



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN
EMPRESARIAL EN EL SECTOR
PETROLERO Y DE HIDROCARBUROS**
Análisis de la adquisición de Talisman Energy por Repsol

Autor: Paloma Casanueva Pérez-Minayo

Director: Manuel Trenado Torrejón

Madrid

Marzo de 2015

Paloma

Casanueva

Pérez-Minayo

Operaciones de concentración empresarial en el sector petrolero y de hidrocarburos: análisis de la adquisición de Talisman Energy por Repsol



"El mejor negocio del mundo es el petróleo bien administrado, y el segundo mejor negocio del mundo es el petróleo mal administrado."

John D. Rockefeller

"El uso del petróleo como combustible, que comenzó en la década de 1850, liberó a cientos de millones de personas de la fatiga de siglos y dio a cientos de millones una vida de mayor comodidad y abundancia".

James Buchan

"América es adicta al petróleo que frecuentemente es importado de partes inestables del mundo. La mejor manera de romper esta adicción es a través de la tecnología".

George W. Bush

ÍNDICE

I.	ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	5
II.	ÍNDICE DE TABLAS	5
	Resumen.....	6
	<i>Abstract</i>	6
1	INTRODUCCIÓN.....	8
1.1	Justificación del tema.....	8
1.2	Objetivos	8
1.3	Metodología utilizada	9
1.4	Estructura del trabajo	10
1.5	Revisión de la literatura	10
1.5.1	Teoría sobre fusiones y adquisiciones	10
1.5.2	Efectos de las fusiones y adquisiciones.....	20
1.5.3	Teoría de valoración.....	21
2	EL SECTOR PETROLERO Y DE HIDROCARBUROS.....	30
2.1	Contexto.....	30
2.2	Análisis del sector (modelo de Porter).....	36
2.3	Integración vertical en la industria	39
2.4	Entorno macroeconómico.....	40
2.5	Razones que provocan la caída del precio del petróleo	48
2.6	Oleada de fusiones.....	50
2.7	Ventajas de las súper-petroleras	52
2.8	Retos en las operaciones de crecimiento inorgánico	53
3	OPERACIÓN DE ADQUISICIÓN DE TALISMAN ENERGY POR REPSOL.....	54
3.1	Características del acuerdo	54
3.2	Perfil de la empresa adquirente: Repsol.....	54
3.3	Perfil de la empresa adquirida: Talisman.....	56
3.4	Criterios de Repsol para la compra de activos/empresas.....	57
3.5	¿Por qué Talisman?	57
3.6	Plan de Acuerdo	59
3.7	Lógica estratégica de la operación.....	60
3.8	Crecimiento derivado de la operación.....	61
3.9	Efectos derivados de la adquisición	62
3.10	¿Cómo Repsol va a crear valor añadido?	63
3.11	Datos financieros básicos.....	64

3.12	Valoración por descuento de flujos de caja.....	65
3.13	Múltiplos de la operación	67
3.14	Financiación de la operación.....	69
3.15	Indicadores financieros y operativos clave	70
4	CONCLUSIONES DE LA OPERACIÓN.....	71
III.	GLOSARIO DE TÉRMINOS	73
IV.	BIBLIOGRAFÍA.....	75

I. ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Creación de valor por sinergias	14
Gráfico 2: Tipos de sinergias	14
Gráfico 3: Evolución del PIB Mundial	43
Gráfico 4: Activos por zona geográfica	59
Gráfico 5: Deuda Neta/EBITDA (x).....	68
Gráfico 6: Deuda Neta después de la operación (miles de millones de dólares).....	69

II. ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Determinantes del precio de los combustibles	39
Tabla 2: Demanda de petróleo mundial	41
Tabla 3: Sinergias derivadas de la operación	64
Tabla 4: Precios utilizados para el DCF	65
Tabla 5: Datos financieros de Repsol	70
Tabla 6: Datos financieros de Talisman	70

Resumen

El presente trabajo tiene el objetivo de estudiar el sector petrolero y de hidrocarburos así como los catalizadores de las operaciones de concentración empresarial en el mismo.

La situación geopolítica mundial es influida en gran medida por dicho sector, debido a la importancia del abastecimiento del crudo para el desarrollo de las economías. Por otra parte, durante la historia de esta industria (iniciada en 1850), han tenido lugar diferentes crisis mundiales provocadas por los precios y abastecimiento del crudo, como la de 1973. Estas crisis han sido utilizadas para llevar a cabo operaciones de concentración empresarial, como las de la década de los noventa (Exxon Mobil y BP Amoco).

A mediados de 2014, comenzó una nueva crisis en la industria, con reducciones drásticas de precios entre junio y diciembre.

En este contexto, en diciembre de 2014 se produce la operación de adquisición por parte de Repsol de la compañía petrolera canadiense Talisman Energy, empresa dedicada a la exploración y producción de crudo. Las tres principales razones para llevar a cabo la operación son: (i) momento adecuado en cuanto a precios de crudo y bajo endeudamiento de la empresa adquiriente; (ii) supone una mayor presencia en países de la OCDE respecto a la situación anterior con presencia en países con mayor riesgo geopolítico (principalmente Latinoamérica); (iii) práctica duplicación de la producción de crudo en la nueva empresa resultante.

Palabras clave: adquisición, concentración empresarial, crecimiento inorgánico, crudo, flujos de caja, integración vertical, múltiples, petróleo, Repsol, sector petrolero y de hidrocarburos, sinergias, Talisman Energy.

Abstract

The objective of this document is to examine the oil and gas sector as well as the main drivers of concentration operations in the industry.

The global geopolitical situation is highly influenced by this sector, due to the importance of oil supply for the development of world economies. During the history

of the industry (begun in 1850), it has experienced several crises caused by oil prices and supply, as in the case of the one of 1973. These crises have been used to carry out business concentration operations, as those in the nineties (Exxon Mobil and BP Amoco).

In the middle of 2014, a new crisis in the industry began, producing a dramatic decrease in the oil prices from June to December. The acquisition of the Canadian company Talisman energy by Repsol comes under this context. The acquired company is specialized in oil exploration and production activities. The three main reasons to carry out this operation are: (i) right moment in terms of oil prices and low debt of the acquiring company; (ii) implies a greater presence in OECD countries over the previous situation with presence in riskier geopolitical countries (mainly Latin America); (iii) Repsol is supposed to roughly double its oil production.

Key words: acquisition, business concentration, inorganic growth, crude, cash flow, vertical integration, multiples, petroleum, Repsol, oil and gas sector, synergies, Talisman Energy.

1 INTRODUCCIÓN

La introducción del trabajo se ha organizado en cinco partes. En primer lugar, se hace referencia a la justificación del tema para, a continuación, establecer los objetivos del trabajo. En tercer lugar, se explica la metodología utilizada a la hora de realizar el trabajo. Por último, se detalla la estructura y se desarrolla la revisión de la literatura.

1.1 Justificación del tema

El presente trabajo se centra en las operaciones de concentración empresarial en el sector petrolero y de hidrocarburos y, más en concreto, en la adquisición de la empresa canadiense Talisman Energy por parte de Repsol.

A nivel personal, me ha parecido muy interesante realizar un estudio del sector petrolero y de hidrocarburos. Me parece un tema de total actualidad debido a los cambios que se llevan produciendo en el mismo desde mediados del año 2014. Además, se trata de un sector con una gran influencia en los mercados financieros y de un carácter y alcance global.

A raíz de la caída de los precios del crudo desde junio de 2014, muchas de las compañías menos afectadas por esta situación han encontrado la oportunidad de llevar a cabo fusiones y adquisiciones con aquellas a las que dichas caídas les estaban afectando en mayor medida. Este ha sido uno de los catalizadores de la operación entre Talisman y Repsol.

Por otra parte, se trata de un sector muy ligado a los cambios en las variables macroeconómicas y que ha ido evolucionando a lo largo de las décadas, puntos que se analizan en profundidad a lo largo del trabajo.

1.2 Objetivos

El presente trabajo tiene como objetivo analizar las operaciones de concentración empresarial en el sector petrolero y de hidrocarburos. Para ello, primero se establecerán los principios clave sobre dichas operaciones (fusiones y adquisiciones) y sobre la valoración de las mismas.

Una vez estudiados dichos conceptos y métodos de valoración, el trabajo se centra en analizar el sector petrolero y de hidrocarburos. Esto se realiza mediante el estudio de su evolución en las últimas décadas hasta características propias como actividades y tipos de compañías, entre otros.

Otro punto de vital importancia, es analizar el entorno macroeconómico que lleva produciendo cambios en el sector desde junio de 2014, así como el contexto concreto con el que se enmarca Repsol.

Por último, el trabajo trata de explicar la importancia que tienen en este sector el tamaño de las empresas y la diversificación de las mismas. Para ello, se estudia la operación de adquisición entre Repsol y Talisman anunciada en diciembre de 2014. Dicho estudio de dos compañías reales, trata de asentar las bases de la importancia de realizar operaciones de crecimiento inorgánico en el sector para mantener su competitividad.

1.3 Metodología utilizada

A la hora de abordar este trabajo, he seguido un método de carácter deductivo. Se trata de un método de carácter científico que se apoya en determinadas premisas o hipótesis, según las cuales la conclusión está implícita.

Para establecer dichas premisas y conocer el sector en profundidad, he estudiado diferentes materiales bibliográficos (libros, artículos de prensa y artículos académicos). Además, he tenido la oportunidad de poder comentar la situación del sector, para obtener un mayor entendimiento de las circunstancias actuales con un profesional del mismo desde hace más de veinte años.

A continuación, he realizado una revisión de la literatura a partir de diferentes libros sobre teorías de fusiones y adquisiciones así como de su valoración. Una vez afianzados estos conceptos, me he centrado en estudiar el sector, entendiendo en una primera fase la evolución y estructura del mismo. Después, me he centrado en el estudio de la situación actual de esta industria y las circunstancias macroeconómicas que están impulsando un cambio.

Por último, he procedido a analizar la operación anunciada en diciembre de 2014: la adquisición de la compañía canadiense Talisman por parte de la española Repsol.

Como consecuencia de los pasos anteriormente realizados, me ha sido posible analizar la operación en la coyuntura actual.

1.4 Estructura del trabajo

En cuanto a la estructura del trabajo, éste se divide en tres partes. En primer lugar, se realiza un estudio del sector petrolero y de hidrocarburos, analizando tanto la evolución del mismo, como la alta integración vertical de la industria. Además, se profundiza en el entorno macroeconómico y las razones que llevaron a la caída del precio del petróleo. En esta parte, se hace igualmente referencia a los retos derivados de realizar operaciones de crecimiento inorgánico.

En segundo lugar, se analiza la operación de adquisición de Talisman por parte de Repsol. Dentro de dicho análisis, se profundiza en los perfiles de ambas compañías, así como en los criterios para llevar a cabo la adquisición. Asimismo, se estudian aspectos como el plan de acuerdo, la lógica estratégica de la operación, el crecimiento derivado de la operación, los datos financieros clave, la valoración de la operación y la financiación de la misma.

Por último, el trabajo termina estableciendo una serie de conclusiones extraídas como resultado del estudio de los dos apartados anteriores.

1.5 Revisión de la literatura

1.5.1 Teoría sobre fusiones y adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones son operaciones de concentración empresarial. A través de ellas, se alcanza el crecimiento inorgánico, es decir, aquel que no es generado dentro de la propia empresa sino a través de la integración con otras empresas. Estas operaciones tienen un carácter interdisciplinar, abordando materias tanto contables, como legales, fiscales, financieras o de competencia (Mascareñas; 2005).

Las adquisiciones son las operaciones de combinación empresarial más comunes. En una adquisición intervienen dos compañías:

- **Sociedad adquirida**: también es conocida como compañía objetivo o *target*. Es aquella cuyo control es tomado por otra compañía (adquirente) o por un grupo de inversores.

El control se adquiere al comprar acciones de la compañía objetivo. El pago se realiza a través de una cantidad monetaria (generalmente nos referimos a ella como “consideración”) o de acciones de la compañía adquirente. Según la norma 20ª de negocios conjuntos del PGC¹, el control es:

(...) [E]l poder de dirigir la política financiera y de explotación sobre una actividad económica con el fin de obtener beneficios económicos, de tal manera que las decisiones estratégicas, tanto financieras como de explotación, relativas a la actividad requieran el consentimiento unánime de todos los partícipes.

De este modo, cuando una compañía adquiere otra para tomar el control, formarán según el Código de Comercio², un grupo. Por otra parte, según el PGC³, se presume que existe el control cuando la sociedad adquirente se encuentra en alguno de los siguientes supuestos:

- a) Posee más del 50% de los votos.
 - b) Posee la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
 - c) Puede disponer de la mayoría de los derechos de voto.
- **Sociedad Adquirente**: aquella sociedad que compra total o parcialmente las acciones o capital social de la compañía *target*, convirtiéndose en propietaria (en el porcentaje de la adquisición) de sus activos y pasivos.

Por otra parte, debemos destacar que en algunas ocasiones, para adquirir una compañía se debe lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) cuando la empresa objetivo es cotizada.

¹ Plan General de Contabilidad, norma 20ª de negocios conjuntos.

² Código de Comercio y legislación complementaria, artículo 42, a través del siguiente enlace: http://www.boe.es/legislacion/codigos/codigo.php?modo=1&id=035_Codigo_de_Comercio_y_legislacion_complementaria

³ Plan General de Contabilidad, NECA 13ª, contenida en la tercera parte del Plan.

Otro tipo de adquisición muy utilizada por las casas de capital riesgo, es la conocida como *Leveraged Buy Out* (LBO). Esta compra se caracteriza por ser apalancada, es decir, cuya financiación principal es deuda.

1.5.1.1 Tipos de adquisiciones

Las operaciones de adquisición, se suelen clasificar según la forma en la que van a crear valor y, según el sector de actividad de las sociedades adquirida y adquirente. Así, según Abajo (Abajo; 2005), las adquisiciones pueden ser:

A. Según la creación de valor derivada de la operación:

i) Estratégicas:

La operación crea valor porque obtenemos más rentabilidad a través de las dos empresas de manera conjunta que individual. Esta rentabilidad suele proceder de la generación de sinergias de explotación y/o de la adquisición de empresas competidoras o complementarias.

ii) Financieras:

En este caso, la creación de valor derivada de la operación no procede de la obtención de una mayor rentabilidad, sino de la infravaloración de los activos de la empresa adquirida.

B. Según la actividad de las empresas implicadas:

i) Horizontales:

La concentración empresarial será de tipo horizontal cuando las sociedades adquirida y adquirente sean competidoras en la misma línea de negocio. No obstante, este tipo de operaciones pueden violar el derecho de libre competencia, por lo que han de estar supervisadas y en determinados casos necesitan ser aprobadas por las autoridades pertinentes. Debido a este tipo de adquisición, se consigue mayor poder de mercado y eliminar competidores.

ii) Verticales:

Por el contrario, la concentración empresarial de tipo vertical se produce cuando las sociedades adquirida y adquirente no operan en la misma línea de negocio. Es el caso de combinaciones entre clientes y proveedores (integración hacia delante al ser en dirección al cliente y hacia atrás al ser en dirección al proveedor).

Mediante este tipo de adquisiciones se consigue mejorar la administración y coordinación en la cadena de valor, así como reducciones en los costes de fabricación. Además, la integración vertical permite competitividad con respecto a los competidores, por lo que también han de ser supervisadas por las autoridades de competencia.

iii) Conglomerado:

Operaciones en las que no existe relación entre las actividades de las sociedades adquirida y adquirente. Fueron muy utilizadas en la década de los 60 como opción de diversificación.

1.5.1.2 Sinergias

El valor que se crea en las operaciones de crecimiento inorgánico se materializa a través de las sinergias. Según la RAE⁴, sinergia es: “[a]cción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”. Estas sinergias que se generan justifican la creación de valor para los accionistas. De este modo, y en concreto en el caso de las adquisiciones; una sinergia consiste en una ventaja que surge a raíz de la adquisición y que previamente no existía ni en la compañía adquirente ni en la adquirida.

⁴ Información obtenida de: <http://www.rae.es>

Gráfico 1: Creación de valor por sinergias

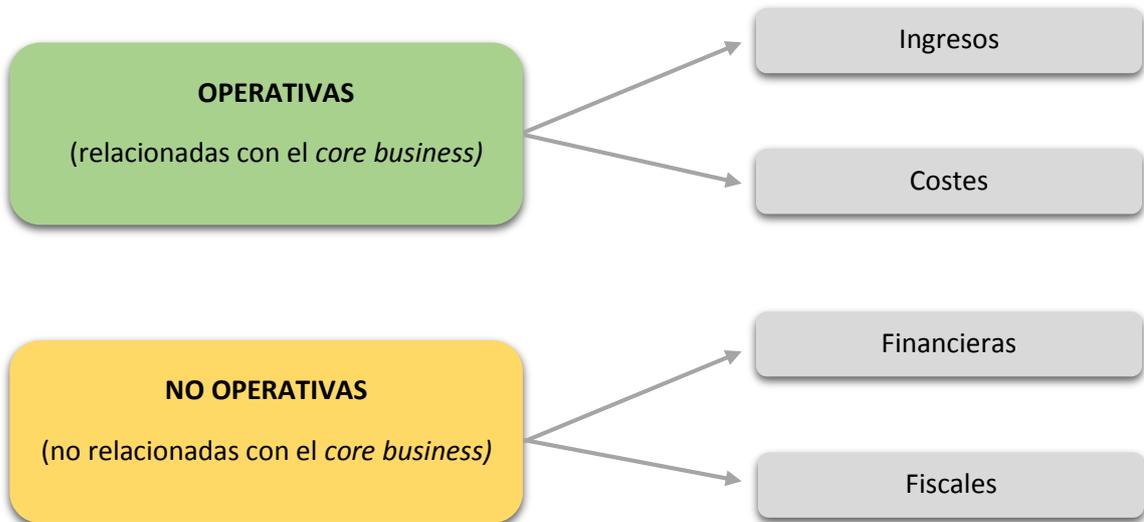


Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar en la imagen superior, el valor de las compañías adquirida y adquirente en conjunto, es superior al de cada una de manera individual.

Según la manera en la que crean valor en la empresa, podemos clasificarlas en: (1) operativas y, (2) financieras y fiscales. Así, según Abajo (Abajo; 2005):

Gráfico 2: Tipos de sinergias



Fuente: elaboración propia

1. Operativas

1.1 Sinergias de Ingresos

Este tipo de sinergias suelen surgir cuando empresa adquirida y adquirente combinan recursos y *know-how*. Como consecuencia de ello, los ingresos

de dichas compañías juntas son mayores que los de ambas por separado. Además, se crean cuando gracias a la integración se puede acceder, por ejemplo, a nuevos mercados y clientes.

En general, suelen ser el tipo de sinergias más valoradas por el mercado debido al casi ilimitado potencial de crecimiento que ofrecen. Dicho crecimiento se debe a que ambas empresas unidas se complementan en sus carencias individuales, accediendo a ellas de forma más rápida y económica.

1.2 Sinergias de Costes

En este caso, las sinergias suelen derivarse del desarrollo de economías de escala, las cuales permiten disminuir los costes operativos. Según la Enciclopedia Financiera⁵, las economías de escala son:

[L]as ventajas de costes que una empresa obtiene debido al aumento de su tamaño (expansión). Son los factores que hacen caer el coste medio por unidad según se incrementa la producción. Las economías de escala son un concepto a largo plazo.

Como consecuencia de las economías de escala, los costes de las compañías adquirida y adquirente de manera integrada son menores que los costes de ambas por separado. Debido a que el coste medio unitario desciende, el coste total de producción también lo hace gracias a la posibilidad de compartir costes entre ambas empresas. Así, se pueden realizar recortes de costes operativos como: reducciones de plantilla, mejores condiciones con los proveedores, mejoras en la eficiencia de los procesos al compartirse tecnología y *know-how*.

Al contrario que las sinergias de ingresos, las de costes tienen una naturaleza limitada y se agotan. No obstante, su estimación y materialización resultan más sencillas.

⁵ Información obtenida de la Enciclopedia Financiera a través del enlace: <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-economias-de-escala.html>

2. Financieras y Fiscales

2.1. Sinergias Financieras

Este tipo de sinergias no relacionadas con el negocio principal de la compañía, surgen cuando la combinación de empresa adquirida y adquirente tienen mayor capacidad de endeudamiento juntas que separadas. Así, se generan sinergias a través de la reducción del riesgo financiero.

Además, como las dos compañías manejan conjuntamente un mayor volumen de recursos, pueden obtener costes de financiación menores y mejores condiciones en los mercados de capitales. Esto también se debe en gran medida a la garantía conjunta de los pasivos.

No obstante, este tipo de sinergias no han de considerarse de manera única a la hora de realizar una operación de concentración empresarial.

2.2. Sinergias Fiscales

Este tipo de sinergias surgen cuando a través de una operación de concentración empresarial se puede reducir el pago de impuestos. Esto provoca que la carga fiscal de ambas compañías de manera conjunta sea menor que de manera individual.

Por otra parte, debemos recalcar la relevancia en la generación de este tipo de sinergias del tratamiento que otorga cada país con respecto a las operaciones de concentración empresarial.

Según Mascareñas (Mascareñas; 2005) las sinergias fiscales más comunes son:

- Compensación de pérdidas: se dan en los casos en que una de las dos compañías presenta beneficios y la otra pérdidas. Así, la primera puede reducir sus beneficios mediante la compensación de las pérdidas, reduciendo de este modo el pago de impuestos. Consideramos que el valor actual de la sinergia fiscal es el valor de los ahorros fiscales.

- Concesiones fiscales: en este caso, la empresa *target* posee concesiones fiscales de las que se puede beneficiar la adquirente.
- Revalorización de activos depreciables: surgen cuando la empresa adquirida tenía un activo con un valor contable bajo o nulo. Tras la operación, la compañía adquirente puede valorar dicho activo a valor de mercado e iniciar nuevamente el proceso de amortización (ahorro fiscal).
- Ahorros fiscales por ciclos complementarios: reducción del efecto impositivo tras la operación en casos en los que ambas compañías tengan ciclos fiscales opuestos.

Finalmente, este tipo de sinergias, al igual que las financieras, no deben ser analizarse como el objetivo único de una operación de concentración empresarial.

1.5.1.3 Motivos razonables y poco razonables para llevar a cabo una adquisición

Existen otros motivos comunes que justifican las operaciones de concentración empresarial siempre que generen alguna de las sinergias expuestas en el apartado anterior. Así, según Abajo (Abajo; 2005), algunos de estos motivos son:

A. Motivos Razonables

i) Crecimiento

A través de la concentración empresarial vía externa o inorgánica, se crece de manera mucho más rápida. Por lo tanto, las operaciones de este tipo resultan atractivas en escenarios en los que la competencia es muy elevada y conviene asegurar cuota de mercado rápidamente o en casos de expansión internacional.

Aunque por lo general el coste de crecimiento de forma inorgánica suele ser mayor que de forma orgánica, existen situaciones en que es inferior a pesar de estar pagando una prima.

ii) Obtener poder de mercado

Debido a las operaciones de concentración empresarial que se realizan por este motivo, se produce una mayor concentración en el sector en cuestión. En este caso, la operación deriva en el fortalecimiento de la posición en el mercado gracias al poder obtenido, mayor alcance de la masa crítica o la eliminación de la competencia. Estos motivos son típicos en operaciones de integración horizontal.

iii) Ventajas competitivas

Este motivo se manifiesta en la obtención de ventajas competitivas mediante operaciones de integración vertical. Estas integraciones, facilitan la coordinación de ambas compañías y la racionalización de los costes.

iv) Recursos complementarios

Otro motivo a la hora de realizar operaciones de este tipo, es la integración de negocios con recursos complementarios que deriven en sinergias. Dichas sinergias son del tipo operativo y se producen a través del intercambio de conocimientos, habilidades, rutinas y recursos. Así, ambas empresas valen más de manera conjunta que individual.

v) Mejora en la gestión

Las operaciones de crecimiento inorgánico pueden tener la motivación de mejorar la gestión de la compañía, para así crear valor mediante sinergias. En el caso de las adquisiciones, un motivo añadido por lo que una compañía *target* podría resultar atractiva sería una mala gestión del equipo directivo. De esta forma, la compañía adquirente, identificaría el potencial y la compraría a un precio infravalorado. Esta creación de valor que surge tras la mejora de la gestión, justifica la prima pagada por la adquirente.

vi) Empleo de fondos disponibles

Finalmente, otro motivo razonable a la hora de llevar a cabo una operación de concentración empresarial es la reinversión del exceso de liquidez de la compañía adquirente. Este caso suele presentarse en empresas que se encuentran en un estado de madurez de su ciclo de vida. Por ello, han acumulado excesos de liquidez que pueden reinvertir en forma de adquisición de otra empresa si con ello generan valor para el accionista.

B. Motivos No Razonables

i) Diversificación

Nunca se debe llevar a cabo una fusión o una adquisición únicamente para diversificar las operaciones de la compañía y así reducir su riesgo empresarial. Nos estamos refiriendo al tipo de diversificación de operación donde la empresa adquirente pasa a tener una nueva actividad u operación por la incorporación de la empresa adquirida; ya que esta diversificación de riesgo empresarial lo puede realizar de forma más eficaz el propio inversor/accionista, invirtiendo en el portafolio de negocios que le resulte más atractivo.

La tarea de diversificar el riesgo no ha de ser objetivo de las compañías, sino de los inversores. Resulta más fácil que un inversor individual diversifique su riesgo invirtiendo en diferentes empresas, que una empresa diversifique su riesgo centrándose en actividades no relacionadas con su *core business*. Según Mascareñas (Mascareñas; 2005) “una condición necesaria (pero no suficiente) para crear valor es que la empresa debe hacer algo por los accionistas que éstos no puedan hacer por sí mismos”.

Por ello, se debe vigilar que los directivos de las empresas no utilicen este motivo a la hora de fusionarse o adquirir una empresa, reduciendo así su riesgo personal (ligado al de la empresa).

Existe sin embargo otro tipo de diversificación de operaciones que sí puede ser un motivo razonable para la adquisición de una empresa. En este caso estaríamos refiriéndonos a la adquisición de una empresa/activos productivos que ofrecen en el *core business* del negocio de la empresa adquirente un portafolio de activos más diversificado y con menor riesgo que puede ser de carácter geopolítico (presencia en países con un menor riesgo político).

ii) Motivaciones de los directivos

Los directivos han de ser agentes al servicio de los accionistas, cuya maximización del beneficio han de buscar. Por esto, los motivos personales que pueden llevar a un directivo a desear realizar una operación de

concentración no son razonables. Por ejemplo, puede verse motivado por poner dificultades a la hora de recibir una toma de control hostil o por el simple hecho de alcanzar una reputación o prestigio personal.

El economista estadounidense Richard Roll, presentó en 1986 su hipótesis de *hubris*, la cual trata este tema como el orgullo excesivo o la arrogancia del hombre. También podemos señalar dentro de estas motivaciones de los directivos el *empire-building* o búsqueda de reputación a través de la presencia en más sectores.

iii) Incremento del beneficio por acción

Tras una operación de este tipo, se analiza la acreción o dilución del beneficio neto por acción (BPA). Sin embargo, este ratio no debe ser el objetivo último de estas operaciones ya que no expresa si éstas han creado de manera real riqueza o no.

iv) Defensa ante operaciones hostiles

Cuando el único objetivo de la operación es aumentar el tamaño de la compañía para así dificultar su compra por los competidores.

v) Imitación a las tendencias del mercado

El objetivo de una operación de concentración empresarial no debe ser la imitación a las tendencias u operaciones que se estén produciendo en el mercado.

1.5.2 Efectos de las fusiones y adquisiciones

Para que una operación de este tipo cree valor para el accionista, las sinergias reales derivadas de la operación tienen que ser superiores a la prima pagada. Tanto los accionistas, como la sociedad y la organización salen beneficiados de las operaciones de concentración empresarial según Jensen (Jensen; 1986).

Se pueden analizar tanto la repercusión de la operación en la empresa adquirida como adquirente. En general, se suele considerar que los accionistas de la compañía adquirida salen beneficiados de la operación; mientras que en el caso de los de la adquirente no siempre es así (Mascareñas; 2005).

En primer lugar, las cotizaciones de la compañía adquirida suelen subir al anunciarse estas operaciones. En el caso de que finalmente se lleve a cabo la operación, se incrementa valor para los accionistas pero no necesariamente para los empleados en el corto y medio plazo.

Por el contrario, en caso de que la operación no se lleve a cabo, los accionistas no salen beneficiados. Según datos históricos, tras una operación anunciada y no llevada a cabo, se producen caídas en las cotizaciones a valores anteriores a la operación o más bajos (Mascareñas; 2005).

En segundo lugar, las cotizaciones de la compañía adquirente, suelen bajar al anunciarse la operación. Este descenso del precio de las acciones suele estar ligado a dudas por parte del mercado en cuanto a la operación o en cuanto al valor de la prima.

No obstante, es posible que la cotización reaccione mejor al pagar la operación con caja que con acciones de la propia compañía, ya que el coste de financiación es menor (Mascareñas; 2005).

Por último, como se ha comentado al analizar los tipos de sinergias potenciales, la diversificación no es un motivo para justificar por sí sola la operación. En el caso de que ésta sea el motivo principal, el rendimiento a medio y/o largo plazo será negativo (Mascareñas; 2005).

1.5.3 Teoría de valoración

A la hora de llevar a cabo una adquisición, la compañía adquirente trata de identificar compañías objetivo que estén infravaloradas. Mediante la compra de un negocio por menos de su valor fundamental, la compañía adquirente obtiene una ganancia de la transacción. Sin embargo, puede que las adquisiciones se lleven a cabo por motivos diferentes al valor de la empresa. Esto se produce, por ejemplo, en el caso de que la dirección de la adquirente esté motivada por ganancias personales o por el anteriormente referido *empire-building*. Este concepto hace referencia al deseo de los directivos de obtener reputación a través de la presencia de la compañía en más sitios, sectores o ganar a la competencia.

En consecuencia, a la hora de considerar llevar a cabo una adquisición, la compañía adquirente debe evaluar el valor de la empresa objetivo como empresa independiente (*stand alone*) y determinar la cantidad que está dispuesta a ofrecer por ella. En el caso de que existan varios oferentes, el precio de adquisición resulta un factor determinante en el éxito de la oferta.

Al adquirir una compañía, el comprador normalmente paga una prima sobre el valor de mercado (Schill; 2013). Esta prima normalmente se utiliza para hacer más atractiva la operación a los accionistas de la empresa objetivo.

Una vez establecida la prima, las compañías deben considerar cuidadosamente cómo los beneficios esperados de la adquisición van a sobrepasar los costes derivados de la obtención del control (Schill; 2013).

En un mercado eficiente, apunta Schill, el valor de mercado de la compañía objetivo establece la base desde la perspectiva de los accionistas ya que el precio de la adquisición debe exceder este valor para hacer atractiva la venta.

Por otra parte, el valor con las sinergias incorpora tanto los ingresos netos esperados como los costes asociados con el negocio. Este valor es el máximo desde la perspectiva del oferente según Schill. Para que el adquirente obtenga algún beneficio de la transacción, el precio de adquisición debe ser inferior al valor del *target* con las sinergias.

Continuando con Schill, la operación crea valor para los accionistas de la compañía adquirente y la adquirida cuando el precio de adquisición está entre el valor de mercado y el valor del *target* con las sinergias. Si la prima pagada por la compañía adquirente se acerca al valor de la *target* con sinergias, la transacción no crea valor para los accionistas de la adquirente. En dicho caso, son los accionistas de la compañía *target* los que se llevan todos los beneficios generados por la operación de concentración.

Como es de suponer, cuanto mayores sean las sinergias creadas, mayor será el rango de diferencia entre el valor por sí solo y el valor con las sinergias. De este modo, cobra vital importancia a la hora de realizar la valoración de la compañía *target*, hacer una valoración minuciosa de las sinergias. Equivocarse en la estimación de las sinergias y la definición de las ventajas competitivas derivadas de la operación, puede llevar a sobrevalorar la prima a pagar.

Según Sáenz (Sáenz; 2012), los pasos que se deben dar a la hora de valorar la empresa objetivo son:

1. Valoración de la compañía target como empresa independiente (*stand alone*)

El valor obtenido a través de las estimaciones de flujos de caja futuros descontadas a las tasas de descuento adecuadas se debe comparar con el precio de cotización de las acciones.

2. Reajuste del modelo de valoración

En este segundo paso, se han de explicar las desviaciones entre el valor de mercado y el estimado. Si no es posible explicar a qué factores se deben las diferencias existe la posibilidad de que la estimación haya sido errónea.

3. Valoración de las sinergias

En tercer lugar, se tienen que valorar las sinergias que se derivarán de la operación de concentración. Por lo tanto, se deben estimar los flujos de caja producidos por las sinergias y sus tasas de descuento. Los incrementos de ventas o las disminuciones de costes variables son sinergias difíciles de estimar y, fáciles de estimar las ventajas fiscales y las disminuciones de costes fijos.

4. Valoración de la operación

Por último, se procede a la valoración de la empresa combinada. Para ello, se suma al valor de la empresa *stand alone* las sinergias generadas. Dicha suma, se compara con el valor anterior a la operación y el precio pagado.

La recomendación de compra se da en el caso en el que la prima de control pagada sea inferior al valor actual de las sinergias generadas y, el precio de compra sea inferior al valor *stand alone* más las sinergias generadas.

1.5.3.1 Valoración por Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flow*)

El Descuento de flujos de caja es un método de valoración dinámico. Se basa en la capacidad de la compañía de generar flujos de caja con un nivel de riesgo determinado. Este riesgo del negocio determinará el coste de capital al que se van a descontar dichos flujos de caja futuros a la hora de realizar la valoración.

Un punto muy importante a tener en cuenta a la hora de realizar esta valoración, consiste en utilizar la tasa de descuento que corresponda al flujo de caja considerado y no a otro. El más utilizado es el flujo de caja operativo, el cual no tiene en cuenta la financiación ajena. Por este motivo, en la tasa de descuento a utilizar en este tipo de flujos, se debe tener en cuenta el ahorro de impuestos procedente de la financiación ajena.

Los pasos a la hora de valorar una compañía son (Magro; 2013):

1. Estimación de los flujos de caja.
2. Cálculo del valor residual.
3. Cálculo de la tasa de descuento (wacc).
4. Descuento de los flujos de caja.
5. Cálculo del valor de los recursos propios.
6. Interpretación de los resultados.

A continuación desarrollamos cada uno de los pasos según Magro (Magro; 2013) y Lerner (Lerner; 2012).

1) Estimación de los Flujos de Caja Libres (FCL)

El flujo de caja libre u operativo es aquel que es generado por las actividades propias del negocio. Por lo tanto, no tiene en cuenta la estructura financiera, es decir, se estima como si la compañía no tuviese deuda, únicamente recursos propios. Por ello, se calcula con los beneficios antes del pago de intereses e impuestos (EBIT). Se calcula de la siguiente manera:

$$FCL = EBIT - \text{Impuestos sobre EBIT} + \text{Amortizaciones} - \Delta \text{NOF} - \text{CAPEX}$$

Se parte del EBIT porque es una magnitud que pertenece tanto a los propietarios de los recursos propios como a los de los recursos ajenos. A continuación se deducen los impuestos calculados sobre el EBIT; cifra que resultará mayor que el pago que se realizará en realidad, ya que no está teniendo en cuenta el ahorro fiscal derivado del pago de intereses. En tercer lugar, se suma la amortización, ya que se trata de un gasto que en realidad no supone una salida de caja de la empresa. A continuación, se consideran las variaciones

en las necesidades operativas de financiación (NOF) y por último las inversiones en inmovilizado o activo no corriente (CAPEX).

Recordemos que:

- $NOF = Clientes + Existencias - Proveedores$
- $CAPEX = Activo Fijo Neto (t) - Activo Fijo Neto (t-1) + Amortización(t)$

Por último, destacar que se suelen estimar los flujos de caja a cinco años, período considerado como máximo para poder realizar estimaciones sobre la evolución del negocio (Magro; 2013).

2) Cálculo del valor residual

El segundo paso a la hora de realizar la valoración de una empresa consiste en calcular el valor residual. Según Muñoz (Muñoz; 2012), el valor residual es: “el valor que se estima tendrá el inmovilizado al finalizar su vida útil”. En este caso, el valor residual corresponde al valor estimado de la empresa en el quinto año (si se realizan estimaciones a cinco años). El valor residual se ve altamente influenciado por la tasa de crecimiento perpetuo estimada (g), por lo que, en ocasiones, puede alcanzar el 80% del peso de la cifra de valoración final (Magro; 2013).

- $Valor Residual(n) = FC(n) * (1+g) / (wacc - g)$
- $Valor Residual (0) = Valor residual (n) / (1 + wacc)^n$

Donde:

- n = año fin de las estimaciones (generalmente 5)
- 0 = hoy
- g = tasa de crecimiento a perpetuidad a partir de n
- wacc = coste de capital

3) Cálculo del wacc (tasa de descuento o coste ponderado de capital)

La tasa de descuento es conocida como wacc y representa la rentabilidad exigida por los propietarios tanto de los recursos propios (accionistas) como de los ajenos (prestamistas) (Lerner; 2012). También se podría definir como el coste de financiación de los recursos necesarios en la empresa (Magro; 2013).

En primer lugar, para poder calcular esta tasa de descuento, necesitamos conocer la estructura financiera óptima de la empresa. Para ello, hay que establecer el porcentaje o la cantidad de recursos que se financiarán con deuda y aquellos que se financiarán con recursos propios. En adelante:

- D: financiación realizada con deuda
- E: financiación realizada con recursos propios

Será óptima, la estructura financiera que minimice el coste de capital (Lerner; 2012). Por lo tanto, suponemos que a mayor coste de capital, menor valor del negocio.

En segundo lugar, tendremos que calcular el coste de la deuda y el de los recursos propios. Donde:

- Kd: coste de la deuda
- Ke: coste de los recursos propios

El coste de la deuda (Kd), se estima a través de: (1) coste de los préstamos actuales (intereses) y, (2) coste de los bonos emitidos en el mercado. Se utiliza el coste de mercado porque, según Magro (Magro; 2013):

[L]a compañía tiene que seguir financiándose y tendrá que emitir nuevos bonos cuyo coste para la compañía se determinará con la rentabilidad exigida del mercado en cada momento.

Además, en el cálculo del coste de la deuda se incluyen los ahorros fiscales derivados del pago de intereses (no son doblemente considerados ya que en el cálculo del flujo de caja se calculan los intereses sobre el EBIT). Por lo que, (Lerner; 2012):

- *Coste efectivo de la deuda = $Kd * (1 - t)$*
(siendo t la tasa impositiva)

Por su parte, el coste de los recursos propios (K_e) se suele calcular a través del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) donde:

$$\circ K_e = R_f + \beta \text{ apalancada} * (R_m - R_f)$$

Donde:

- $R_f = \text{Risk Free Rate}$ o rentabilidad de los activos o los bonos sin riesgo
- $\beta \text{ apalancada}$ = índice de volatilidad de la compañía con respecto al mercado (riesgo no diversificable)
- $R_m - R_f$ = prima de mercado o rentabilidad exigida al mercado

Por último, una vez que tenemos tanto la estructura financiera óptima como el coste de los recursos ajenos y propios, podemos calcular la tasa de descuento (Lerner; 2012):

$$\circ wacc = [K_d * (1-t) * (D / D+E)] + [K_e * (E / D+E)]$$

4) Actualización de los flujos de caja

Con las estimaciones realizadas en los pasos previos, procedemos a descontar los flujos de caja a la tasa de descuento, añadiendo en el flujo de caja del último año el valor residual (Lerner; 2012). Por lo que el valor del negocio será:

$$\text{Enterprise Value} = [\sum FC(t) / (1 + wacc)^t] + [(FC(n) + VR(n)) / (1 + wacc)^n]$$

Siendo “n” el último año (año 5 generalmente).

5) Cálculo del valor de los recursos propios

Para calcular el valor de los recursos o fondos propios de la compañía hay que restar al *Enterprise Value* el valor de la deuda neta a valor de mercado. Por lo tanto, según Lerner (Lerner; 2012):

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Deuda neta a valor de mercado}$$

6) Interpretación de Resultados

Por último, una vez tenemos la cifra resultante de la valoración, debemos saber que ésta no debe interpretarse como un valor exacto, sino como una aproximación al valor potencial del negocio (Magro; 2013).

1.5.3.2 Valoración relativa: múltiplos

Este es un método de valoración relativa que consiste en valorarla en función del precio del mercado para empresas similares. Estos múltiplos se pueden calcular de dos formas (Magro; 2013):

- a) Empresas comparables que cotizan en bolsa
- b) Transacciones pasadas

Este método se apoya en la idea de que el mercado se puede equivocar de manera puntual pero no en el conjunto de muchas empresas (Lerner; 2012).

Los pasos a seguir son (Magro; 2013):

1. *Definición del múltiplo*
2. *Identificación de empresas comparables*
Las empresas deben ser similares en cuanto a flujos de caja, crecimiento de los flujos de caja y el perfil similar de riesgo.
3. *Análisis de los múltiplos con las principales magnitudes de la compañía*
4. *Cálculo del rango de valor de la empresa*

1.5.3.3 Ventajas y desventajas de ambos métodos de valoración

A continuación, se exponen las ventajas y desventajas de utilizar ambos métodos de valoración según Lerner (Lerner; 2012):

1. Valoración por descuento de flujos de caja

- **Ventajas:**
 - Teóricamente sólido.
- **Desventajas:**
 - Hay que estimar los flujos de caja, según diferentes escenarios.
 - La tasa de descuento asume una estructura de capital constante.
 - La tasa de descuento asume una tasa impositiva constante.
 - Muy sensible a las estimaciones de la tasa de crecimiento a perpetuidad y del valor residual.

2. Valoración por múltiplos

- **Ventajas:**

- Rápido de usar.
- Fácil de entender.
- Comúnmente usado en el mercado.
- Basado en valores de mercado.

- **Desventajas:**

- Hay que encontrar compañías similares comparables.
- Pérdida de aspectos específicos de la operación.
- Variación de resultados según analistas por elementos contables, fiscales o de otra índole considerados al realizar la valoración.
- Método estático, que representa el presente y pasado de la compañía pero no necesariamente el futuro.

2 EL SECTOR PETROLERO Y DE HIDROCARBUROS

2.1 Contexto

Durante las últimas décadas, la industria petrolera y de hidrocarburos ha tenido una importante influencia en el transcurso de la economía mundial y de las relaciones entre países. Por ello, para entender su implicación actual, debemos analizar cómo ha ido evolucionando el sector petrolero y de hidrocarburos de un tiempo a esta parte.

En 1859, nace el sector petrolero y de hidrocarburos, el cual durante sus primeras décadas de vida estuvo caracterizado por una gran concentración vertical. Como afirma Reinhardt (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012), la Standard Oil Trust era la empresa con concentración vertical de mayor tamaño del mundo. Los gobiernos y compañías privadas, de manera conjunta, explotaban las reservas de petróleo.

En la década de los años 70, hubo levantamientos en Oriente Medio que produjeron incertidumbre en Occidente en cuanto al suministro de petróleo. En el año 1973, estalló la guerra árabe-israelí del Yom Kippur, la cual provocó el aumento de los precios del petróleo. Asimismo, los países árabes de la OPEP disminuyeron los suministros de petróleo, lo que hizo que los precios subieran aún más, evidenciando la dependencia de Europa a las importaciones de crudo⁶. Esta situación provocó el debilitamiento de Europa en el contexto macroeconómico⁷. Además, durante esta crisis, el petróleo fue utilizado por primera vez por los gobiernos como instrumento político⁷.

A mediados del siglo XX se produjeron algunos cambios en el sector. Las principales empresas petroleras realizaron cambios significativos a partir de 1998; momento en el cual se esperaba que los precios del petróleo continuasen su tendencia bajista. La volatilidad de los mercados se produjo por el intento de reducir costes a través de una gestión y seguimiento estricto de los inventarios (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012).

⁶ Información obtenida de: <http://www.cnnexpansion.com/economia/2014/12/05/2015-el-fin-de-la-crisis-del-petroleo>

⁷ Información obtenida de: <http://www.librosvivos.net/smtc/pagporformulario.asp?idIdioma=ES&TemaClave=1194&pagina=8&est=2>

Por otra parte, los gobiernos de los Estados con reservas nacionales de petróleo nacionalizaron la producción y expropiaron los activos de las compañías privadas. Siguiendo con las afirmaciones de estos autores, cabe destacar que las empresas privadas tenían que soportar el pago de diferentes impuestos (canon por barril, impuesto sobre sociedades e impuesto sobre beneficios por venta de petróleo). Aunque la imposición de dichos tipos impositivos era competencia gubernamental, solían estar entre el 50%-90% (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012).

A principios del siglo XXI, la demanda de petróleo estaba determinada principalmente por la actividad económica y el clima⁸. Podemos suponer que el consumo doméstico se supeditaría a cubrir las necesidades de electricidad, transporte y sistemas de calefacción y refrigerado.

Por otro lado, la pérdida de dinamismo de capitales en el sector se produjo, por tres motivos: “las compañías en bolsa ya no buscaban un aumento de la producción, sino una maximización del rendimiento del capital. En segundo lugar, la bajada de precios de 1998 hizo que muchas empresas limitaran sus partidas de capital destinado a inversiones. Y, por último, el acceso a reservas con un bajo coste de explotación se veía obstaculizado por factores geológicos y políticos.” (Standard & Poor’s, 2001, citado por Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson, 2012:5).

Los largos períodos de amortización que caracterizan a las inversiones de este sector podían desencadenar un aumento de los precios y como consecuencia, un descenso del consumo privado y doméstico de energía procedente del petróleo⁹. Los costes reales de prospección y extracción, los avances técnicos, la relación con autoridades reguladoras y la incertidumbre en los precios del crudo determinaban el suministro de petróleo (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012).

A la hora de invertir en la industria del petróleo e hidrocarburos, es necesario considerar un horizonte temporal a largo plazo, ya que la misma se caracteriza por ser incierta y cíclica (Grøgaard; Miller y Shak; 2014). Las compañías energéticas, según los anteriores autores, compiten en: el acceso a terrenos de calidad, los recursos y

⁸ Información obtenida del informe del año 2015 “*Oil Market Basics*” de la U.S Energy Information Administration a través del siguiente enlace:
http://www.eia.doe.gov/pub/oil_gas/petroleum/analysis_publications/oil_market_basics/default.htm

⁹ Información obtenida del informe del año 2000 “*Electric Power Annual 2000*” de la U.S Energy Information Administration

financiación, la habilidad para desarrollar relaciones fuertes con firmas de productos complementarios y en la atracción de profesionales debidamente cualificados. Siguiendo con las ideas de (Grøgaard; Miller y Shak; 2014), los productores sólo pueden controlar su propia eficiencia en cuanto a costes, intentando maximizarla con la expectativa de obtener rentabilidad a pesar de los fluctuantes precios en los mercados globales.

Según Reinhardt (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012), podríamos establecer la siguiente cronología en el sector:

- 1960: fundación de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en Bagdad para unificar y coordinar la política petrolera de los Estados miembros (Irán, Irak, Kuwait, Arabia Saudí y Venezuela).
- 1939-1970: gran variación en los precios del petróleo.
- 1973: nacionalización de la producción e inicio del embargo por la OPEP, lo que provocó la subida de los precios.
- 1979: revolución iraní y nueva subida de los precios.
- 1980-1985: disminución de los precios como consecuencia de las inversiones de los países productores no pertenecientes a la OPEP y de la nueva política de sustitución de fuentes de energía.
- 1990-1991: guerra del Golfo y consecuente subida de los precios.
- 1997: descenso de los precios cuando Naciones Unidas permite a Irak exportar petróleo con el consecuente aumento del suministro de crudo.
- 1998: crisis económica en Asia y los precios experimentaron un mínimo.
- 2000: reducción de la protección de la OPEP, recuperación de la demanda mundial y aumento de los precios. En este año, el crecimiento mundial respecto al año anterior del PIB real fue muy superior al del consumo de petróleo (4% y menos de un 1% respectivamente).

- 2007: los precios superaron los 75 dólares por barril, aumentando en menos de diez años un 650% su precio¹⁰.

Continuando con el pensamiento de Reinhardt (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012), podemos clasificar el sector según las siguientes actividades:

1. Abastecimiento: centrado principalmente en las reservas de recursos, incluyendo sus procesos de prospección, explotación y extracción. El ratio entre reservas y producción era muy inferior en 2001 en los países no pertenecientes a la OPEP (15 años) frente a los pertenecientes (80 años).

La actividad de abastecimiento mejoró significativamente el ratio reservas/producción gracias a avances tecnológicos como la perforación horizontal, la medición durante la perforación y el análisis sísmico tridimensional.

2. Procesamiento: durante esta fase, productos como gasolina, queroseno, diésel y otros combustibles son refinados y comercializados tanto a empresas como a usuarios domésticos.

Numerosas refinerías adoptaron un sistema JIT (*just in time*) de fabricación para intentar mejorar los márgenes procedentes del refinado, ya que eran muy bajos. El país líder en capacidad de refinado era Estados Unidos, y en cuanto al resto, la mayoría de la capacidad mundial pertenecía a países no pertenecientes a la OPEP.

3. Otras: las empresas del sector petrolero comenzaron a diversificarse embarcándose en nuevas actividades: producción de productos químicos, energías alternativas o servicios energéticos.

La apuesta a finales del siglo XX de estas empresas sobre todo por energías alternativas, predecía el enorme impacto que éstas tendrían en los años venideros. Efectivamente, esto fue así; la sociedad cada vez tiende más por el uso de combustibles limpios y respetuosos con el medio ambiente.

¹⁰ Información recuperada de la página web: <http://www.eia.gov/petroleum/data.cfm#prices>, U.S Energy Information Administration.

Según Inkpen y Moffet (Inkpen y Moffett; 2011), el sector petrolero y de hidrocarburos se compone de las siguientes actividades:

1. Upstream: actividades que engloban la exploración y la producción.
2. Midstream: actividades de transporte y trading.
3. Downstream: actividades de refinó y marketing.

Existen diferentes agentes competidores por los recursos petroleros y de hidrocarburos (Grøgaard; Miller y Shak; 2014):

- a) Compañías petroleras nacionales (NOC's: *National Oil Companies*): de propiedad parcial o total del gobierno, son compañías encargadas de la gestión de las reservas de hidrocarburos nacionales. Funcionamiento a través de operaciones nacionales e internacionales.
- b) Compañías petroleras privadas (IOC's: *International Oil Companies*): generalmente son compañías de gran tamaño que se alían con las compañías petroleras nacionales para operar en los países de las últimas. Compiten internacionalmente en operaciones de *upstream*, *midstream*, *downstream* y petroquímicas.
- c) Súper-petroleras: compañías petroleras privadas de mayor tamaño.
- d) Firmas independientes: pequeñas y medianas compañías centradas habitualmente en una o pocas partes de la cadena de valor.

Los diferentes intereses de estos agentes crean un entorno complejo y competitivo. En 2013, más del 90% de los recursos mundiales eran controlados por las compañías petroleras nacionales; las cuales se encontraban en un momento álgido de crecimiento y expansión global.

Algunos aspectos claves del sector que hemos de destacar:

- Seguimiento del reemplazo de las reservas añadidas como una de las medidas del éxito para que las operaciones sean sostenibles a largo plazo (Inkpen y Moffett; 2011). Estas reservas sirven para mantener los niveles de producción de una compañía. Dicho reemplazo puede ser obtenido mediante crecimiento orgánico (exploración) o inorgánico (adquisición).
- La calidad de los hidrocarburos determina su precio.
- Las reservas de hidrocarburos se categorizan según la recuperabilidad de los volúmenes declarados como: probadas, probables y posibles.

No obstante, maticemos el término de reserva. Según la *Society of Petroleum Engineers* (SPE) (SPE; 2007; 6), las reservas son:

[C]antidades de hidrocarburo que habrán de recuperarse de acumulaciones descubiertas, en forma comercial, a partir de determinada fecha, mediante la implementación de un proyecto de desarrollo. Como puede apreciarse, la reserva debe cumplir con cuatro condiciones: recuperable, descubierta, comercial y remanente.

- A lo largo de los últimos 15-20 años, con la constante evolución e innovación de en tecnología y los debates sociales acerca del respeto al medio ambiente se ha dificultado el acceso a los recursos (Grøgaard; Miller y Shak; 2014).
- Las inversiones en esta industrias se suelen caracterizar por ser a largo plazo, intensivas en capital e inciertas en cuanto a viabilidad económica (Grøgaard; Miller y Shak; 2014). A pesar de que los niveles de inversión suelen variar conforme lo hacen los precios del petróleo e hidrocarburos; las inversiones requieren paciencia y disposición a asumir riesgos antes de su recuperación durante largos períodos de tiempo (Grøgaard; Miller y Shak; 2014). De este modo, podemos suponer que frente a las compañías petroleras nacionales y las privadas, las firmas independientes (de menor tamaño) son más vulnerables a dichos riesgos.

2.2 Análisis del sector (modelo de Porter)

Según Porter (Porter; 2008), existen cinco fuerzas que configuran la estructura de una industria o sector. De este modo, las compañías al realizar este análisis pueden identificar criterios decisivos a la hora de establecer la estrategia corporativa que les conviene seguir para tener éxito en dicho sector. Las cinco fuerzas que se han de analizar son:

1. Poder de negociación de los proveedores.
2. Poder de negociación de los consumidores o clientes.
3. Amenaza de posibles productos o servicios sustitutivos.
4. Barreras de entrada (amenaza de entrada de nuevos competidores).
5. Rivalidad entre competidores.

En las compañías que realizan actividades tanto de *upstream* como de *downstream*, se analizan las rentabilidades de ambas por separado como negocios independientes. En general, las actividades de *upstream* (exploración y producción) son más rentables que las de *downstream* (refinamiento y marketing)¹¹. Al tratarse de dos negocios diferentes integrados dentro de una misma compañía y, para entender las causas que producen estos diferentes resultados; podemos realizar un análisis de Porter para cada una de ellas.

- **Upstream (exploración y producción):**

- **Proveedores:** entendemos como proveedores de esta actividad a los proveedores de maquinaria, los proveedores de servicios y los gobiernos que controlan el acceso a muchas de los recursos.

Los propietarios de los terrenos con reservas potenciales de petróleo e hidrocarburos son también los que deciden las concesiones para acceder a dichas reservas. Muchas veces, estos son los gobiernos, los cuales poseen un alto poder de negociación de los precios dependiendo

¹¹ Información obtenida del Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A. a través del siguiente enlace: http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

de las dificultades políticas y geológicas de acceso a dichos recursos (Esty; 2001).

- **Consumidores:** en este caso, los únicos consumidores son las refinerías. Por lo tanto, tienen muy poco poder de negociación sobre los precios.
- **Sustitutos:** no existen sustitutos en este mercado, ya que las refinerías no pueden utilizar otros productos para desarrollar su actividad. Esto conlleva que la demanda de las refinerías sea inelástica. Por lo que las variaciones en la oferta son las que producen cambios de manera en los precios.
- **Barreras de entrada:** las barreras de entrada son altas. Las inversiones de capital de los proyectos de exploración son muy altos. Además, los riesgos políticos (dificultades de acceso a los recursos, expropiaciones e impuestos) y geológicos (riesgo de encontrar crudo o no después de la perforación de pozos) son elevados.
- **Competidores:** la competencia en las actividades de *upstream* es entre: las compañías petroleras nacionales; la OPEP, que puede afectar al precio si determina cuotas de producción; compañías petroleras privadas; súper-petroleras; firmas independientes y compañías dedicadas en exclusiva a actividades de *upstream*.

La oferta está fuertemente influenciada por factores políticos como guerras, boicots y conflictos de intereses entre gobiernos.

- **Downstream (nos centramos en las actividades de refinamiento):**

Según Reinhardt (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012), los márgenes en refino suelen ser bajos. De este modo, estas operaciones dependen en gran medida de la situación de oferta y demanda mundial. Continúan Reinhardt, Casadesus-Masanell y Hanson (2012) afirmando que: (a) con precios altos, las refinerías tienen que soportar mayores costes de entrada (inputs) por la intensa competencia que no se puede pasar directamente a los

consumidores y la supervisión regulatoria; (b) con precios bajos, la competencia y los elevados costes fijos propios de estas actividades mantienen los márgenes bajos. La actividad de refinamiento se volvió temporalmente muy rentable en el período posterior a los huracanes del Golfo en 2005 ya que hubo refinерías en Estados Unidos que tuvieron que cerrar su actividad, produciéndose un déficit de oferta.

Pasemos pues, a analizar las actividades de refinamiento siguiendo un análisis de Porter:

- **Proveedores:** entendemos como proveedores de esta actividad a los productores de crudo en el *upstream*, los proveedores de maquinaria y las empresas de servicios para la exploración y producción en *upstream*. Los proveedores tienen alto poder de negociación de los precios del crudo.
- **Consumidores:** los consumidores finales de las actividades de refinamiento (petróleo e hidrocarburos) son las compañías y las economías domésticas, los cuales son muy sensibles a la variación de precios. Además de los precios, también influyen en los consumidores otros factores a la hora de consumir, por ejemplo gasolina. En este caso, el patrón de compra estaría influido por factores como la proximidad a la estación de servicio.
- **Barreras de entrada:** en cuanto a *downstream*, la principal barrera de entrada sería la imposibilidad de establecerse en determinadas zonas. Por ejemplo, esto sucede en algunos países en los que no se pueden establecer gasolineras a menos de un radio de distancia de otra de la competencia. Por el contrario, en el caso de que no exista esta restricción, una localización cercana a un competidor provocará una fuerte competencia entre sus precios.
- **Sustitutos:** los sustitutos de los productos refinados son escasos. Esto produce que para muchos de ellos, cambios en sus precios no afecten prácticamente a su demanda, es decir, la demanda es inelástica.

- **Competidores:** la competencia en la comercialización es intensa.

Tabla 1: Determinantes del precio de los combustibles

Determinantes del precio de los combustibles	
1- Precio del crudo	5- Impuestos
2- Costes de refino	6- Limitaciones en la distribución
3- Costes de distribución	7- Requerimientos regulatorios
4- Costes de marketing	

Fuente: elaboración propia

2.3 Integración vertical en la industria

La integración vertical en una determinada industria, consiste en que una misma compañía dispone de actividades en distintas fases de la cadena de valor de esa industria. La industria petrolera y de hidrocarburos se caracteriza por tener un alto grado de integración vertical debido a que le ofrece una serie de ventajas competitivas:

- Crea sinergias entre ambos negocios.
- Soluciona el problema de mercados de baja calidad o inexistentes. Esta fue el principal motivo para el alto grado de integración vertical en la industria en sus comienzos.
- Promueve relaciones estables entre las partes de la cadena de valor.
- Mejora la gestión del riesgo del negocio asociado a las fluctuaciones de los precios del crudo. De este modo, la rentabilidad de la compañía con todas sus partes integradas es menos variable.
- Permite beneficiarse de economías de integración: mejor coordinación, reducción de costes de transacción, acceso a economías de escala y reducción de costes al eliminar duplicidad de costes.
- Mejora el conocimiento y entendimiento de la industria por parte de la compañía.

- Permite compartir entre las diferentes partes de la cadena de valor la tecnología existente.
- Aumenta la capacidad de negociación.
- Facilita la identificación y solución o la eliminación de errores a lo largo de la cadena de valor.

No obstante, podríamos cuestionarnos si todas las ventajas competitivas anteriormente mencionadas son suficientes para compensar las diferencias en cuanto a la rentabilidad de los negocios de *upstream* y *downstream*. Si esto no fuese así, las compañías preferirían renunciar a dichas ventajas para centrarse en realizar la actividad más rentable.

Sin embargo, las compañías prefieren integrarse verticalmente y estar en *downstream* aunque sea menos rentable que *upstream* porque la mayoría de los pozos y fuentes de recursos son propiedad y están controlados por compañías petroleras nacionales. Esto conlleva que no existan numerosas oportunidades atractivas de inversión en *upstream*. Además, al diversificar, la compañía tendrá menos volatilidad, lo que puede atraer a los mercados de capitales.

2.4 Entorno macroeconómico

Según el World Economic Forum Annual Meeting 2015¹², durante los últimos años el sector energético ha cambiado enormemente. Los mercados se han visto fuertemente influenciados por los cambios en la oferta producidos en Estados Unidos. El aumento de la producción de petróleo e hidrocarburos ha sido el más rápido desde los años 80. Estos cambios han producido una caída de los precios del petróleo superior al 50% (durante los últimos tres años el precio del barril rondaba los 100 dólares y ha experimentado una caída alcanzando los 47 dólares). Las causas comentadas en el Foro Económico Internacional de la tremenda caída de los precios del petróleo son:

¹² Información recuperada del video del *World Economic Forum Annual Meeting 2015*, visualizado en febrero de 2015 a través del siguiente enlace: <http://www.weforum.org/sessions/summary/geo-economics-energy>

- Demanda: la demanda de petróleo ha sido baja, menor que la esperada por la Agencia Internacional de la Energía debido a la situación económica mundial. La disminución en la demanda se ha debido a la ralentización de las principales economías mundiales. El crecimiento económico en China ha sido el menor de los últimos 25 años, Japón se encuentra en recesión y la Unión Europea también se encuentra inmersa en una fuerte recesión.

Tabla 2: Demanda de petróleo mundial

DEMANDA DE PETRÓLEO MUNDIAL (Mb/d)			
	2013	2014	2015
África	3,8	3,9	4,1
América	30,7	30,8	31,1
Asia/Pacífico	30,3	30,6	31,2
Europa	14,3	14,1	14
Oriente Medio	7,9	8,1	8,3
MUNDIAL	91,8	92,5	93,4
<i>% Variación Interanual</i>	<i>1,4%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1%</i>

Fuente: International Energy Agency y elaboración propia

- Oferta: la oferta de petróleo ha aumentado enormemente debido a que los países no pertenecientes a la OPEP, han aumentado su oferta en más de dos millones de barriles diarios desde mediados de 2014. El Secretario General de la OPEP afirmó que habían decidido mantener la producción estable para ver cómo reaccionaban y se comportaban los mercados.
- Mejora de la eficiencia en el gasto de combustible de los elementos de transporte: actualmente, la mayoría de los coches que se fabrican incorporan un sistema de eficiencia energética (los denominados “coches ecológicos”). Según Faith Birol afirmaba en esta conferencia el importante papel que está tomando el interés por la eficiencia ecológica en los coches en la ralentización de la demanda.

Por otra parte, la Agencia Internacional de la Energía¹³ ha estimado una bajada de las inversiones en proyectos de *upstream* del 15% durante el 2015. Estados Unidos y Oriente Medio tendrán un papel crítico durante los próximos años.

En el anteriormente citado Foro¹⁴, se destacó también la situación del sector petrolero y de hidrocarburos en determinados países:

- Rusia: se afirmó que la bajada en los ingresos procedentes de exportaciones de petróleo le supondrán a Rusia unos costes de 150.000 millones de dólares. A pesar de esto, Dvorkovich (Primer Ministro de la Federación de Rusia) afirmó que Rusia se está centrando más en las zonas asiáticas del Pacífico, firmando contratos para proveer a China petróleo e hidrocarburos. Además, opina que los precios más bajos provocarán que Rusia se centre más en obtener beneficios procedentes de la eficiencia, innovación y exportaciones.
- Arabia Saudí: este país de Oriente Medio está aprovechando la bajada como oportunidad para bajar costes y realizar grandes inversiones en las actividades de *downstream*. Además, cuenta con unas importantes reservas de petróleo (900 mil millones de dólares). Dichas reservas tienen un coste muy bajo de extracción, por lo que el país puede soportar la bajada de los precios.
- Estados Unidos: a través del método *fracking* (fracturación hidráulica para extraer crudo y gas), el país sería exportador de crudo y autosuficiente energéticamente en unos años. Sin embargo, si debido a Oriente Medio los precios siguen bajando, este método dejaría de ser rentable.
- Italia: según Claudio Descalzi, la bajada de precios es de carácter cíclico y no estructural. Por ello, tanto los países pertenecientes a la OPEP como los no pertenecientes, deben seguir invirtiendo en el sector.

¹³ Información obtenida del informe del 16 de enero de 2015 “*Oil Market Report*” de la Agencia Internacional de la Energía a través del siguiente enlace:

<https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-01-16.pdf>

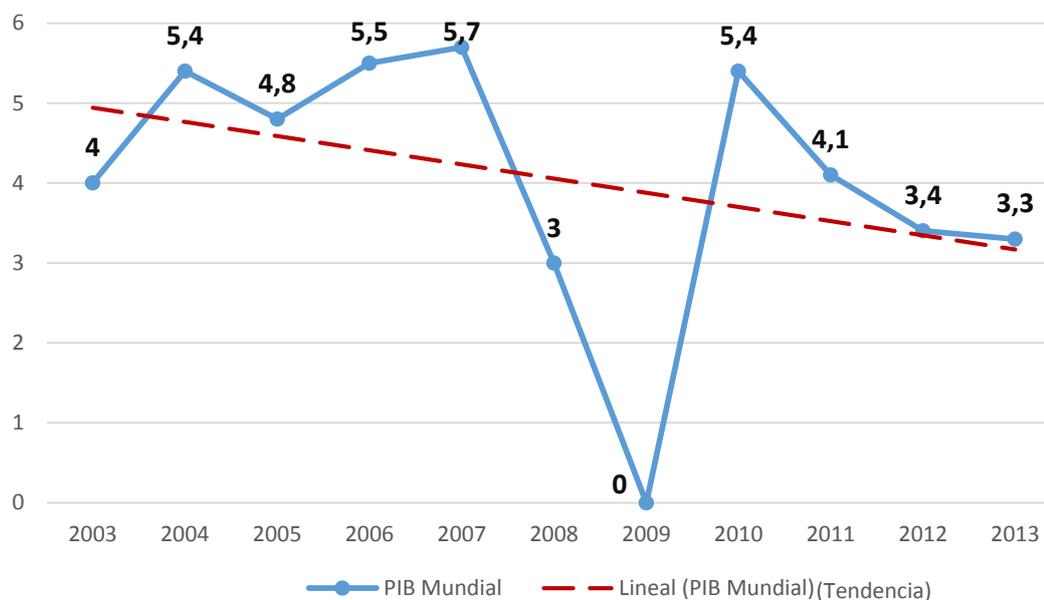
¹⁴ Nos referimos al anteriormente mencionado *World Economic Forum Annual Meeting 2015*.

Según el Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A para el año 2014¹⁵, el **entorno macroeconómico del Grupo Repsol** durante el año 2014 ha sido el siguiente:

- **Evolución económica reciente**

Tanto los países desarrollados como los emergentes siguen en proceso de recuperación económica, esperándose un 3,3% de crecimiento mundial. Este crecimiento se caracteriza por ser muy diferente según la zona geográfica. En cuanto a las economías avanzadas, su proceso de recuperación sigue viéndose dificultado por sus elevadas deudas. Por parte de las economías emergentes, el crecimiento se está viendo dificultado por una desaceleración económica.

Gráfico 3: Evolución del PIB Mundial



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia

- *España*: debido a las mejores condiciones de financiación, la mejora en la evolución del desempleo y el aumento sostenido de la confianza de los agentes, ha obtenido un crecimiento medio anual en 2014 del 1,4%. Esto se ha debido en parte la mejor evolución de la actividad

¹⁵ Información obtenida del Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A. a través del siguiente enlace: http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

exportadora que el resto de países de la Eurozona. De este modo, ha mejorado la competitividad de la economía española.

- *Eurozona*: el Banco Central Europeo (BCE) ha aprobado medidas de políticas monetarias convencionales y no convencionales en respuesta al bajo crecimiento de la zona euro y a la reducción en las expectativas de inflación debido a la bajada en los precios del crudo. Aunque se produjo un estancamiento en el segundo trimestre, en el conjunto de 2014 sí ha existido crecimiento.
- *Estados Unidos*: el crecimiento anual del año 2104 se situó en un 2,4%. Además, se espera una aceleración en 2015.
- *Países emergentes*: se estima su crecimiento en un 4,4%, aún inferior al que se dio en 2011, año en el que comenzó la desaceleración. No obstante, estas economías siguen contribuyendo al crecimiento mundial.

- **Evolución del tipo de cambio**

Debido al alto endeudamiento de las economías, los factores más influyentes en las variaciones del tipo de cambio son la política monetaria y las perspectivas de crecimiento.

A la hora de analizar el tipo de cambio Euro/Dólar¹⁶ durante el año 2014, podemos establecer dos etapas:

- Desde enero a mayo de 2014, el euro estaba fuerte con respecto al dólar, situándose el tipo de cambio medio en 1,37 dólares por cada euro.

Esta fortaleza se debía a la ralentización de la actividad económica en Estados Unidos y en el crecimiento de las inversiones en los bonos soberanos de la Eurozona.

¹⁶ Tipos de cambio obtenidos de la página web: <http://www.infobolsa.es/divisas>

- Desde junio a diciembre de 2014, el dólar se revalorizó con respecto al euro, perdiendo éste su fortaleza. El tipo de cambio medio de esta segunda etapa fue de 1,29 dólares por cada euro.

Estados Unidos comenzó a generar empleo en esta etapa y a mantener un crecimiento sostenido de su PIB. Por su parte, comenzó a ralentizarse el crecimiento de la Eurozona con una persistente baja inflación.

Por último, el crecimiento de la Eurozona también se vio afectado por los conflictos entre Rusia y Ucrania.

Ha habido diferencias en los enfoques de política monetaria entre el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (FED).

La baja inflación y la necesidad de crecimiento de la Eurozona y Japón han provocado que el BCE y el Banco de Japón tomen medidas semejantes. Ambos optan por mantener los tipos en mínimos y pretenden comprar activos de distintos tipos para aumentar sus balances.

Por el contrario, la FED y el Banco de Inglaterra optan por subir los tipos de interés a medio plazo y por dejar de comprar activos financieros para contraer sus balances.

Finalmente, destacar que el tipo de cambio a 31 de diciembre fue de 1,21 dólares por cada euro, continuando con la tendencia de debilitación del euro. Además, el tipo de cambio medio anual del año 2014 fue de 1,33 dólares por cada euro.

- **Evolución reciente del sector energético**

En cuanto a los precios del crudo Brent, también se han observado dos tendencias distintas durante el año 2014. Este precio es el de referencia europea.

Durante el primer semestre de 2014, se produjeron tendencias alcistas en el precio del barril, observándose un máximo anual el 19 de junio de 115 dólares por barril.

Por el contrario, durante el segundo semestre, las tendencias fueron bajistas. En este período, el precio del barril disminuyó en más de un 60%.

Según la Agencia Internacional de la Energía¹⁷, los aspectos macroeconómicos que más afectan actualmente a la demanda de petróleo e hidrocarburos son:

- Gran caída de los precios debido fundamentalmente a un desajuste entre la oferta y la demanda. En la oferta, lo más destacable es la producción adicional de recursos no convencionales en Estados Unidos (fracking). En cuanto a la demanda, ha habido una disminución del PIB de algunos países emergentes (China).
- Debilidad de las divisas de los países consumidores de petróleo e hidrocarburos.
- Recortes subsidiarios.
- Impuestos para el consumidor.
- Menor gasto en los países consumidores.
- Preocupación por los movimientos deflacionistas.

Por otro lado, el *Oil Market Report (Medium-Term Oil Market Report)* del 10 de febrero de 2015¹⁸:

- Los **precios del petróleo** alcanzaron mínimos comparados con los precios de los últimos seis años en enero de 2015. Sin embargo, se han recuperado ligeramente por los datos económicos relativamente positivos de Estados Unidos. Este ligero repunte de los precios sugiere la confianza en que la reducción del gasto (recortes presupuestarios) de las petroleras conducirá a la recuperación del mercado.
- Los **suministros mundiales** se redujeron en enero en 235 Kb/d (miles de barriles de petróleo equivalente por día), situándose en 94,1 Mb/d (millones de barriles de petróleo equivalente por día) debido a la menor producción tanto de

¹⁷ Información obtenida del informe del 16 de enero de 2015 “*Oil Market Report*” de la Agencia Internacional de la Energía a través del siguiente enlace:

<https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-01-16.pdf>

¹⁸ Información obtenida del informe del 10 de febrero de 2015 “*Medium-Term Oil Market Report*” de la Agencia Internacional de la Energía a través del siguiente enlace:

<https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-02-10.pdf>

los países pertenecientes como no pertenecientes a la OPEP. La reducción en las inversiones han disminuido el crecimiento de la oferta para el año 2015 de los países no pertenecientes a la OPEP a 800 Kb/d. Sin embargo, los suministros siguen siendo elevados y hará falta tiempo para que los recortes de inversión hagan efecto sobre la producción. Las existencias de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se estima que alcanzarán a mediados de 2015 el máximo histórico hasta la fecha (2,83 millones de barriles en agosto de 1998).

- La **producción de crudo de la OPEP** se redujo también en enero de 2015 debido a las pérdidas sufridas por Iraq y Libia. Sin embargo, la producción de Arabia Saudí, Kuwait, Angola y Nigeria aumentó. Por otra parte, se produjeron revisiones a la baja del crecimiento de la oferta para los países no pertenecientes a la OPEP.
- La **previsión de crecimiento de la demanda mundial** de petróleo para 2015 se mantiene en 0,9 Mb/d debido a una situación macroeconómica ligeramente mejorada. Así, la media esperada de la misma para el año 2015 se sitúa en 93,4 Mb/d.
- Las acciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) cayeron en diciembre de 2014. Como consecuencia, se disparó el **superávit de inventarios** a 65 Mb (en noviembre de 2014 era de 16 Mb).

El sector petrolero y de hidrocarburos es de una marcada naturaleza cíclica, por lo que el impacto completo de las respuestas de la demanda y la oferta pueden tardar meses, o incluso años, en sentirse. Las decisiones que se toman hoy, suelen tardar años en igualarse el suministro a una demanda siempre creciente.

Por último, las expectativas de la oferta de Estados Unidos han disminuido en 0,3 Mb/d y 0,5 Mb/d para el tercer y cuarto trimestre de 2015 respectivamente. No obstante, el suministro para el primer semestre de 2015 todavía no se ha reducido significativamente, produciéndose una gran acumulación de reservas en enero de 2015.

2.5 Razones que provocan la caída del precio del petróleo

Como ya se ha comentado anteriormente, el precio del petróleo ha alcanzado mínimos en enero de 2015 con respecto a los precios de los últimos seis años. Esta caída ha aumentado la competitividad y los desequilibrios en el sector petrolero. Así mismo, esta situación ha aumentado el riesgo de muchas compañías petroleras orientadas más a actividades de *upstream*.

De este modo, tiene especial relevancia analizar los motivos que han desencadenado el descenso de precios en el mercado mundial¹⁹:

- **Exceso de oferta de crudo**

En el mercado petrolero mundial existe un exceso de oferta que alcanza los dos millones de barriles diarios.

- **Producción de crudo en Estados Unidos**

Estados Unidos ha disminuido el nivel de sus importaciones (principalmente de países como Angola, Argelia y Nigeria) debido a la explotación de recursos no convencionales como el *fracking*. De este modo, ha contribuido activamente a la generación de excedentes mundiales de petróleo.

- **Demanda de petróleo que no termina de repuntar tras la crisis financiera**

Como consecuencia de la crisis financiera desencadenada en 2008, la demanda mundial de petróleo descendió y aún no ha conseguido repuntar. De hecho, las estimaciones para el año 2015 se han reestimado a la baja.

- **Situación de la economía mundial**

Al igual que la demanda de petróleo, la economía mundial tampoco acaba de recuperarse. Esta situación estimula el distanciamiento entre la oferta y la demanda de petróleo. La situación económica es especialmente preocupante en

¹⁹ Información obtenida del artículo del periódico El Mundo, el 17 de octubre de 2014 a través del siguiente enlace: <http://www.elmundo.com.ve/noticias/petroleo/industria/-por-que-esta-cayendo-el-precio-del-petroleo-.aspx>

países como China, ya que es uno de los principales consumidores de petróleo y su crecimiento económico es muy bajo, en comparación con las tasas de crecimiento medias que ha tenido en los últimos años. Como se comentaba en el World Economic Annual Forum celebrado a principios de 2015, el crecimiento del pasado año en China fue el menor de los últimos 25 años. Además Japón está sumergido en una recesión económica y la Unión Europea sigue con problemas económicos.

- **Reservas de petróleo**

Las reservas de petróleo han alcanzado máximos históricos con cifras de hasta 8.000 millones de barriles.

- **Aumento de la competitividad por los mismos mercados**

Como consecuencia de las circunstancias expuestas, la competitividad entre países ha aumentado enormemente. Actualmente los países productores de petróleo intentan colocar sus excedentes en un mercado mundial con menos demanda. Así, los países que ya no pueden exportar a Estados Unidos compiten ahora por los mismos mercados.

- ***Fracking***

El *fracking* consiste en la producción de petróleo a través de recursos no convencionales. Esta práctica está siendo utilizada por Estados Unidos, lo que ha supuesto que su producción haya crecido en los últimos años hasta pasar a ser autosuficiente, siendo anteriormente un relevante país importador.

- **Avance tecnológico**

El constante avance de la tecnología ha permitido que lugares que anteriormente eran inaccesibles a la extracción de crudo, ahora sean viables a costes competitivos. Además, los avances tecnológicos también están permitiendo que las energías alternativas renovables cada vez sean más competitivas.

2.6 Oleada de fusiones

A lo largo de la historia del sector petrolero y de hidrocarburos, han existido dos épocas marcadas por una oleada de fusiones y adquisiciones entre empresas del sector: a finales de los años noventa y durante los años 2005 y 2006. Así, según Reinhardt (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012):

- **1998 – 1999:**

En 1998, las características del sector eran las siguientes:

- Precios muy bajos del petróleo y los productos químicos.
- Medidas de recorte de gastos habían sido introducidas.
- Compañías buscaban nuevos métodos para crecer y aumentar su rentabilidad.

La oleada de fusiones y adquisiciones la desencadenó la fusión en 1998 de BP con Amoco, en el momento la quinta petrolera más grande de Estados Unidos. La valoración de la operación fue de 53.000 millones de dólares. Se trató de una fusión por absorción en la que Amoco pasó a integrarse dentro de BP, creando así una nueva súper-petrolera. Lord Browne, presidente del BP durante el período 1995-2007, comentó en 2001 la necesidad de BP en 1998 de convertirse en una empresa global y pasar a las primeras posiciones del ranking del sector petrolero. Para ello se optó por el aumento de la compañía de manera inorgánica (fusión con Amoco). De este modo, tras la fusión, BP pasó a tener unas reservas adecuadas de hidrocarburos (antes de la operación estaban limitadas a renovación a partir del año 2005). Además, aumentó su rentabilidad y solventó su problema de falta de competitividad en Estados Unidos y Europa gracias a un mayor acceso a los mercados emergentes. La combinación de ambas compañías permitía la autofinanciación de más proyectos de desarrollo, diversificando riesgos y generando oportunidades de aumento de conocimientos en diversos campos. La operación fue aceptada por la Comisión Federal de Comercio de Estados Unidos porque a pesar de ser dos grandes compañías, no se ponía en peligro el derecho de libre competencia ya que las actividades de ambas no se solapaban.

En diciembre de ese mismo año, Exxon anunció la adquisición de Mobil por 79.000 millones de dólares. Como los precios del petróleo continuaban descendiendo, la integración de ambas compañías permitió aumentar la rentabilidad a través de la reducción de costes. La compañía resultante de la operación pasó a llamarse ExxonMobil.

En abril de 1999, BP Amoco anunció el acuerdo de adquisición de Atlantic Richfield Company (ARCO) por valor de 26.800 millones de dólares, convirtiendo a la compañía resultante en la mayor productora de petróleo mundial. La Comisión Federal aceptó el acuerdo un año después imponiendo algunas medidas para garantizar la libre competencia: la venta de las actividades en Alaska de ARCO y sociedades en Oklahoma de BP Amoco.

- **2005 – 2006:**

Durante este período, se produjo otra oleada de fusiones y adquisiciones en el sector superando los 300.000 millones de dólares. Sin embargo, esta oleada tenía otras características distintas a la de finales de los noventa:

- Se centró en compañías de nivel medio de exploración y servicios petroleros.
- Las compañías petroleras nacionales se volvieron muy activas en cuanto a operaciones de fusiones y adquisiciones. Se gastaron aproximadamente 60.000 millones en adquisiciones de compañías internacionales.
- Debido al alto nivel de liquidez mundial, compradores no convencionales en el sector como los inversores de capital privado y los fondos de cobertura aparecieron.

- **Previsiones a futuro:**

Es difícil saber lo que va a suceder en el futuro con los numerosos cambios que se están dando en el sector. Sin embargo, se estima una nueva oleada de fusiones similar a la de finales de los noventa durante este año. Según el comunicado de prensa de la consultora A.T. Kearney²⁰, las fusiones y adquisiciones durante este

²⁰ Información obtenida del comunicado de prensa de la consultora A.T. Kearney a través del siguiente enlace: <http://www.atkearney.es/petroleo-y-gas/featured-article/>

año serán una medida para combatir la caída de precios. Dicha caída se ha venido produciendo en el sector desde junio de 2014 hasta enero de 2015, pasando de precios superiores a los 100 dólares a alrededor de los 50 dólares respectivamente.

2.7 Ventajas de las súper-petroleras

No es casualidad que existan compañías de gran tamaño en el sector petrolero y de hidrocarburos y que muchas compañías busquen aumentar su tamaño. Esto se debe a ciertas ventajas relacionadas con el tamaño de las súper-petroleras:

- Mayor capacidad de inversión en un rango más amplio de proyectos ya que tienen mejor diversificación del riesgo que las compañías pequeñas y mayor facilidad de acceso a fuentes de financiación y recursos.
- Mayor capacidad de adaptación al futuro y de acceso a energías renovables.
- Capacidad de llevar a cabo proyectos de manera individual en vez de a través de alianzas.
- Diversificación del riesgo al tener un mayor número de proyectos en curso a la vez.
- Reputación e imagen.
- Capacidad de aprovecharse de economías de escala.
- Aprendizaje y desarrollo en diferentes partes de la cadena de valor.
- Alcanzar poder de mercado.
- Mayor cotización en el precio de las acciones de muchas de esas compañías de gran tamaño porque los inversores pueden percibir algunos de las citadas ventajas.

2.8 Retos en las operaciones de crecimiento inorgánico

A pesar de que las compañías surgidas tras las oleadas anteriormente explicadas produjeron el aumento de los beneficios por la reducción de costes duplicados, el gran tamaño de las mismas podía suponer algunos problemas (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012). El exceso de activos que poseían podía producir ineficiencias a largo plazo.

Por otra parte, como a principios del siglo XXI el mercado estaba muy regulado, las nuevas propuestas de operaciones de crecimiento inorgánico podían ser rechazadas para evitar situaciones de monopolio o de carencia de libre competencia. A partir de entonces, la prioridad de las compañías para crecer pasó a ser la productividad y el crecimiento orgánico.

Tras el atentado del 11 de septiembre de 2001 en Nueva York, se priorizó la búsqueda de la estabilidad política en Oriente Próximo (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012).

Los retos a los que debe enfrentarse la sociedad del siglo XXI según la compañía Royal Dutch Shell son (Reinhardt; Casadesus-Masanell y Hanson; 2012):

- Demanda mundial creciente de energía.
- Población en aumento.
- Cambio climático.

Ante esta realidad, las opciones de las compañías para seguir creciendo son: (1) adquisiciones, (2) crecimiento interno, (3) desinversiones en sectores no estratégicos y (4) diversificación del sector.

3 OPERACIÓN DE ADQUISICIÓN DE TALISMAN ENERGY POR REPSOL

En diciembre de 2014 Repsol anunció el acuerdo de adquisición de la empresa petrolera canadiense Talisman. Se trata de un acuerdo transformador para la compañía adquirente: Repsol. Por lo tanto, Repsol alcanzará una mejor posición en cuanto a competitividad y en cuanto a diversificación. Repsol se posicionará como una compañía energética internacional con activos de primera clase, un portfolio diversificado y una excelente red de recursos humanos.

Los asesores de la operación han sido J.P. Morgan en el área financiera y Bennett Jones en el área legal²¹.

3.1 Características del acuerdo

Repsol adquirirá el 100% de las acciones ordinarias en circulación de Talisman a un precio de 8 dólares por acción. La consideración alcanzará los 8.300 millones de dólares.

3.2 Perfil de la empresa adquirente: Repsol

Desde el año 2004 Repsol ha invertido fuertemente en el área de *upstream*, convirtiéndose en uno de los exploradores con mejor reputación, debido a los numerosos descubrimientos y a la tasa de reemplazo de las reservas por encima de la media de la industria. Además, la compañía ha demostrado también su competencia en las fases de desarrollo, alcanzado según los datos ofrecidos por la misma, el desarrollo de 7 de sus 10 proyectos de crecimiento para el período 2012-2016 dentro del plazo estimado. A través de la venta del 40% de los activos brasileños a la compañía Sinopec, Repsol generó valor para sus accionistas. Por otra parte, ha

²¹ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

realizado inversiones en actividades de *downstream* para convertir su sistema de refino en uno de los más eficientes de Europa.

En abril de 2012 el Gobierno Argentino expropió YPF, compañía petrolera argentina adquirida en julio 1999²². Sin embargo, el equipo directivo manejó correctamente la expropiación tomando inmediatamente medidas para mitigar los efectos de una situación de esta envergadura. Además, para estabilizar el balance de la compañía, Repsol vendió su división de GNL (Gas Natural Licuado) a un atractivo precio.

Gracias a la estrategia anteriormente descrita llevada a cabo tras la expropiación de YPF, Repsol obtuvo 6.300 millones de dólares en bonos, lo que permitió la distribución a los accionistas de un dividendo extraordinario. Dichos bonos se cobraron inmediatamente. Además, la compañía vendió el resto de las acciones de YPF que aún poseía. Todos estos acuerdos (compensación y posterior monetización de activos) han supuesto la exitosa gestión de la recuperación del valor de YPF. La compensación ha permitido a la compañía buscar oportunidades de crecimiento inorgánico para abordar su objetivo de crecer en las actividades de *upstream*.

Además, debido a que la deuda de la compañía terminó el año 2014 en un mínimo histórico: 1.935 millones de euros, Repsol se encuentra en una posición privilegiada para seguir creciendo.

La sólida posición financiera de Repsol, ha permitido mejorar los ratios financieros de la compañía, mejorando la calificación crediticia e incrementando la confianza de los inversores a nivel internacional²³. Esta solidez financiera ha permitido el crecimiento de la compañía de manera inorgánica (por ejemplo la adquisición de Talisman). Además, Repsol está implementando un proceso de optimización del capital circulante del Grupo con el objetivo de maximizar la caja generada.

Dentro de este contexto, Repsol está menos expuesto a la volatilidad de los precios del crudo debido a cuatro factores fundamentalmente:

1. Importante peso de las actividades de *downstream*.

²² Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/conocer-repsol/

²³ Información obtenida del Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A. a través del siguiente enlace: http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

2. Participación en Gas Natural, S.A (mayor exposición a los márgenes gas vs. crudo).
3. 62% de producción de gas (ídem punto anterior).
4. Bajo nivel de deuda neta.

Bajo mi punto de vista, la combinación de dichos factores genera en Repsol una oportunidad única de crecimiento en las actividades de *upstream* a través de operaciones inorgánicas.

3.3 Perfil de la empresa adquirida: Talisman

Talisman es una compañía petrolera canadiense fundada en 1992 en Calgary, Canadá. La compañía cotiza en las Bolsas de Toronto y Nueva York bajo el símbolo TLM. También forma parte del índice S&P/TSX 60 Index, formado por una lista de las 60 mayores compañías que cotizan en la Bolsa de Toronto²⁴.

El objetivo principal de la compañía es crear valor de una manera sostenible para los accionistas. La compañía opera en América, Asia, Europa y el Norte de África, siendo sus dos regiones de actuación principal América y el Sudeste Asiático.

En América, las operaciones están concentradas en Norteamérica, concretamente en Canadá, donde la empresa posee operaciones no convencionales. Además, Talisman posee una buena situación emergente de las actividades de *upstream* en Colombia. Por otra parte, la zona del Sudeste Asiático es una región con flujos de caja sostenibles y buenas oportunidades de exploración en concreto en Indonesia, Vietnam, Australia, Papúa y Nueva Guinea.

En cuanto a las operaciones en Europa y el Norte de África se concentran en Noruega, Reino Unido y Argelia. Se caracterizan por la presencia de activos maduros y la generación de flujos de caja libres en Argelia.

²⁴ Información obtenida de la página web corporativa de Talisman Energy: <http://www.talisman-energy.com/>

Talisman ha lanzado un plan para mejorar el rendimiento operativo junto con Sinopec, empresa con la que forma una joint venture. Por su parte, Repsol tiene experiencia en la optimización operativa y la gestión de los activos maduros.

Repsol deberá realizar una evaluación de los activos determinando el nivel de asignación a inversiones en la empresa conjunta, priorizando los de mayor valor.

3.4 Criterios de Repsol para la compra de activos/empresas

A raíz de la información anteriormente expuesta, las razones que considero más relevantes a la hora de buscar oportunidades de crecimiento inorgánico, las cuales se cumplen en el caso de la adquisición de Talisman son:

- Adquisición de activos de *upstream* en países de la OCDE o similares para equilibrar el portfolio de esta actividad.
- Búsqueda de plataformas para el crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad de la empresa. De este modo, se pueden incorporar nuevas capacidades para mejorar la competitividad de la compañía.
- Creación de valor para el accionista gracias a la adquisición.

3.5 ¿Por qué Talisman?

La adquisición de la compañía petrolera Talisman añadirá valor para los accionistas a largo plazo. El acuerdo de la operación se anunció en diciembre de 2014, momento idóneo para dicha operación de crecimiento inorgánico por el desajuste entre los mercados financieros y el valor a largo plazo de los activos de Talisman. La adquisición reforzará el *upstream* de Repsol, diversificando y mejorando la calidad de sus activos y potenciando su capacidad de crecimiento²⁵.

En cuanto al sector, la reciente caída del precio del petróleo está afectando especialmente a las compañías que tienen un alto endeudamiento financiero y flujos

²⁵ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

de caja libres negativos. En concreto, el precio de las acciones de Talisman también se ha visto afectado, disminuyendo en un 55%. El 12 de diciembre de 2014 el precio era de 4,29 dólares por acción mientras que en septiembre de 2014 se encontraba en 9,59 dólares por acción²⁶. Ya que esta caída de la cotización se ha producido como consecuencia de las circunstancias macroeconómicas, Repsol ha identificado una oportunidad de compra tras la pérdida de valor en el mercado. De este modo, suponemos que el precio de las acciones no refleja la alta calidad de los equipos de profesionales, de los activos y de la tecnología de Talisman.

Por otra parte, la manera más conveniente de llevar a cabo una adquisición es a través de un acuerdo amistoso y no hostil, lo que permite retener el talento de la compañía y preservar el valor de la compañía a través de una transacción organizada. Además, Miguel Martínez, director financiero de Repsol afirmó en una conferencia con analistas que una adquisición hostil “elevaría las posibilidades de fracaso”²⁷. Por último, resultará en un beneficio a través del continuo desarrollo del negocio de Talisman y de ofrecer oportunidades a sus profesionales.

A continuación se presentan algunas de las declaraciones de los principales representantes de ambas compañías²⁸:

- Antonio Brufau, Presidente de Repsol:
“Se trata de una operación transformadora e ilusionante que nos convertirá en uno de los actores más importantes del sector energético internacional y nos permitirá crecer como compañía y reforzar el carácter de Repsol como empresa energética integrada con un proyecto sólido y competitivo”.
- Josu Jon Imaz, Consejero Delegado de Repsol:
“El acuerdo con Talisman es el resultado de un análisis exhaustivo de más de 100 compañías y activos en todo el mundo. En todas sus vertientes Talisman siempre ha sido la mejor opción por la excelente calidad de sus activos -

²⁶ Cotizaciones obtenidas de: <https://ca.finance.yahoo.com/q/hp?s=TLM.TO>

²⁷ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

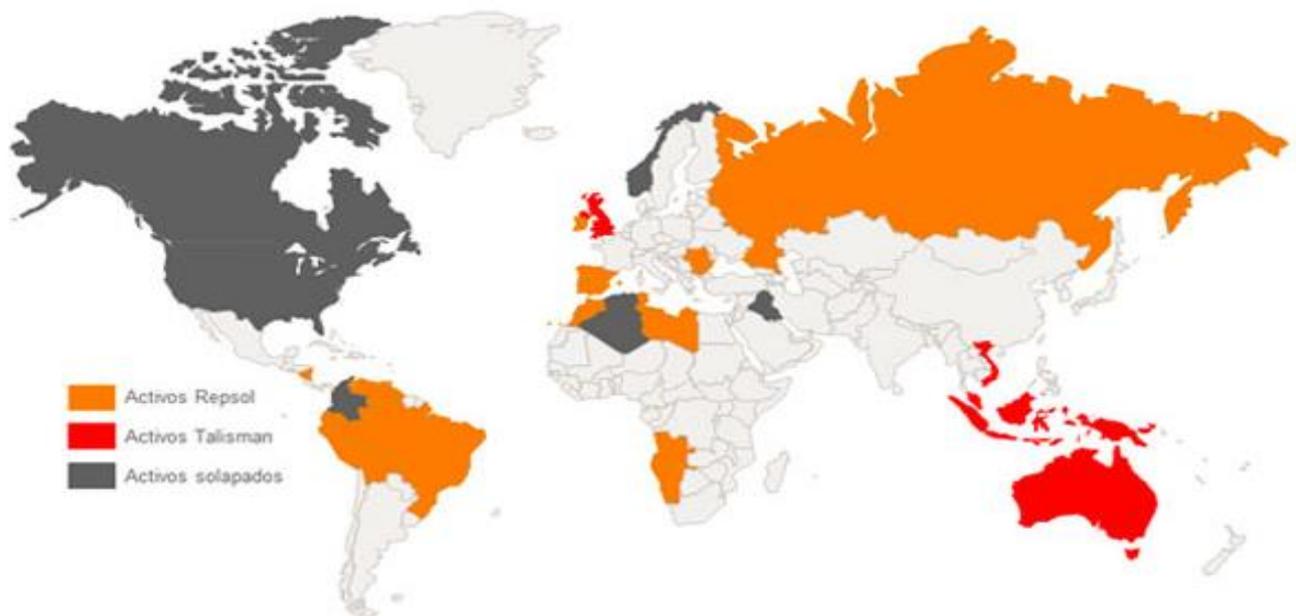
²⁸ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

incluyendo el gran talento de sus trabajadores- cuyo valor crecerá con la capacidad y el apoyo de Repsol. Esta es una operación transformadora para Repsol en la que todos ganamos”.

- Chuck Williamson, Presidente de Talisman Energy:

“El acuerdo demuestra la confianza de Repsol en los activos que Talisman ha desarrollado con gran esfuerzo. Repsol es un operador con una gestión reconocida internacionalmente y con los recursos necesarios para impulsar el desarrollo de estos activos dentro de su cartera internacional”.

Gráfico 4: Activos por zona geográfica



Fuente: www.repsol.com (2015)

3.6 Plan de Acuerdo

Las Juntas Directivas de ambas compañías, Repsol y Talisman, aceptaron unánimemente la presentación del Plan de Acuerdo a los accionistas la última. A través de dicho acuerdo, Repsol adquirirá el 100% de las acciones ordinarias en circulación a un precio de 8 dólares por acción alcanzando una consideración de 8.300 millones de dólares.

El Plan de Acuerdo fue aprobado de manera amistosa en la Junta General de Accionistas el 18 de febrero de 2015²⁹. Se espera que la operación se cierre finalmente a mediados de 2015 tras la aprobación de todos los requerimientos regulatorios.

3.7 Lógica estratégica de la operación

Los activos de las actividades de *upstream* que posee Talisman encajan con los objetivos de Repsol, mejorando el portfolio y aumentando la escala global de la compañía y la diversificación del riesgo.

En resumen, considero que los principales motivos de Repsol para adquirir Talisman podrían ser:

- **Crecimiento:**

Talisman posee activos que permitirán un crecimiento sostenible en Colombia, Norteamérica, Noruega y el Sudeste Asiático. Repsol está adquiriendo una base de activos productivos que incrementarán las reservas probadas actuales un 55% y la producción un 76%³⁰.

- **Diversificación:**

En primer lugar, gracias a la adquisición, Repsol conseguirá diversificar su riesgo ya que aumentará la exposición a los países de la OCDE incrementando así la producción, las reservas y el capital empleado en áreas con menos riesgo. La combinación de los portfolios de activos de Repsol y Talisman añadirá operaciones no convencionales en Estados Unidos. Además, el equipo que se integrará para las actividades de *upstream* tendrá un rango complementario de experiencia, lo que permitirá mejorar la competitividad.

- **Creación de valor:**

²⁹ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

³⁰ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

Repsol podrá crear valor gracias a la operación a través de la obtención de un portfolio de activos más amplio, de una posición financiera más fuerte y mediante la asignación de capital a los proyectos y activos de mayor valor.

Esta transacción se trata de un acuerdo de transformación a través del cual ambas compañías alcanzarán junto con la actividad orgánica de Repsol los objetivos estratégicos de crecimiento en la división de *upstream*, en un entorno geográfico más equilibrado y con un mejor perfil de riesgo.

Según los datos publicados por Repsol, las reservas probadas y probables aumentarán un más de un 50% (de 2.300 a 3.500 Mb/d). Por su parte, la producción aumentará un 76% (de 386 a 680 Kb/d). Además, la exposición a los países de la OCDE aumentará de un 11 a un 36% y la producción operada (producción a cargo de la propia petrolera, en este caso Repsol) de un 19 a un 42%³¹.

3.8 Crecimiento derivado de la operación

Gracias a la operación Repsol contará con una nueva plataforma que impulsará el crecimiento de su portfolio de activos en diferentes áreas geográficas:

- Norteamérica: el crecimiento en esta área deriva de dos proyectos en Eagle Ford y Marcellus, ambos expuestos a los precios del gas en Norteamérica. Estos dos proyectos aportarán altos rendimientos y buenas infraestructuras y contratos.
- Canadá: la compañía adquirirá posiciones de petróleo y gas en Deep Basin. Las posiciones en petróleo serán limitadas pero de buena calidad mientras que la de gas será menos limitada.
- Asia: Repsol se encuentra antes de la adquisición en esta área desarrollando proyectos en fase de exploración. Los activos productivos que posee Talisman en dicha área son muy importantes, ampliando el portfolio de activos operados de la empresa conjunta.

³¹ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

- Noruega: Repsol aprovechará su exploración en curso y se beneficiará de ventajas fiscales.

Además de los anteriormente citados proyectos de crecimiento, Repsol posee otros siete proyectos claves para el crecimiento de la producción en los próximos años. Dichos proyectos se ubican en: tres en el Sudeste Asiático, dos en Estados Unidos, uno en Colombia y uno en Argelia.

Por último, tras la adquisición, Repsol habilitará dos nuevas áreas de exploración: Indonesia y Australia.

3.9 Efectos derivados de la adquisición

- La transacción aportará equilibrio al negocio de *upstream* y reducirá el riesgo geopolítico. El capital empleado en la división de *upstream* aumentará un 20% (de 38 a 58%). En concreto, en Norteamérica incrementará de un 30 a un 50% mientras que, por el contrario, en Latinoamérica se reducirá de un 50 a un 22%³². Con la reducción de la exposición en Latinoamérica, la adquisición contribuirá a equilibrar el riesgo y a mejorar significativamente la diversificación, dos de los objetivos principales de la empresa adquirente.
- El personal en *upstream* aumentará de 3.600 a 6.400 empleados y el equipo de Talisman aportará experiencia complementaria a Repsol³³. El resultado será un equipo que combine exploradores mundiales y operadores en alta mar (aportaciones principales de Repsol), con operadores de producción experimentados en la producción de petróleo no convencional (aportación

³² Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

³³ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

principal de Talisman)³⁴. De este modo, la capacidad exploradora de Repsol en será complementada por la capacidad de producción operativa de Talisman.

En conjunto, a partir de los efectos anteriormente mencionados, podemos afirmar que Repsol se caracterizará por ser una compañía con un amplio rango de conocimientos en diferentes entornos operacionales y contractuales. Esto le permitirá ser una compañía más competitiva e impulsará su propio crecimiento.

Por último, la combinación de un portfolio de activos más amplio y de una sólida situación financiera permite la capacidad de crear valor a través de la gestión del portfolio, asignando el capital a los proyectos y activos de mayor valor.

3.10 ¿Cómo Repsol va a crear valor añadido?

Según el comunicado de prensa de la propia compañía, Repsol va a crear valor añadido tras la adquisición de las siguientes formas³⁵:

1. La combinación de los portfolios de activos de Repsol y Talisman generará un nuevo portfolio complementario y con mayor amplitud y calidad. De este modo, Repsol podrá priorizar la asignación de capital a los proyectos generadores de flujos de caja e ingresos netos superiores.
2. Los proyectos exploratorios integrados de ambas compañías aportarán profundidad a las alternativas existentes actualmente.
3. Repsol espera generar sinergias de un valor aproximado de 220 millones de dólares por año. Dichas sinergias, procederán principalmente del ahorro en apoyo corporativo y de la aplicación de los mejores procedimientos y prácticas de exploración. Por último, estas sinergias se consideran prudentes y asumibles al representar menos del 1,5% de la valoración de la transacción (en operaciones similares las sinergias consideradas suelen ser mayores).

³⁴ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

³⁵ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx y
http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

Tabla 3: Sinergias derivadas de la operación

Sinergias de Inversión y Gastos	<i>CAPEX</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Gestión conjunta de las inversiones de capital. • Gestión conjunta de la gestión de proyectos (priorización de proyectos).
	<i>Comerciales</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento del gas, gas natural licuado y crudo en Norteamérica. • Crecimiento del tamaño y la diversidad del portfolio de activos.
	<i>Generales y Administrativos</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Optimización e integración de funciones corporativas. • Integración de las sedes en los países donde se superpongan. • Optimización de gastos.
Sinergias Operativas	<i>Eficiencia en las exploraciones</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Aplicación de la tecnología exploratoria de Repsol en el nuevo portfolio de activos. • Integración de los equipos exploratorios. • Gestión global de los proyectos de exploración.

Fuente: elaboración propia

3.11 Datos financieros básicos

Cabe destacar que durante el año 2014 en Canadá, se han dado otras cuatro operaciones similares a la adquisición de Talisman por parte de Repsol (EY; 2014), en las cuales la prima media sobre el precio de la acción ha estado entre el 40% y el 50% (EY; 2014).

Sin embargo, debido a la alta volatilidad del entorno especialmente para las compañías apalancadas como Talisman, la prima (sobre Equity Value) se sitúa entre desde el 0 a más del 80% según los diferentes plazos³⁶.

Por otra parte, una forma más correcta de calcular la prima es hacerlo sobre el *Enterprise Value*. Según este cálculo, la prima estaría más alineada con las

³⁶ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

transacciones previas realizadas en Canadá. Cabe destacar que la prima media sobre el valor de la empresa en las operaciones precedentes en Canadá se sitúa en un 42%, dato que coincide con la prima calculada para la adquisición de Talisman³⁷.

Recordemos que:

- Enterprise Value (EV) = valor de los activos operativos de la empresa
(Es valor total del negocio).
- Equity Value = Enterprise Value – Deuda Financiera Neta
(Es el valor de mercado de los Fondos Propios).

3.12 Valoración por descuento de flujos de caja

Repsol ha realizado una valoración por Flujos de Caja Descontado utilizando unos precios según los siguientes escenarios:

Tabla 4: Precios utilizados para el DCF (Dólares/barril)

	2015 (E)	2016 (E)	2017 (E)
Base	85	93	99
Pesimista	71	76	79

Fuente: Repsol y elaboración propia

Estos precios son muy importantes en la valoración de una empresa de este sector, ya que los flujos de caja anuales vienen en gran medida determinados por los precios de mercado del crudo y del gas.

Respecto a estos precios considerados por Repsol, hay que tener en cuenta que desde el momento en el que Repsol hizo la oferta a mediados de diciembre de 2014; se han producido reducciones significativas en los precios del crudo, llegando a alcanzarse precios por debajo de los 50 dólares por barril aunque se observa una recuperación durante febrero de 2015.

³⁷ Información obtenida de la página web corporativa de Talisman Energy: <http://www.talisman-energy.com/>

En todo caso, hay que considerar que Repsol realiza su adquisición mirando el largo plazo y no en momentos coyunturales de bajos precios del crudo como se están registrando actualmente. Como se ha mencionado en apartados anteriores, Repsol, coincidiendo con la Agencia Internacional de la Energía³⁸, consideran que si bien en el corto/medio plazo pueden mantenerse precios bajos del crudo; en el futuro, los precios tendrán una clara recuperación dado que la demanda de crudo en el mundo continua incrementándose todos los años con una tasa aproximada del 1,6%. Esto supondrá que habrá un desbalance de oferta/demanda con incrementos de precios en el largo plazo.

Por otra parte, otro factor que afecta claramente a Repsol en la adquisición de Talisman es el tipo de cambio Euro/Dólar. Al presentar Repsol sus resultados en euros, una revalorización del dólar frente al euro supone unos mayores ingresos del *upstream*, ya que los precios de referencia son dólares. En este sentido, el dólar ha tenido una altísima revalorización en los últimos meses, pasando de un valor en torno a 1,35 dólares por cada euro a mediados de 2014 a un tipo de cambio actual de 1,08 dólares por cada euro (9 de marzo de 2015)³⁹. Esta situación favorece el valor de los activos de Talisman respecto al tipo de cambio medio considerado en la valoración: 1,20 dólares por cada euro.

Otro aspecto relevante en la valoración, son las sinergias consideradas en la operación, que como se indica en apartados anteriores, han sido de 220 millones de dólares anuales. Estas sinergias considero que son prudentes ya que suponen solamente el 1,5% de la valoración de la transacción, claramente inferior al de otras operaciones equivalentes realizadas en el sector petrolero y de hidrocarburos.

Así mismo, en la valoración se han considerado unas desinversiones de la compañía tras la adquisición de 1.000 millones de dólares por racionalización del portfolio de activos, que aportan flujo de caja libre adicional a la nueva empresa. Se estima que en el 2015 las desinversiones serán del 50% y en el 2016 del otro 50%⁴⁰.

³⁸ Información obtenida del informe del 10 de febrero de 2015 “*Medium-Term Oil Market Report*” de la Agencia Internacional de la Energía a través del siguiente enlace:

<https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-02-10.pdf>

³⁹ Tipos de cambio obtenidos de la página web: <http://www.infobolsa.es/divisas>

⁴⁰ Información obtenida del artículo del periódico La Vanguardia, el 31 de enero de 2015 a través del siguiente enlace: <http://www.lavanguardia.com/20150131/54425674920/repsol-desinvertira-activos-por-1-000-millones-conchi-lafraya.html>

En cuanto a la tasa de descuento aplicada para la valoración de activos (wacc), Repsol ha utilizado su actual coste de capital, que se sitúa alrededor del 8%⁴¹.

Utilizando el caso pesimista como referencia de valoración, la valoración final considerada por Repsol supone un Enterprise Value de Talisman de 13.000 millones de dólares. Considerando que la deuda financiera neta de Talisman es de 4.700 millones de dólares, supondría un Equity Value de 8.300 millones de dólares (valora de la oferta realizada por Repsol).

Lógicamente, el caso base de escenario de precios supondría una valoración superior a la pagada por Repsol.

Aunque la operación puede ser financiada sin problemas con caja propia, Repsol para considerar escenarios más pesimistas y tener una mayor tranquilidad financiera, va a emitir unos bonos híbridos tal como se analiza en el apartado “*Financiación de la operación*”.

3.13 Múltiplos de la operación

Aunque el criterio fundamental de la valoración de Talisman para determinar el Enterprise Value ha sido el realizado por descuento de flujos de caja; es importante considerar también diferentes múltiplos de la operación que respaldan la valoración realizada.

Según la propia compañía adquirente⁴², se han considerado tres múltiplos a la hora de analizar la operación:

- Flujos de Caja por acción: se espera que inmediatamente tras la operación los flujos de caja por acción sean acretivos. Esto representa un valor mayor para Repsol+Talisman tras la operación respecto a Repsol considerado individualmente.

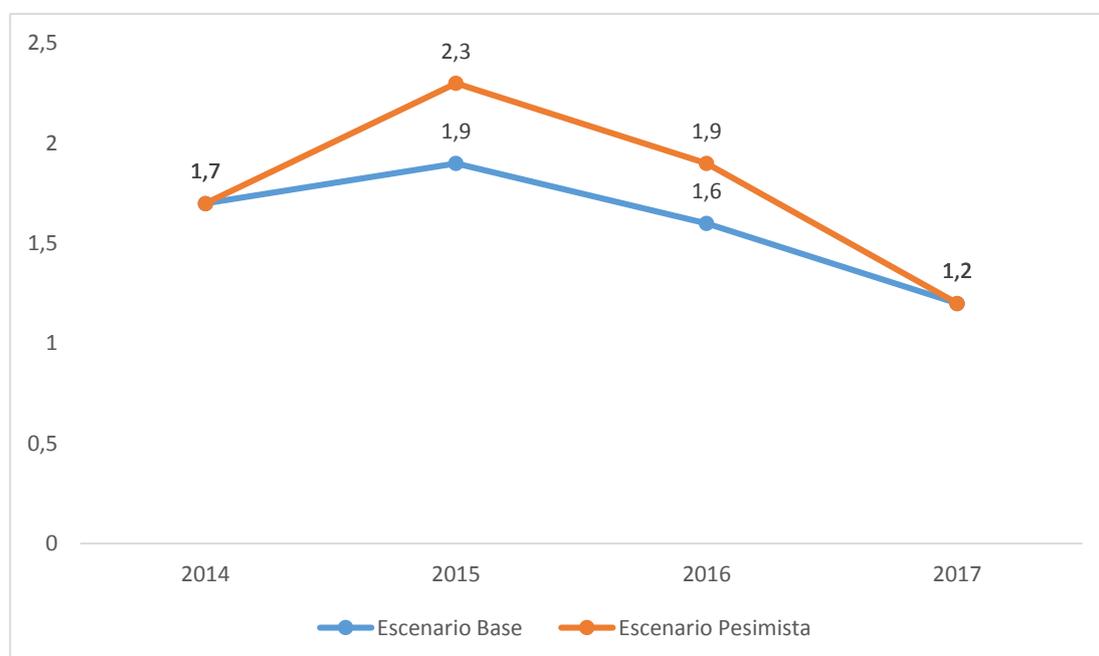
⁴¹ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx y
http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

⁴² Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

- Beneficios por acción: se espera que en el año 2015 sean levemente dilutivos y acretivos a partir del 2016.
- Deuda Neta/EBITDA: en el año 2014, Repsol tiene un ratio de Deuda Neta/EBITDA de 1,7x (veces). En el escenario base, el ratio sube levemente en el año 2015 a 1,9x, bajando posteriormente hasta situarse en el año 2017 en 1,2x.

En el escenario pesimista, en el año 2015, el ratio sube a 2,3x, reduciéndose posteriormente en el año 2017, situándose en 1,7x.

Gráfico 5: Deuda Neta/EBITDA (x)

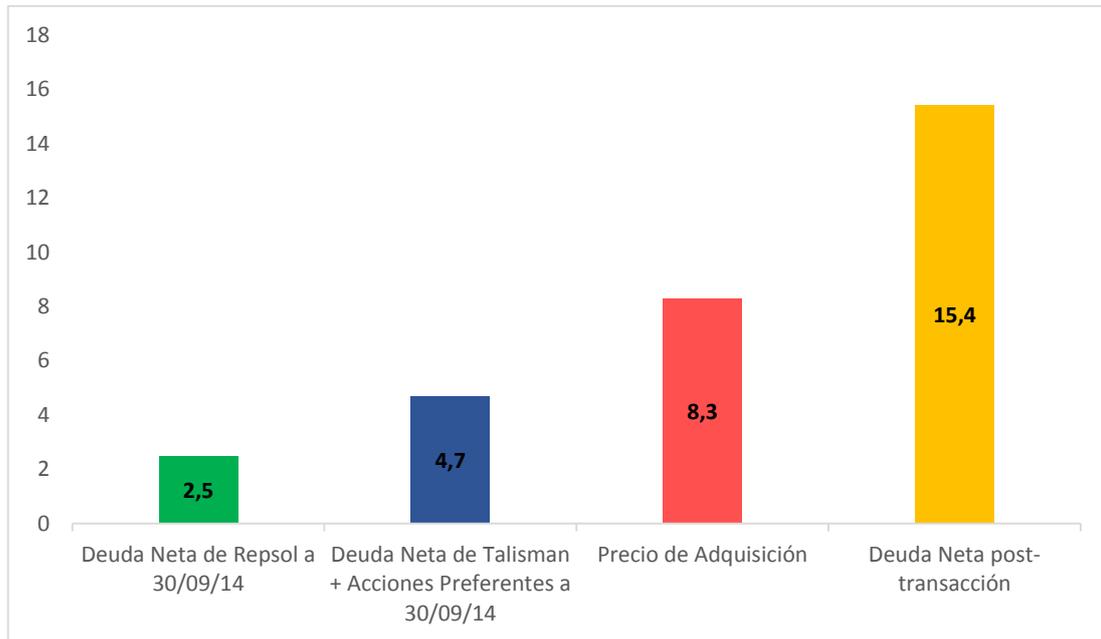


Fuente: www.repsol.com y elaboración propia

En definitiva, las métricas resultantes son en ambos casos seguras en cuanto al rating financiero de la nueva compañía fusionada. En este sentido, hay que tener en cuenta que el crecimiento de la deuda neta después de la operación se sitúa en 15.400 millones de dólares; frente a la situación de Repsol previamente a la operación de 2.500 millones de dólares⁴³. Talisman aporta 4.700 millones de dólares de deuda neta y el precio de compra del 100% de su capital social es de 8.300 millones de dólares.

⁴³ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

Gráfico 6: Deuda Neta después de la operación (miles de millones de dólares)



Fuente: *www.repsol.com* y elaboración propia

3.14 Financiación de la operación

Repsol adquirirá el 100% del capital social de Talisman por 8.300 millones de dólares. La operación se financiará principalmente con la caja propia obtenida por la recuperación de valor tras la expropiación de YPF (6.300 millones de dólares) y el resto mediante otras fuentes de liquidez⁴⁴. Además, Repsol asumirá una deuda de 4.700 millones de dólares (Repsol web).

Además, Repsol emitirá instrumentos híbridos por un monto total de hasta 5.000 millones de dólares para mantener un balance de situación sólido⁴⁵. Los bonos híbridos tienen la ventaja de ser no dilutivos para los accionistas⁴⁶. Estos bonos poseen además

⁴⁴ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.:

http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

⁴⁵ Información obtenida del artículo de Bloomberg Business, el 16 de diciembre de 2014 a través del siguiente enlace: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-16/repsol-plans-up-to-5-billion-euros-of-hybrid-bonds-for-talisman>

⁴⁶ Información obtenida del artículo del periódico El País, el 16 de diciembre de 2014 a través del siguiente enlace:

http://economia.elpais.com/economia/2014/12/16/actualidad/1418721986_954581.html

una seguridad alta en cuanto a comercialización. La emisión de estos instrumentos permitirá que Repsol mantenga su grado de inversión.

3.15 Indicadores financieros y operativos clave

Repsol mantendrá una posición financiera sólida tras la transacción, con un inmediato crecimiento de la producción y de los flujos de caja operativos⁴⁷. Además, como ya se ha comentado en el apartado de múltiplos de la operación, en cuanto a los beneficios por acción, las expectativas son que a partir del año 2017 comiencen a incrementarse (incluso utilizando un escenario conservador para los cálculos).

Tabla 5: Datos financieros de Repsol

Repsol (9 meses) 2014 (millones de dólares)	
Beneficio Neto	2.200
Flujo de Caja Operativo	3.500
Deuda Neta	2.500

Fuente: Repsol y elaboración propia

Tabla 6: Datos financieros de Talisman

Talisman (9 meses) 2014 (millones de dólares)	
Beneficio Neto	700
Flujo de Caja Operativo	1.300
Deuda Neta	4.700

Fuente: Repsol, Talisman y elaboración propia

La deuda neta aumentará a 15.400 millones de dólares tras la transacción.

⁴⁷ Información obtenida de la página web corporativa de Repsol S.A.: http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx

4 CONCLUSIONES DE LA OPERACIÓN

La adquisición es consistente con la estrategia de Repsol de reforzar el negocio de las actividades de *upstream*. Además, mejora la posición global de la compañía y su competitividad como una empresa petrolera que busca mejorar su diversificación. Esto se consigue a través de una mayor diversificación desde punto de vista geográfico y mediante la adición de nuevas capacidades en nuevos escenarios.

Adicionalmente, la adquisición de Talisman es una operación transformadora para Repsol, ya que la convertirá en una de las empresas privadas más importante del sector petrolero y de hidrocarburos.

El acuerdo presentado el 16 de diciembre de 2014 se produce en un buen momento para la compañía adquirente financieramente hablando. En este momento, Repsol tiene la suficiente flexibilidad para realizar estimaciones a futuro y buscar el crecimiento del negocio por la vía inorgánica.

Por otro lado, las métricas financieras tras la transacción permiten a la compañía mantener su posición inversora y seguir ofreciendo un dividendo competitivo a sus accionistas. Debido a la sólida posición financiera se espera que estos dividendos superen el objetivo del 40-55% establecidos en su Programa de Retribución Flexible⁴⁸. Además, según el consejero delegado de Repsol, Josú Jon Imaz “la adquisición de Talisman es una operación transformadora”⁴⁹. De este modo, se espera que la producción prácticamente se duplique, pasando de 386.000 a 680.000 barriles equivalentes de petróleo al día⁵⁰.

No obstante, a pesar del historial probado de la compañía en el mercado y del éxito que parece que la adquisición de Talisman va a aportar Repsol (sinergias productivas, de costes y de eficiencia, capacidad de exploración, activos y beneficios económicos);

⁴⁸ Información obtenida del Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A. a través del siguiente enlace: http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

⁴⁹ Información obtenida del artículo del periódico La Vanguardia, el 31 de enero de 2015 a través del siguiente enlace: <http://www.lavanguardia.com/20150131/54425674920/repsol-desinvertira-activos-por-1-000-millones-conchi-lafraya.html>

⁵⁰ Información obtenida del artículo del periódico La Vanguardia, el 31 de enero de 2015 a través del siguiente enlace: <http://www.lavanguardia.com/20150131/54425674920/repsol-desinvertira-activos-por-1-000-millones-conchi-lafraya.html>

la compañía debe seguir buscando la integración de los negocios, la optimización de su portfolio y la búsqueda de la eficiencia de los activos maduros.

III. GLOSARIO DE TÉRMINOS

- Acretivo según el diccionario Investopedia⁵¹:
Este término es muy utilizado en finanzas corporativas, principalmente en la adquisición de activos o negocios e indica que la transacción añadirá valor respecto al propio coste de adquisición, inmediatamente o en el futuro.
- *Core business*: conjunto de actividades que realiza una empresa y que la caracterizan, definen y diferencian en el mercado.
- *DCF: Discounted Cash Flow*
- Dilutivo según diccionario Investopedia⁵¹:
Término utilizado en finanzas corporativas con significado contrario a acretivo. Es decir, cuando en una operación de adquisición de activos o negocios, el valor añadido por la transacción es inferior al propio coste de la adquisición.
- Kb/d: miles de barriles de petróleo equivalente/día.
- Los términos “demanda” y “consumo” suelen ser utilizados como sinónimos en prensa económica.
- LBO: *leveraged buy out* o compra apalancada.
- Mb/d: millones de barriles de petróleo equivalente/día.
- Mb: millones de barriles/año.
- OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
 - Fundada en 1961.
 - Misión: promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo.
 - Países miembros: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y Turquía.

⁵¹ Información obtenida de: <http://www.investopedia.com/terms/>

- Colaboración con países clave: Brasil, China, India, Indonesia y Sudáfrica.
- OPA: oferta pública de adquisición.
- OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo.
 - Fundada en 1960.
 - Misión: unificar y coordinar la política petrolera de los Estados miembros.
 - Países miembros: Argelia, Angola, Ecuador, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela.
- PGC: Plan General de Contabilidad
- Producción operada: producción a cargo de una petrolera.

IV. BIBLIOGRAFÍA

- Abajo, C.; Bachiller, F. y Sáenz-Diez, R. (2005): *Fusiones y Adquisiciones*. Documentación académica, Departamento de Gestión Financiera (área financiera), Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- Agencia Internacional de la Energía (2015): *Oil Market Report*, <https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-01-16.pdf>
- Agencia Internacional de la Energía (2015): *Oil Market Report, Medium-Term Oil Market Report (MTOMR)*, <https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-02-10.pdf>
- A.T. Kearney (2015): *A.T. Kearney pronostica más fusiones y adquisiciones en el sector del gas y el petróleo en 2015*, http://www.atkearney.es/petroleo-y-gas/featured-article/-/asset_publisher/S5UkO0zy0vnu/content/a-t-kearney?_101_INSTANCE_S5UkO0zy0vnu_redirect=%2Fpetroleo-y-gas%2Ffeatured-article
- Bloomberg Business (2014): *Repsol Plans Up to 5 Billion Euros of Hybrids for Talisman*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-16/repsol-plans-up-to-5-billion-euros-of-hybrid-bonds-for-talisman>
- CNN Expansión (2014): *La crisis del petróleo, el inicio de una nueva era*, <http://www.cnnexpansion.com/economia/2014/12/05/2015-el-fin-de-la-crisis-del-petroleo>
- Código de Comercio y legislación complementaria, consultado el artículo 42, http://www.boe.es/legislacion/codigos/codigo.php?modo=1&id=035_Codigo_de_Comercio_y_legislacion_complementaria
- El Confidencial, Empresas (2014): *Repsol eleva su deuda hasta 12.330 millones por Talisman pese al dinero de Argentina*, http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-12-17/repsol-eleva-su-deuda-hasta-12-330-millones-por-talisman-pese-al-dinero-de-argentina_592305/

- El Mundo, Industria Petróleo (2014): *¿Por qué está cayendo el precio del petróleo?*,
<http://www.elmundo.com.ve/noticias/petroleo/industria/-por-que-esta-cayendo-el-precio-del-petroleo-.aspx>
- El País, Economía (2014): *Repsol emitirá hasta 5.000 millones en deuda perpetua y venderá activos*,
http://economia.elpais.com/economia/2014/12/16/actualidad/1418721986_954581.html
- Enciclopedia Financiera: *Economías de escala*,
<http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-economias-de-escala.html>
- Estudios sectoriales de Standard & Poor's (2001): *Oil and Gas: Production & Marketing, 2001, PP. 8.*
- Esty, B. (2001): *The Chad-Cameroon Petroleum Development and Pipeline Project*. Harvard Business School, case 202-010.
- EY (2014): *Global oil and gas transactions review 2014*,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2014/\\$FILE/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2014/$FILE/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2014.pdf)
- Foro Económico Internacional (2015): *The Geo-Economics of Energy – World Economic Forum Annual Meeting 2015*,
<http://www.weforum.org/sessions/summary/geo-economics-energy>
- Grøgaard, B.; Miller, C. y Shak, V. (2014): *Gran Tierra Energy Inc. in Brazil*. Ivey Publishing, Ivey Business School, case W14587.
- Infobolsa, sección: *Divisas*, (accedido en marzo de 2015),
<http://www.infobolsa.es/divisas>
- Inkpen, A. y Moffett, M.H. (2011): *The Global Oil & Gas Industry: Management, Strategy & Finance*. PennWell Corp., Tulsa, United States.
- Investopedia, Dictionary,
<http://www.investopedia.com/terms/>
- Jensen, M. (1986): *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*. Midland Corporate Finance Journal, Volume 4, No. 2.
- La Vanguardia, Economía (2015): *Repsol desinvertirá activos por 1.000 millones*,

<http://www.lavanguardia.com/20150131/54425674920/repsol-desinvertira-activos-por-1-000-millones-conchi-lafraya.html>

- Lerner, J.; Leamon, A. y Hardymon, F. (2012): *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. Ed. John Wiley & Sons, Inc. PP. 91-110.
- Libros vivos (2015): *Un mundo dividido*. Ed. SM. Tema 3, <http://www.librosvivos.net/smtc/pagporformulario.asp?idIdioma=ES&TemaClave=1194&pagina=8&est=2>
- Magro, I. (2013): *Apuntes de Introducción a las Finanzas Corporativas 3º E2/E4 y 3º E3*. Departamento de Gestión Financiera, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Pontificia Comillas, Tema 3.
- Mascareñas, J. (2005): *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Ed. Mc Graw Hill/Interamericana de España (cuarta edición).
- Muñoz, R. (2012): *Contabilidad Financiera*. Ed. International Technical & Financial Institute. PP. 351.
- Plan General de Contabilidad, (2011), consultadas la NECA 13ª y la norma 20ª de negocios conjuntos.
- Porter, M. (2008): *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review.
- Real Academia Española (RAE), <http://www.rae.es/>
- Reinhardt, F.; Casadeus-Masanell, R. y Hanson, D. (2012): *BP and the Consolidation of the Oil Industry*. Harvard Business School, case 9-702-012.
- Repsol S.A., Conocer Repsol, http://www.repsol.com/es_es/corporacion/conocer-repsol/
- Repsol S.A. (2014): *Repsol alcanza un acuerdo con Talisman Energy para adquirir la compañía canadiense*, Sala de Prensa, http://www.repsol.com/es_es/corporacion/prensa/notas-de-prensa/ultimas-notas/16122014-repsol-alcanza-un-acuerdo-con-talisman-energy-para-adquirir-la-compania-canadiense.aspx
- Repsol S.A (2015): *Informe de Gestión Consolidado de Repsol S.A. y Sociedades participadas que configuran el Grupo Repsol para el año 2014*, Información para Accionistas e Inversores, PP. 22-26 y 89-91.

http://www.repsol.com/imagenes/es_es/Informe_Gestion_2014_25022015_tcm7-702750.pdf

- Sáenz, R. (2012): *Apuntes de Introducción a las Finanzas Corporativas 3º E3 y 2º E2/E4*. Departamento de Gestión Financiera, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Pontificia Comillas, Tema 8.
- Schill, M. y Loutskina, E. (2013): *Business Valuation in Mergers and Acquisitions*. Darden Business Publishing, University of Virginia.
- Society of Petroleum Engineers (2007): *Sistema de Gestión de Recursos Petrolíferos*, PP. 6.
- Talisman Energy,
<http://www.talisman-energy.com/>
- U.S Energy Information Administration,
<http://www.eia.gov/petroleum/data.cfm#prices>
- U.S Energy Information Administration (2000): *Electric Power Annual 2000*. Volume 1, PP. 13.
- U.S Energy Information Administration (2015): *Oil Market Basics*,
http://www.eia.doe.gov/pub/oil_gas/petroleum/analysis_publications/oil_market_basics/default.htm
- World Economic Forum Annual Meeting 2015 (video),
<http://www.weforum.org/sessions/summary/geo-economics-energy>
- Yahoo Finance Canada, (TLM.TO Historical Prices) (accedido en febrero de 2015),
<https://ca.finance.yahoo.com/q/hp?s=TLM.TO>