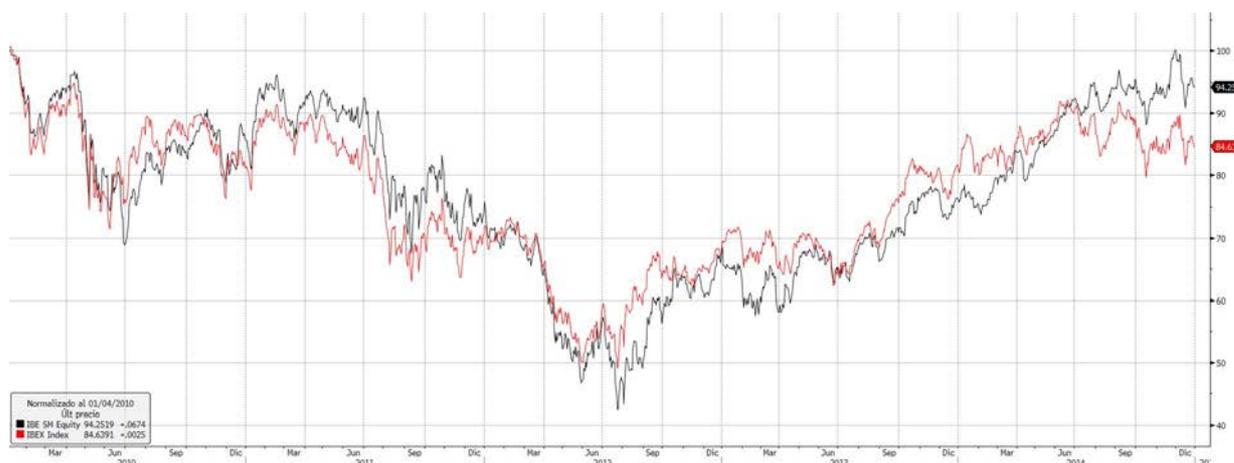
Año	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Nª de Acciones	7.135	6.980	7.296	7.183	6.693	6.388
Precio	4,91	4,53	3,90	3,65	4,32	5,60
Market Cap	35.033	31.631	28.465	26.249	28.922	35.756
Var.		-3.402	-3.165	-2.216	2.673	6.834

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en DataStream

Respecto al Ibex-35, a lo largo del mismo periodo la capitalización paso de ser de 9.486,3 puntos a los 10.279,5, si bien durante este periodo ha llegado a disminuir hasta los 6.000 puntos como consecuencia de la crisis económica.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la capitalización bursátil del IBEX-35 frente a Iberdrola. En ella se puede apreciar con claridad que el IBEX-35 ha mostrado un mejor comportamiento frente a la evolución de la acción de Iberdrola. La explicación de este hecho viene de que al ser el IBEX-35 un índice selectivo compuesto por 35 empresas de distinta índole, representa un riesgo que menor que las acciones de un mismo valor. Junto a esto, hay que añadir el hecho de que las empresas del sector eléctrico se han visto fuertemente castigadas por la caída del consumo y por los cambios en la regulación eléctrica.

Ilustración 6: Movimientos de precio de Iberdrola e IBEX-35 en la misma base

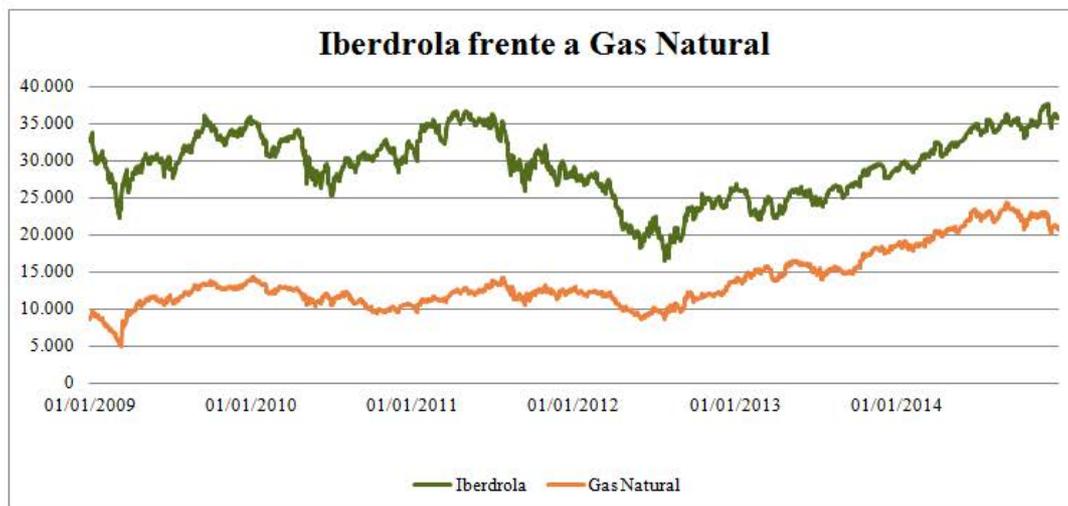


Fuente: Elaboración a partir de la base de datos Bloomberg

Si se examina el IBEX-35, se obtiene que las compañías más similares a Iberdrola son: Gas Natural, Red Eléctrica Española y Endesa, siendo esta última el competidor por excelencia de Iberdrola.

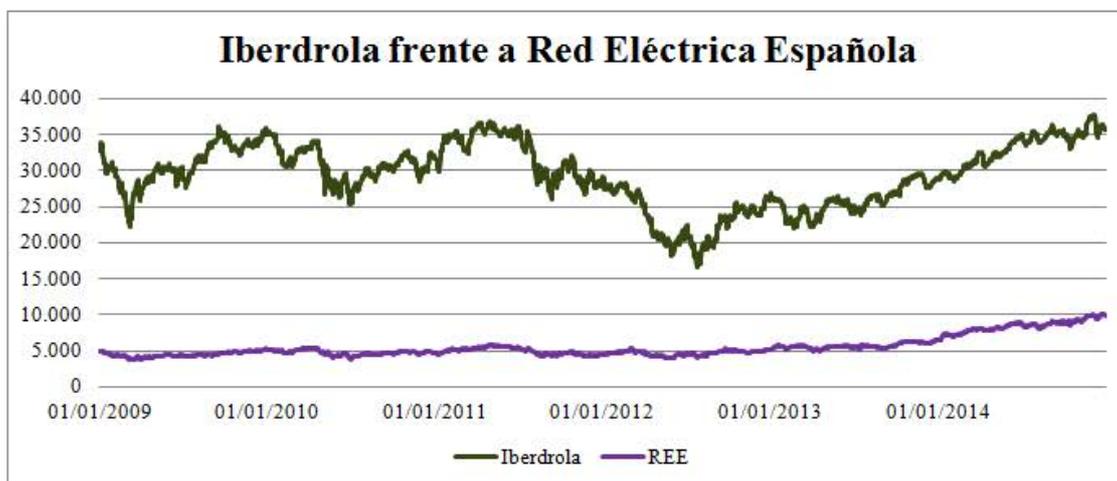
Las siguientes figuras muestran la evolución de las tres compañías comparables a Iberdrola en el mercado español, frente a la evolución de Iberdrola.

Ilustración 7: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a Gas Natural



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DataStream

Ilustración 8: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a REE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DataStream

Ilustración 9: Evolución de la capitalización bursátil de Iberdrola frente a Endesa



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DataStream

5.2 Aumento de valor para los accionistas

El aumento de valor para los accionistas se define como la variación en la riqueza de los accionistas durante un período de tiempo. Podría pensarse que esta variación equivale al aumento o disminución de la capitalización de la compañía, una idea que no es del todo errónea. Sin embargo, de acuerdo con Pablo Fernández, el aumento en la capitalización de las acciones no equivale al aumento del valor para los accionistas, puesto que deben realizarse los siguientes ajustes:

- i. Se produce un aumento en la capitalización, pero no un aumento en el valor de los accionistas cuando:
 - Los accionistas suscriben acciones nuevas de la empresa pagando en dinero
 - Se produce una conversión de obligaciones convertibles
 - Se produce una emisión de acciones para pagar la adquisición de otra empresa

- ii. Se produce una disminución de la capitalización, pero no un disminución en el valor de los accionistas cuando:

- La empresa paga a sus accionistas en efectivo (i.e pago de dividendos o reducciones de nominal)
- La empresa compra acciones propias en el mercado (autocartera)

En resumidas cuentas, el aumento de valor para los accionistas se calcula de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 & \text{Aumento del valor de los accionistas} = \\
 & \text{Aumento en la capitalización bursátil de la empresa} \\
 & \quad + \text{Dividendos pagados en el año} \\
 & \quad + \text{Otros pagos a los accionistas} \\
 & \quad - \text{Desembolsos de los accionistas} \\
 & \quad - \text{Conversión de obligaciones convertibles}
 \end{aligned}$$

En el caso de Iberdrola durante los años 2010-2011-2012 no solo no ha habido un aumento de valor para los accionistas, sino que este se ha reducido. Las razones que explican esta reducción son el impacto de la crisis, puesto que se trata de un negocio estrechamente relacionado con la coyuntura macroeconómica y dentro de ella, más concretamente el consumo. Así mismo, al tratarse de un sector regulado también hay que mirar hacia los sucesivos cambios regulatorios impuestos por el gobierno para explicar esta reducción. Finalmente, también es importante destacar que parte de esta reducción del valor de los accionistas se encuentra en los ajustes estratégicos y operativos llevados a cabo por la compañía con el fin de adaptarse a los cambios del entorno y del sector, a la vez que reducir su exposición al mercado español. Por el contrario, durante los años 2013 y 2014, Iberdrola fue capaz de aumentar el valor para los accionistas. Un aumento que encuentra su origen en la mejora de la economía española y europea, así como a la puesta en valor de las inversiones llevadas a cabo en distintas áreas geográficas del mundo, especialmente en Latinoamérica.

El aumento del valor para los accionistas de Iberdrola durante el horizonte temporal de la inversión se resume en la siguiente tabla:

Tabla 10: Aumento de valor para los accionistas

Año	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Var. Market Cap	-3.402	-3.165	-2.216	2.673	6.834
+Dividendos	0	1.190	178	184	187
- Compras de Empresas	-98	-1.705	-22	-24	-96
+ Recompra de Acciones	52	40	135	-180	196
- desembolsos de accionistas	0	0	0	0	0
- convertibles convertidas	0	0	0	0	0
Ajustes temporales y otros	0	0	0	0	0
Aumento de valor para los accionistas	-3.448	-3.641	-1.926	2.653	7.121

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de las CC.AA. de la Compañía

Ahora bien, el aumento de valor para los accionistas no es, tampoco, la creación de valor que se ha producido. Para que se produzca dicha creación, la rentabilidad obtenida por los accionistas debe ser mayor que la rentabilidad exigida por los mismos (Fernández; 2001).

5.3 Rentabilidad para los accionistas

La división del aumento del valor de los accionistas entre la capitalización tiene como resultado la rentabilidad para los accionistas. La rentabilidad para los accionistas de Iberdrola durante el periodo marcado durante la inversión ha sido:

Tabla 11: Rentabilidad para los accionistas

	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Capitalización	31.631	28.465	26.249	28.922	35.756
Var. Capitalización	-3.402	-3.165	-2.216	2.673	6.834
AVA	-3.448	-3.641	-1.926	2.653	7.121
Rentabilidad para los accionistas	-11%	-13%	-7%	9%	20%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de las CC.AA. de la Compañía

5.4 La rentabilidad exigida por los accionistas

El cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas se obtiene a partir del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Según este modelo la rentabilidad exigida por los accionistas dependerá de la rentabilidad del activo libre de riesgo y de una prima por el riesgo asumido en un activo concreto. La fórmula del CAPM se expresa como:

$$k_e = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

donde:

Ke: Rentabilidad exigida por los accionistas

Rf: Tasa libre de riesgo

β : Relación del activo respecto al mercado

Rm: Tasa de retorno esperada del mercado

o expresada de una forma más sencilla:

$$k_e = \text{Rentabilidad de las obligaciones del Estado} + \text{Prima de Riesgo}$$

Aquí se muestran las rentabilidades exigidas por los accionistas de Iberdrola anualmente, durante los años comprendidos entre 2010 y 2014:

Tabla 12: Rentabilidad exigida por los accionistas

	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Rf	4,56%	4,65%	4,70%	4,73%	4,60%
Beta	0,91	0,97	1,18	1,04	0,62
(Rm-Rf)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Ke	12%	13%	15%	14%	10%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de las CC.AA. de la Compañía

El mayor problema del *Capital Asset Pricing Model* reside en las asunciones que se deben hacer (Fernández; 2001). En este caso para el cálculo de la tasa libre de riesgo se ha tomado la media anual de la rentabilidad ofrecida por las obligaciones a diez años

del Tesoro para cada año. Las Betas anuales han sido calculadas en base a los retornos anuales de la acción de Iberdrola y del IBEX-35. Si bien, en un principio se iban a utilizar los retornos reales del IBEX-35 como prima de riesgo del mercado, dado que estos se han visto fuertemente condicionados por la fuerte crisis económica vivida en este país, al final se ha creído conveniente utilizar la prima de mercado propuesta por el profesor Ashwat Damodarn para el sector Eléctrico.

En concordancia con los resultados obtenidos en los puntos anteriores de este apartado, la comparación de la rentabilidad exigida por los accionistas y la rentabilidad de los accionistas nos indica que durante los tres primeros periodos no se ha dado ningún tipo de creación de valor para los accionistas de Iberdrola. Por el contrario, los dos últimos periodos, en los que la rentabilidad exigida por los accionistas se ve claramente sobrepasada por la rentabilidad de los accionistas, si se ha producido dicha creación de valor para los accionistas, tal y como muestra la siguiente tabla:

Tabla 13: Creación de valor para los accionistas

	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Capitalización	31.631	28.465	26.249	28.922	35.756
Rentabilidad para los accionistas	-0,11	-0,13	-0,07	0,09	0,20
Ke	0,12	0,13	0,15	0,14	0,10
Creación de Valor	-7.373	-7.330	-5.826	-1.305	3.575

Fuente: Elaboración propia a partir de las tablas anteriores

5.5 El Roe y la rentabilidad para los accionistas

Existe la falsa creencia de que el ROE (Return on Equity), el Beneficio Neto dividido entre el valor contable de los fondos propios, es coincidente con la rentabilidad de los accionistas. Esto no es así, previamente se ha definido la rentabilidad como el aumento de valor para los accionistas entre la capitalización bursátil y esto no es el ROE.

Se puede observar que el ROE guarda poca relación con la rentabilidad de los accionistas, por no decir ninguna, principalmente porque este ignora el efecto del juego

de la oferta y la demanda sobre el precio de la acciones. La siguiente tabla muestra las diferencias entre estas dos medidas de rentabilidad para el caso de Iberdrola:

Tabla 14: Ratio ROE

	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Valor en libros de los FF.PP	31.663.070	33.207.800	33.129.756	35.288.596	35.790.508
B° Neto	2.941.715	2.905.229	2.868.539	2.602.797	2.364.733
ROE	9,3%	8,7%	8,7%	7,4%	6,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos anteriores

5. 6 Iberdrola y sus competidores en bolsa

A continuación se ha creído conveniente incluir una valoración de la compañía y de sus competidores mediante técnicas de valoración relativa, concretamente la técnica de valoración conocida como valoración por múltiplos. Esta técnica utiliza como referencia para calcular los precios de un activo o pasivo los precios que han dado en el mercado. Frente a las técnicas basadas en el descuento de los flujos de caja, la valoración por múltiplos ofrece un mejor ajuste de los precios a la realidad del mercado, puesto que una de las asunciones de las que parte esta técnica es que el mercado realiza bien su trabajo y los activos están correctamente valorados, es decir, el mercado es eficiente (Fernández; 2014).

Tabla 15: Comparativa del múltiplo EV/EBITDA y sus comparables

EV/EBITDA	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	2014FY
Endesa	4,3 x	3,8 x	3,9 x	8,1 x	6,3 x
REE	10,2 x	8,1 x	8,2 x	9,1 x	11,6 x
Gas Natural	6,4 x	6,5 x	6,1 x	7,4 x	8,6 x
Iberdrola	8,4 x	7,9 x	6,8 x	8,1 x	8,6 x
<i>Average Industry</i>	7,3 x	6,6 x	6,3 x	8,2 x	8,8 x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

Tabla 16: Comparativa del múltiplo EV/Sales de Iberdrola y sus comparables

EV/SALES	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	2014FY
Endesa	1,0 x	0,8 x	0,8 x	1,0 x	1,1 x
REE	7,4 x	6,1 x	6,1 x	6,8 x	8,8 x
Gas Natural	1,5 x	1,4 x	1,2 x	1,4 x	1,7 x
Iberdrola	1,9 x	1,8 x	1,5 x	1,7 x	2,0 x
<i>Average Industry</i>	2,9 x	2,5 x	2,4 x	2,7 x	3,4 x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

Tabla 17: Comparativa del PER de Iberdrola y sus comparables

PER	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	2014FY
Endesa	8,3x	7,6x	8,8x	13,1x	18,4x
REE	12,2x	9,7x	10,2x	12,4x	17,7x
Gas Natural	9,1x	11,0x	9,4x	12,9x	16,4x
Iberdrola	10,9x	10,1x	9,0x	11,2x	15,2x
<i>Average Industry</i>	10,1x	9,6x	9,4x	12,4x	16,9x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

5.7 El IBEX-35

El gráfico siguiente muestra cómo ha ido evolucionando el IBEX-35 durante el periodo de inversión contemplados en el caso. Para analizar los movimientos del IBEX-35 durante dicho periodo es necesario prestar atención a los factores macroeconómicos y coyunturales que han afectado a la economía española durante estos últimos años.

Ilustración 10: Evolución de la capitalización del IBEX-35



Fuente: Gráfico obtenido de la base de datos de Bloomberg

Durante el periodo 2008-2014 la economía española se ha visto marcada por la inestabilidad económica, política y social. Dentro de este periodo podemos diferenciar varias etapas:

2008: Origen de la Crisis económica española y estallido de la burbuja inmobiliaria

El crecimiento de la economía se vio fuertemente afectado por la reacción adversa de los principales indicadores macroeconómicos, entre ellos, la demanda nacional y la confianza de los consumidores. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del PIB disminuyó en el último trimestre de 2008 hasta el 0,9. En cuanto al comercio exterior, creció la demanda exterior neta mientras las importaciones de bienes disminuyeron. A pesar de esto, la Balanza de pagos todavía presentaba déficit por cuenta corriente.

2009-10: Suave aceleración de la economía

El crecimiento se sigue contrayendo y los indicadores se mantienen estables, aunque hay algunos que presentan una evolución positiva como las exportaciones netas. El empleo sigue disminuyendo, de hecho se duplica el número de parados de 2 a 4 millones. El Estado comienza a proponer reformas para hacer frente a la situación aumentando significativamente el gasto público.

2011: Recaída en la recesión ante la Crisis de la deuda soberana

Durante el primer trimestre de 2011 continúa la tónica de suave recuperación observada desde la segunda mitad de 2009. El gasto y el consumo privado muestran una evolución menos desfavorable a finales de año. Sin embargo, ante el recrudecimiento de la Crisis de la deuda soberana en Europa la leve mejora no se consolida cayendo de nuevo en recesión.

2012 -13: “Doble recesión”

La intensidad de la recesión española, el PIB disminuyó un 1,4 %, supera a la de otros países de la Unión Europea. Este período se caracteriza por la fragilidad del mercado de trabajo, el exceso de endeudamiento de los hogares y la contracción del consumo como consecuencia del aumento de los impuestos indirectos. Las difíciles posibilidades de financiación y la creciente incertidumbre desincentivan el emprendimiento y la inversión empresarial. En 2012 se alcanza una cifra de desempleo de un 26%, de los cuales, más de la mitad son jóvenes.

2014: La crisis toca fondo y comienza la recuperación

Los principales indicadores macroeconómicos apuntan una tendencia de recuperación que comenzó, con crecimiento positivo del PIB, en los dos últimos trimestres de 2013.

6. Conclusiones

En la primera parte de este trabajo se han expuesto los pasos que toda persona debería seguir a la hora decidirse a invertir. Puede parecer que se trata de una serie de pasos y métodos altamente sofisticados, al alcance de pocas personas.

En verdad, como se ha repetido en varias ocasiones a lo largo de este trabajo, se trata de un ejercicio de sentido común consistente en actuar de forma organizada y sistemática, sabiendo siempre qué se está haciendo y procurar entender bien las características y funcionamiento del producto o el activo en el que se está invirtiendo

Las personas deberán invertir, siempre y cuando dispongan de un excedente de recursos. Esta debe ser la regla número uno, ya se trate de inversores expertos o novatos, ya que una forma de limitar la exposición al riesgo es ser conscientes de qué recursos están dispuesto a arriesgar. Obviamente, por el hecho de haber decidido poner en juego sus recursos, los inversores deberán esperar obtener una compensación, en forma de rentabilidad, de acuerdo con el nivel de riesgo. Pero ¿debe uno invertir siempre todos sus recursos excedentes? La verdad es que no, cada uno es absolutamente libre de hacer con ellos lo que quiera, en vez de invertirlos puede optar por consumirlos o depositarlos en el banco. Sin embargo, en un entorno de tipos mínimos como el de ahora, si no se lleva una adecuada planificación financiera es muy probable que se produzca una merma del poder adquisitivo y el consiguiente empobrecimiento.

Generalmente, los inversores viven preocupados por el estado y futuro desarrollo de sus inversiones. La incertidumbre, la falta de conocimiento y otros factores, hacen que a menudo se pasen por alto una falta de estructura y coherencia en la gestión de las inversiones. La forma de poder elaborar un plan robusto y sistemático es mediante la elaboración de un proceso inversor estructurado consistente en tres fases: planificación de la inversión, ejecución y supervisión. Siendo, la primera de ellas, la planificación, la más importante y sobre la que se construyen el resto.

Si bien una buena planificación y estructuración de las inversiones constituyen una importante garantía de éxito, esto no significa que en determinadas ocasiones uno no pueda salirse de la estrategia diseñada con el fin de aprovechar oportunidades

puntuales que ofrezcan los mercados.

Para la ejecución de la inversión todo inversor deberá definir con antelación el universo de inversión, es decir, el conjunto de activos en los que buscar las oportunidades de inversión. Con ello, no solo se conseguirá definir los activos en los que se va invertir, sino que a su vez también se definirá la rentabilidad que se persigue y el riesgo que se está dispuesto a asumir en cada clase de activo.

Las clases de activos se refieren a aquellas inversiones que tienen características similares en cuanto a rentabilidad, factores de riesgo y sensibilidad a las mismas variables económicas. Tal y como, se ha enunciado en epígrafes anteriores, las tres clases de activos principales son: los mercados monetarios, la renta fija y la renta variable; aunque es necesario mencionar la existencia de otras clases de activos más sofisticados y complejos como los activos inmobiliarios, las materias primas y los activos reales.

En definitiva, a la hora de invertir lo que se necesita es sentido común, como se ha repetido varias veces en este trabajo y en este epígrafe. Por sentido común, se hace referencia a elaborar un plan organizado de actuación, así como la indagación necesaria acerca de donde se está invirtiendo y como funciona.

Una vez definidos los pasos necesarios para realizar una inversión con la diligencia y sensatez necesarias, se han evaluado los resultados de la simulación de inversión en acciones del Iberdrola, frente a una hipotética inversión en el IBEX-35, puesto que es el índice de referencia.

A priori puede parecer sencillo realizar una comparativa entre haber invertido en Iberdrola o en el IBEX-35 y en verdad lo es, pero para realizar un análisis lo más exhaustivo posible de la rentabilidad de la acción de Iberdrola en este trabajo se ha obtenido cual ha sido la creación de valor para los accionistas de Iberdrola durante el periodo de inversión.

Durante los años 2010, 2011 y 2012 se ha producido una destrucción de valor constante debido a la crisis económica, los cambios en la regulación energética y la reestructuración de los negocios de las empresas españolas del sector energético. Concretamente se destruyó un valor equivalente a 3.448€ Mn, 3.641€Mn y 1.926€ Mn

respectivamente. Lo que se traduce en rentabilidades negativas del 11%, 13% y del 7% para los tres primeros años. Por tanto podemos concluir que durante los tres primeros años se hubiera sido mucho más interesante invertir en el IBEX-35 que en Iberdrola, puesto que al invertir en un índice durante los años de constantes bajadas en las cotizaciones de la compañías eléctricas españolas los inversores podrían haber reducido su exposición puesto que se trata de un “mix” de inversión muchos más diversificado que si se invirtiera en una sola acción.

Por el contrario durante los años 2013 y 2014 la rentabilidad para los accionistas de fue del 9% y del 20% respectivamente. Durante esos años la creación de valor para los accionistas de Iberdrola fue de 2.653€ Mn y de 7.121€ Mn respectivamente. Es decir, en apenas dos años no solo se recuperó todo el valor destruido en los tres años anteriores sino que se superó en cerca de los 2.000€ Mn

Teniendo en cuenta todo lo anterior, se puede concluir que comprar acciones de Iberdrola en el año 2010 y mantenerlas en los dos años siguientes ha sido todo un error puesto que se compró caro y las rentabilidades fueron negativas. Sin duda alguna, durante esos años hubiera sido mejor invertir en el IBEX-35, lo que hubiera permitido limitar las pérdidas al diversificar la inversión. Sin embargo durante los años 2013 y 2014 en términos de rentabilidad se debería haber invertido en Iberdrola, lo que permitiría capturar plenamente el potencial alcista de la acción de Iberdrola. En conclusión, lo idóneo hubiera sido no invertir nada hasta el años 2012, ya que en ambos casos hubiéremos obtenidos rentabilidades negativas. Por lo que si se quisiera maximizar los beneficios obtenidos la estrategia a seguir hubiera sido comparar acciones de Iberdrola en algún punto del 2012, con los precios bajos mínimos y aprovecharse de las fuertes subidas de la acción. Esto está muy bien, pero cuando se invierte no se sabe lo que va a ocurrir, así que se trata de tomar una decisión de inversión con los datos de que disponemos en el momento, y de ahí la importancia del análisis previo del activo en que se va a invertir.

De todas formas, de no parcelar el tiempo, es decir considerando una duración de la inversión de cinco años, la rentabilidad obtenida por el IBEX-35 es superior a la de la acción de Iberdrola. En un 9%, siendo ambas negativas. Esto ha sido así pero podría haber sido lo contrario. En este caso concreto es muy posible que Iberdrola se haya visto

perjudicada no solo por la crisis sino por la incertidumbre que ha rodeado a su marco regulatorio.

Ahora bien, el foco de este trabajo es el procedimiento inversor. En este caso, partiendo de que se han utilizado capitales excedentarios y que se han cumplido los pasos descritos se constata que podría haberse omitido un cierto análisis comparativo respecto a las empresas que forman parte de su índice sectorial para ver su valor relativo, es decir, un cierto análisis fundamental al que hemos hecho alusión previamente. Así y a primera vista, en base a los ratios presentados en este trabajo, no aparece como la opción más barata dentro de su sector, ello sin contar con las bondades de la diversificación. Todo ello nos lleva a concluir que toda inversión requiere una seriedad y un análisis cuasi-profesional, que no todo el mundo está dispuesto a llevar a cabo y que se sustituye por la confianza en el asesoramiento y gestión de profesionales, que debería seguirse de cerca.

7. Bibliografía

AMERIKS, John; Veres, Robert y Warshawsky, Mark J. (2001), “Making Retire Income Last a Lifetime”, *Journal of Financial Planning*, vol. 14, núm. 12, p.60-76

BELSK, Gary y Gilovich, Thomas (1999), “Why Smart people make big money mistakes and how to correct them: Lessons from the new science of Behavioral Economics”, Nueva York, Simon & Schuster.

BENARTZI, S. Y Thaler, R. H. (1993), “Myopic loss aversion and the equity Premium puzzle”, NBER Working Paper.

BOGLE, John Co (2007), “The little book of common sense investing, John Wiley & Sons Inc.

DURÁN, Borja (2013), “Gestión de patrimonio familiar”, LID Editorial Empresarial

EVENSKY, Harold (1997), *Wealth Management: The Financial Adviser’s Guide to Investing and Managing Client Assets*, Chicago, Irwin/McGraw-Hill.

FERNÁNDEZ, Pablo (2008), *201 Errores en la valoración de empresas*, Ediciones Deusto.

FERNÁNDEZ, Pablo (2001), *La creación de valor para los accionistas*, Ediciones Gestión 2000.

FERNÁNDEZ, Pablo (2014), *Valoración de Empresas*, Ediciones Gestión 2000.

GENSPRING (2012), *Sustaining the Family Enterprise. The Intersection of the Family Business & the Family Office*.

HAIGH, Michael S. y LIST, John A. (2005), «Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis», *Journal of Finance*, American Finance Association.

KAHNEMAN, Daniel; Krueger, Alan B.; Schkade, David; Schwarz, Norbert y Stone, Arthur A. (2006), “Would you be happier if you were richer? A focusing illusion” CEPS Working Paper, núm. 125, Stony Brook University.

KAISER, R. W. y Clayton, J. (2008), “Assessing and managing risk in institutional real estate investments”, *Journal of Real Estate Portfolio Management*.

McMILLAN, Michael G.; Pinto, Jerald E.; Pirie, Wendy y Venter, Gerhard Van de (2011), “Investments: Principles of portfolio and equity analysis”, John Wiley & Sons.

MONTIER, James (2010), *The little book of behavioral investing: how not to be your worst enemy*, John Wiley & Sons.

PEROLD, Andre F. y SHARPE, William F. (1988), «Dynamic Strategies for Asset Allocation», Financial Analysts Journal.

Web Corporativa de Iberdrola

Web Corporativa de Bolsas y Mercados Españoles

Web Personal del profesor Ashwat Damodaran

Banco de España (www.bde.es) Informes Anuales sobre la economía española de 2008-2014