



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA
COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**Estructura de Capital de las empresas del Sector Energía y
Petróleo del IBEX35, en un periodo de recesión económica
(2008-2014)**

Presentado por Laura Estévez García

Tutelado por Susana Alonso Bonis

Segovia, 25 de junio de 2015

ÍNDICE

Introducción.....	1
-------------------	---

CAPÍTULO I

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

I.1 Estructura de Capital y clasificación de las fuentes de financiación.....	4
I.2 Diferentes teorías que analizan la Estructura de Capital.....	5

CAPÍTULO II

EL IBEX35 Y EL SECTOR ENERGÍA Y PETRÓLEO

II.1 Muestra objeto de estudio. El IBEX35 y el Sector de Energía y Petróleo.....	8
II.1.1 El IBEX35.....	8
II.1.2 Composición sectorial del IBEX35.....	9
II.1.3 Composición empresarial del IBEX35.....	11

CAPÍTULO III

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR ENERGÍA Y PETRÓLEO EN EL PERIODO 2008-2014

III.1 El efecto de la crisis económica en el Sector Energía y Petróleo y la forma de financiación de las empresas. (Análisis longitudinal años 2008-2014).....	14
III.2 Análisis de las empresas del Sector Petróleo y Energía.....	15
III.2.1 Enagás.....	15
III.2.2 Endesa.....	19
III.2.3 Gas Natural.....	24
III.2.4 Red Eléctrica Española.....	29
III.2.5 Repsol.....	32
III.2.6 Iberdrola.....	36
III.3 Comparación final entre todas las empresas objeto de estudio.....	40
III.4 Conclusiones.....	41
Referencias bibliográficas.....	43

ANEXO I

Tablas de datos utilizados en los análisis.....	45
---	----

Introducción

La estructura de capital se refiere a la composición de los recursos financieros que la empresa utiliza para financiar sus proyectos de inversión corporativa. Nos referimos, principalmente, a las diferentes de fuentes de recursos financieros que tienen una vinculación con la empresa más allá de un ejercicio económico a partir de las cuáles la empresa debe financiar los proyectos de inversión cuyas consecuencias económicas se extenderán en el futuro.

Desde el trabajo seminal de Modigliani y Miller mucho se ha escrito y discutido acerca de la relevancia de la estructura de capital en el valor de mercado de la empresa y, por ende, de la existencia de una estructura de capital óptima.

El denominado “puzzle” de la estructura de capital se ha abordado desde muy diversas perspectivas. A partir de las proposiciones de Modigliani y Miller, diversas investigaciones han abordado la irrelevancia de la estructura de capital (Besley, S. and E. F. Brigham, 2008) hasta los enfoques más actuales basadas en la Teoría de la Agencia que incorporan los problemas de riesgo moral e información asimétrica (Ray, D. y E. Rabasco, 2002) Así, el riesgo moral se refiere a las situaciones en las que un accionista posee mayor volumen de información acerca de las acciones que otros individuos. De esta manera, las decisiones tomadas pueden estar condicionadas. Cuando la información no genera las mismas igualdades de decisión para ambas partes, se conoce como información asimétrica. Como consecuencia de esta situación, la capacidad del mercado para repartir el riesgo de forma eficiente se ve reducida.

Y de resultas de todas las investigaciones y estudios realizados podríamos decir que el puzzle de la estructura de capital sigue sin resolverse.

El presente trabajo fin de grado se sitúa precisamente en el ámbito de la estructura de capital y plantea como objetivo realizar un análisis descriptivo de las diferentes formas de financiación que pueden presentar las empresas, utilizando la información financiera pública recogida en los informes anuales elaborados anualmente por las empresas objeto de estudio.

Concretamente el trabajo se concentra en el análisis de la estructura de capital de un grupo de empresas cotizadas en el mercado español e incluidas en el IBEX35, el índice de referencia en el mercado continuo de la bolsa española. Las empresas seleccionadas pertenecen al mismo sector de actividad, el Sector de la Energía y el Petróleo, lo que permite establecer comparaciones entre las diferentes formas de financiación de la inversión en empresas pertenecientes al mismo sector de actividad. La inclusión de las empresas seleccionadas en el índice de referencia del mercado español garantiza la disponibilidad de la información financiera necesaria para la elaboración del trabajo. Las compañías que formarán parte del análisis son: Enagás, Endesa, Gas Natural SDG, Iberdrola, Red Eléctrica Española y Repsol.

Además de un análisis descriptivo de la estructura de capital de las empresas analizadas en un determinado momento, en el trabajo, se realiza un examen de la evolución de las fuentes de financiación utilizadas en los últimos años. Para conseguir dicho objetivo, se realizará un análisis longitudinal, donde se compararán las decisiones de financiación tomadas por cada empresa entre el año 2008 y el 2014. Constituye éste un periodo de especial relevancia en la materia que nos ocupa al estar caracterizado por un contexto de

INTRODUCCIÓN

crisis financiera internacional que afecta a todos los sectores de la economía y que, en el caso español, ha tenido como resultado un incremento en la dificultad para el acceso al crédito financiero, entorpeciendo con ello las posibilidades de inversión.

En cuanto a la razón de elección del Sector Energía y Petróleo, ésta, se debe a que es el segundo sector que más capitalización presenta en todo el IBEX35. Solamente sería superado por el Sector Financiero, que hemos excluido, ya que su principal actividad constituye el objeto del trabajo en sí.

Algunas conclusiones de interés que se extraerán al finalizar el presente análisis, son, por ejemplo, la alta capitalización de Iberdrola respecto a las otras empresas del sector, además de su estabilidad en cuanto a la forma de financiarse. También, se dará explicación a los repentinos cambios en cuanto a la forma de financiación por parte de empresas como Repsol o Gas Natural.

En lo que sigue, el presente trabajo fin de grado se estructura del siguiente modo. En el Capítulo I, se presenta la parte que engloba la estructura de capital y las diferentes fuentes de financiación a partir de las que financiar los proyectos de inversión. Además, se hace una breve revisión de las teorías que habitualmente se utilizan para analizar esta cuestión. En el Capítulo II, se estudia la muestra objeto de estudio. De esta manera se analiza el IBEX35, y la relevancia de nuestro sector en él. En el Capítulo III, y con la ayuda de la información previamente proporcionada de forma pública por las empresas objeto de análisis, se pone cierre al trabajo con la recopilación de las principales conclusiones.

CAPITULO I
LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

I.1 Estructura de capital y clasificación de las fuentes de financiación.

Podemos definir estructura de capital, como el conjunto de decisiones que tienen que afrontar las empresas para conseguir financiación y así poder conseguir los objetivos marcados.

Inicialmente, toda empresa tiene una base compuesta por un capital propio limitado. Este límite en el capital puede ser superado gracias a la capacidad de endeudamiento de dicha empresa, ampliando así las posibilidades de inversión.

En cuanto a las formas de obtener dicha financiación, podemos plantearnos diferentes cuestiones ¿Cómo obtendremos los recursos financieros? ¿Cómo combinamos los recursos financieros en la estructura de capital de la empresa?...

Para dar respuesta a estas preguntas, debemos determinar el mix o la mezcla óptima de recursos financieros que contribuya a la consecución del objetivo financiero de la empresa, es decir, como está formada la estructura de capital y como combino dicha estructura.

Se pueden encontrar diferentes maneras de obtener financiación, que quedarían agrupadas de la siguiente manera:

- Fuentes de financiación que dependen del periodo de vencimiento, es decir, fuentes permanentes (largo plazo) o, fuentes corrientes (corto plazo)
- Respecto al origen de los recursos financieros, distinguimos entre recursos generados internamente como por ejemplo, provisiones (se dotarán provisiones cuando suponemos que la empresa va a tener la obligación de realizar un pago futuro respecto a una obligación que la empresa haya contraído con anterioridad) beneficios retenidos, (obtenidos de la diferencia entre ingresos y costes. Estos beneficios pueden ser utilizados para remunerar a los socios, en forma de dividendo, o como forma de autofinanciación), y recursos generados externamente (capitales propios que vengan por la emisión de acciones, deuda...)
- ¿Quién nos presta los fondos y como se integrarán?, Respondiendo a esta pregunta aparecen dos nuevas formas de obtener recursos:
 - Financiación propia: no hay obligación expresa de devolución, los principales aportantes de estos fondos propios son los propietarios de la empresa.
 - Financiación ajena: existe una obligación expresa de devolución en tiempo y forma. Podemos enumerar varios tipos de financiación ajena, como son, deuda a corto y largo plazo, leasing¹, capital riesgo²

¹ Leasing, contrato de arrendamiento financiero, mediante el cual una de las partes cede el uso de un bien a la otra, durante un tiempo establecido y, a cambio de unos pagos acordados previamente, teniendo la otra parte implicada la posibilidad de ejercer una opción de compra al finalizar el acuerdo

² Capital riesgo, aportación de financiación permanente realizada por una sociedad inversora hacia una empresa receptora. A cambio de esta inyección de fondos, la sociedad inversora pasa a formar parte del accionariado de la empresa receptora, aunque su intención no sea perdurar en el grupo de accionistas de forma indefinida.

Esta diferenciación entre recursos propios y ajenos resulta muy relevante en este trabajo. Prestaremos especial atención a estas dos formas de financiación, ya que serán las utilizadas para comprender la composición de la estructura de capital de las empresas seleccionadas del Sector Petróleo y Energía del IBEX35. Además, también tomará especial relevancia la elección de fuentes de financiación permanentes en cuanto a la financiación ajena. Esto es así ya que nuestro interés está en conocer en qué medida se ha endeudado la empresa para conseguir los diferentes proyectos de inversión planeados en un futuro incierto.

I.2 Diferentes teorías que analizan la Estructura de Capital

En el sentido más teórico, se pueden encontrar diferentes formas de entender la estructura de capital de las empresas. De forma general, se puede diferenciar entre las teorías que tienen como base el mercado de capitales perfecto, y las teorías que se basan principalmente en la imperfección del mercado de capitales.

- Modigliani y Miller. Defienden la irrelevancia de la decisión de financiación sobre el valor de mercado de la empresa. Sus proposiciones de irrelevancia de las decisiones de financiación y dividendos se apoyan en que la idea de que la única decisión relevante es la de inversión. Es decir, la forma en la que la empresa se financia, en ausencia de impuestos, costes de transacción, costes de quiebra e información asimétrica, no afecta a su valor total.
- Enfoque de Opciones Reales: Equity call model. Ante la aparición de situaciones de decisión más complejas para las compañías, la aplicación del Enfoque de Opciones Reales a la decisión de financiación plantea la valoración del *equity* de la empresa a partir de la valoración de una opción de compra. Así, ante el vencimiento de la deuda, el propietario de la empresa puede decidir entre hacer frente al pago de la deuda y continuar el funcionamiento de la empresa o no hacer frente al pago de la deuda y dejar los activos de la empresa en manos de los acreedores.
- Enfoque de Agencia. La empresa se percibe como nexo de contratos integrada por diferentes grupos de partícipes, cada uno de los cuáles con sus propios intereses. Surgen los conflictos de intereses, donde se caracteriza a los directivos de oportunistas, en busca de su propio beneficio, mientras que los accionistas o socios, buscan el beneficio común de la empresa, para así obtener una recompensa complaciente en forma de dividendo. Además surgen también conflictos entre los propios accionistas, distinguiendo así entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios cuyos intereses no tienen por qué coincidir. Surge el denominado “efecto expropiación de riqueza” por parte de los accionistas mayoritarios. Lo ideal sería un alineamiento entre propiedad y accionistas, para el beneficio común de la empresa.

CAPITULO II

EL IBEX35 Y EL SECTOR ENERGÍA Y PETRÓLEO

II.1 Muestra objeto de estudio. El IBEX35 y el Sector de Energía y Petróleo

II.1.1 El IBEX35

Con la unión de las cuatro Bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) y el resto de mercados y sistemas financieros internacionales (LATIBEX, Iberclear, MarketData, Sociedad de Bolsas...entre otros), se ha conseguido formar una única empresa, Bolsas y Mercados Españoles (BME), que se presenta como la empresa configuradora de todos los sistemas financieros y mercados de valores españoles. BME está formada por un conjunto de índices bursátiles, entre los que destaca el denominado IBEX35, que además es el índice que tomaremos como base principal de nuestro análisis.

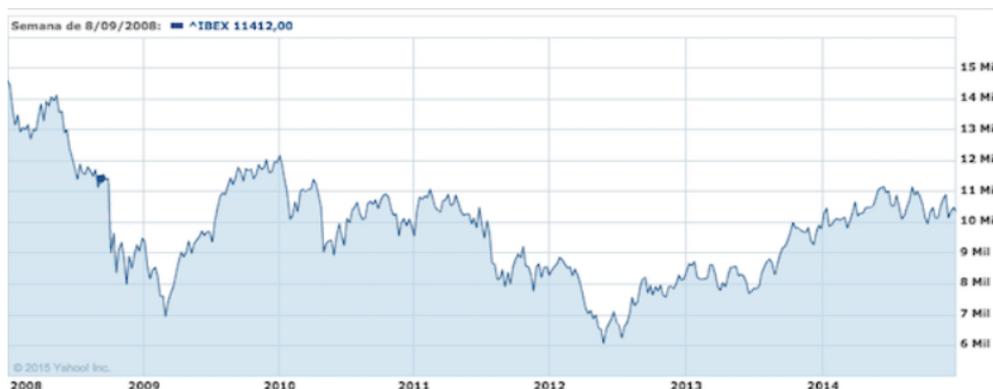
El IBEX 35, es considerado “el índice oficial del mercado continuo de la bolsa española, y su cálculo, publicación y difusión se realiza en tiempo real.” (Lassala, Medal, Navarro, Sanchís y Soler, 2006 Pág. 113), tuvo sus inicios históricos en 1989, aunque no se consolida como índice oficial hasta el 14 de Enero de 1992.

Es considerado como el índice bursátil de referencia en España al estar formado por las 35 empresas que cuentan con una mayor liquidez entre las que cotizan en todo el sistema bursátil formado por las cuatro Bolsas españolas. Las empresas que forman el índice no tienen el mismo peso sino que su ponderación se calcula mediante capitalización.

Tal y como muestra el Gráfico 1 podemos destacar algunos hechos relevantes en referencia a éste índice. Por ejemplo, se puede observar como en 2008, registra la caída más relevante de su trayectoria, llegó a descender un 39,4%. Podemos relacionar este dato tan negativo, con el período de recesión económica vivido en el país, que tenía inicio precisamente alrededor de esas fechas. Sin embargo, aunque en 2008 alcanzó su mayor caída, su cifra más baja se registraría 4 años más tarde, en 2012, con 5.905 puntos menos. Por su parte, la mayor subida de su historia se registró en 2010, incrementando su valor en un 14,43%. Dicho incremento no se produjo de forma espontánea, sino que tuvo inicio tras la operación de rescate europeo aprobada para apoyar al mercado bursátil español, como consecuencia de la crisis económica surgida tras la quiebra de Lehman Brothers³

³ Lehman Brothers, considerado el cuarto banco de inversión más importante, en el ranking de EEUU, antes de la recesión económica. Sus problemas comenzaron por la masiva concesión de hipotecas basura, que, unido a una mala gestión, desencadenó una importante crisis económica. Se declaró en quiebra el 15 de Septiembre de 2008.

Gráfico 1: Evolución del IBEX35 en el periodo 2008-2014.



Fuente: www.elblogdelsalmón.com, El populismo con la riqueza y el gran negocio del IBEX, por Teresa Rodríguez. Noticia del 7 de Enero de 2015.

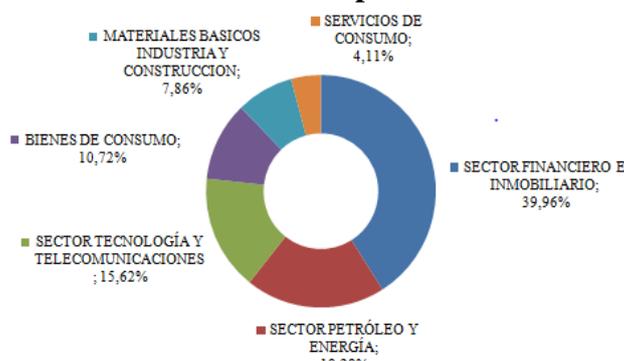
Ya en 2011, se decidió que el índice contara con un valor más. Para que esto ocurriese, el Comité Asesor Técnico (CAT), tuvo que reunirse y ofrecer el visto bueno sobre la modificación establecida para el índice bursátil. La empresa Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA), fue la escogida por el CAT para formar parte del IBEX35 pasando a ser IBEX36, con el fin de mejorar así sus cifras. En el día de hoy, el índice bursátil de referencia español, continúa fiel a sus características iniciales, estando formado por 35 empresas.

En relación al presente trabajo de fin de grado, todas las empresas elegidas forman parte del IBEX35. Esta elección se ve reforzada por la obligatoriedad que tienen las empresas incluidas en el índice, de publicar sus estados contables de forma anual y pública, siendo fácilmente accesibles a todos los usuarios.

Como ya se ha señalado, una vez escogido el Sector Energía y Petróleo, el objetivo del trabajo será presentar un análisis longitudinal de la estructura de capital de las empresas energéticas incluidas en el índice al efecto de facilitar la comparación de las diferentes fuentes de financiación en empresas pertenecientes a un mismo sector de actividad. Por ello, las empresas objeto de análisis serán Enagás S.A., Endesa S.A., Gas Natural SDG S.A., Iberdrola S.A., Red Eléctrica Corporación S.A. y Repsol S.A.

II.1.2 Composición sectorial del IBEX35

Gráfico 2: Distribución Sectorial del IBEX35. Importancia de cada sector en función de su ponderación.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de capitalización bursátil de las empresas del IBEX35 a 31/12/14, expuestos en www.bolsasymercados.es

CAPÍTULO II

En cuanto a la composición sectorial del IBEX35, el Gráfico 2 muestra los seis principales grupos, diferenciados perfectamente entre sí, y compuestos cada uno de ellos con empresas que ofrecen servicios similares.

Entre estos sectores, se observa un claro liderazgo del Sector Financiero e Inmobiliario, suponiendo así más de un tercio de la composición total del índice (39,97% a 31 de Diciembre de 2014).

A pesar de la importancia del sector líder, cabe destacar que ha ido perdiendo peso en los últimos años, como consecuencia del crecimiento de otros sectores como el de materias primas, o el de bienes de consumo y también por la exclusión de valores de algunas de sus compañías. Aunque este sector posea la mayor capitalización en comparación a los demás sectores del IBEX35, éste, no será el elegido para nuestro análisis, ya que el objeto principal de este sector, condiciona precisamente la estructura de capital del resto de empresas.

En segundo lugar, se encuentra el Sector Petróleo y Energía, obteniendo una importancia de un 19,28% en el índice español. Este sector será el elegido para el desarrollo del presente estudio, debido a su, cada vez más, creciente importancia en la sociedad. El crecimiento de este sector vendría motivado por la profunda transformación sufrida en las formas de actuación de cada una de las empresas, en función de la cambiante demanda de los clientes. Desde cambios en cuanto a la forma de transportar y distribuir la propia energía, hasta las propias características de la energía en sí, inclinándose cada vez más por una energía renovable y que sea eficiente en su mayor medida.

Los cambios en este sector se pueden apreciar en las formas de generación, servicios de recarga eléctrica, transporte, distribución, comercialización y, por supuesto, en los intercambios intracomunitarios e internacionales, incluyendo, la gestión económica y el sistema técnico.

Continuando con el estudio, en tercer lugar nos encontramos con el Sector Tecnología y Comunicaciones (15,62%). Sector afectado por la crisis económica, al igual que el resto de sectores, pero que, a pesar de ello, está envuelto en una profunda evolución, y se espera siga creciendo aún más en los próximos años.

El Sector de Bienes de Consumo se consolida en la cuarta posición. Está formado solamente por dos empresas, Inditex y Grifols, aunque se puede afirmar que Inditex soporta el mayor protagonismo con casi siete veces más capitalización bursátil que Grifols.

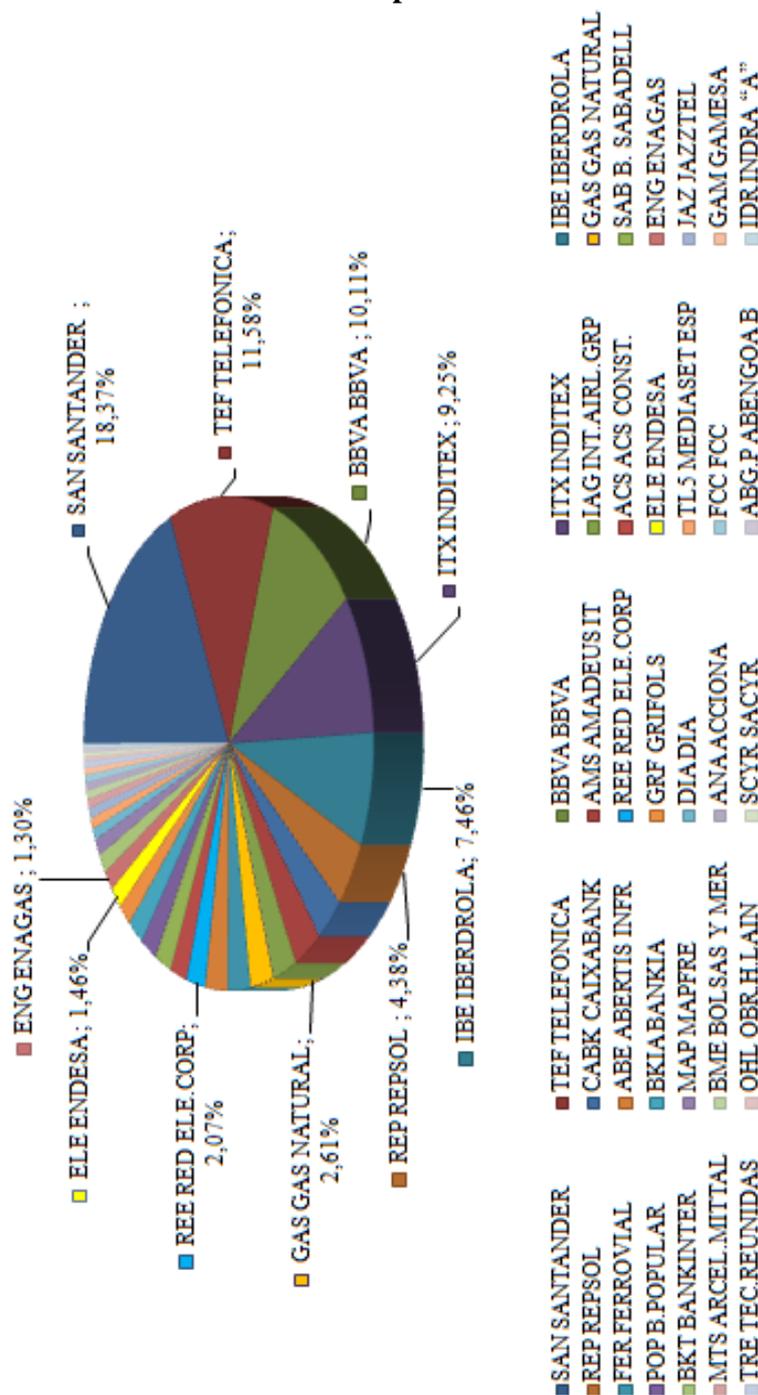
En penúltima posición, se encuentra el Sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción. Está formado por un total de diez compañías, entre las que se encuentra Ferrovial, ACS, AcerMittal, Acciona, FCC, Gamesa, Tec.Reunidas, OBR.H.Lain, Sacyr y Abengoa. Sin embargo, este número tan alto de empresas, no posiciona al sector en un buen lugar en el IBEX35, ya que la mayoría de ellas tiene una capitalización bursátil que no supera los 3.000 millones de euros a finales de 2014, a excepción de Ferrovial y ACS.

Por último, el sector que acaba de formar el 100% del IBEX35, es el de Servicios de Consumo, que además de contar con tan solo tres empresas, dos de ellas, no superan los 4.000 millones de euros de capitalización a finales del 2014. Estas empresas son la

cadena de supermercados DIA, y la compañía audiovisual MediaSet. Para completar la composición del Sector Servicios de Consumo, nos faltaría mencionar la compañía International Airlines Group, que tiene una capitalización, a finales de 2014, de 12.628 millones de euros, y de esta forma se presenta como la empresa con más importancia dentro del sector en el IBEX35.

II.1.3 Composición empresarial del IBEX35

Gráfico 3: Distribución Empresarial del IBEX35. Importancia de cada empresa en función de su ponderación.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de capitalización bursátil de las empresas del IBEX35 a 31/12/14, expuestos en www.bolsasmercados.es

CAPÍTULO II

En el Gráfico 3, se revela la distribución del IBEX35 en función del peso que tiene cada empresa de forma individual.

A grandes rasgos, se puede comprobar cómo cinco de las treinta y cinco empresas que conforman el índice, tienen un peso tan superior a las demás, que juntándolas, ya suponen más de la mitad de la capitalización total del IBEX35.

La empresa con más importancia en el índice bursátil es el Banco Santander, que supone un 18,37% de la distribución, seguida de Telefónica, BBVA e Inditex, que oscilan entre el 9% y 11% cada una de ellas.

Un dato relevante para nuestro análisis, es que dentro de este ranking de las cinco empresas con más importancia en el IBEX35, se encuentra Iberdrola con un 7,46%. De esta manera, consigue posicionarse en primer lugar en el Sector Energía y Petróleo. El resto de empresas que componen nuestro sector, no supera ninguna de ellas el 4,5% del peso total del índice, siendo relevante señalar que Enagás y Endesa ni siquiera llegan a alcanzar un 3% de forma conjunta.

Como hemos comprobado anteriormente, el Sector Petróleo y Energía, tiene una presencia importante dentro del IBEX35, pero sin duda el motivo no es la alta capitalización individual de las empresas, sino más bien, el motivo sería el elevado número de empresas que forman parte de él.

CAPITULO III

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR ENERGÍA Y PETRÓLEO EN EL PERIODO 2008-2014

III.1 El efecto de la crisis económica en el Sector Energía y Petróleo y la forma de financiación de las empresas. (Análisis longitudinal años 2008-2014)

El periodo de tiempo marcado por los años 2008-2014, se caracteriza claramente por una recesión económica cuyos efectos se han dejado sentir no sólo a nivel económico sino también social y político. Esta recesión económica ha tenido un alcance mundial, aunque su origen estuvo en Estados Unidos. En España, la suma de los efectos de la crisis económica mundial, junto con el estallido de la burbuja inmobiliaria, y el inicio de la crisis financiera en 2010, provocó graves consecuencias. Una de las más significativas sería un aumento masivo del desempleo, produciendo así grandes problemas para las empresas y familias españolas.

Los efectos de esta crisis han sido evidentes en todos los sectores de la actividad económica, aunque como es lógico no con la misma intensidad. Por ejemplo, uno de los sectores afectados de manera más significativa ha sido el Sector Telecomunicaciones, claramente dependiente de la renta disponible de la población, la cual se ha reducido notoriamente en este período considerado con la consecuente caída del consumo privado.

Centrando el estudio en el Sector Energía y Petróleo, la crisis financiera formó parte de una recesión que provocó importantes variaciones en la actuación de las empresas energéticas.

La forma de financiarse ha sido uno de los aspectos afectados por dicha recesión, ya que en la actualidad las vías de financiación son más escasas y más caras. Además, sus ventas se han visto disminuidas por el aumento de los precios, lo que reflejará unos beneficios menores que tendrían que plantar cara a un coste de deuda mayor. Esta situación, se agrava aún más en el caso de que las empresas hayan realizado inversiones importantes o compras de otras empresas al inicio de la crisis financiera.

El Sector Energía y Petróleo, tiene además ciertos obstáculos derivados del cambio climático y su creciente importancia para la sociedad. Una mayor concienciación por el cuidado del medio ambiente, que se ve reflejada en los países desarrollados y en algunos emergentes, donde su desarrollo se basa en gran medida en el uso de energías renovables, caracterizadas por un desarrollo tecnológico continuo. Este desarrollo tecnológico, hace incrementar sus precios, siendo así más caras para los consumidores, los cuales, reducirán su demanda más de lo normal en periodos de crisis.

Como objeto de estudio de este trabajo, se analizará la variación de la estructura de capital de cada empresa del sector energético del IBEX35, en el periodo 2008-2014, donde veremos las diferentes decisiones tomadas a la hora de financiar los proyectos fijados por las empresas, y si la crisis económica ha tomado un papel importante a la hora de tomar dichas decisiones.

Para analizar dicha financiación, se ha utilizado información pública procedente de las Cuentas Consolidadas⁴, publicadas anualmente por cada una de las empresas para el periodo 2008-2014. Distinguiremos entre financiación propia y financiación ajena. De esta manera, cuando nos refiramos a los fondos propios, habremos incluido en ellos, el Capital Social, las Reservas, el Resultado del Ejercicio, y el Dividendo a cuenta. Cuando nos refiramos a los Fondos Ajenos, nos estaremos fijando en el Pasivo Financiero No Corriente.

III.2 Análisis de las empresas del Sector Petróleo y Energía

III.2.1 Enagás

A principios de los años 70, hubo un importante crecimiento del consumo de energía en el territorio español, lo que derivó en una preocupación por hacer llegar a todos los rincones españoles el uso de gas natural.

Como consecuencia de este hecho, el Estado español propuso la creación de una red de gasoductos en todo el país. Para ello habría que crear una empresa que fuera capaz de distribuir de manera correcta el gas natural a todos los hogares y empresas españolas. Así, en 1972, nació Enagás.

En sus principios, Enagás únicamente se dedicaba a la creación de estudios técnicos y planes sobre los que basarse para un buen desarrollo de las infraestructuras gasistas españolas. Fue entonces en 1981, cuando Enagás pasó a formar parte del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH).

Sin embargo, el INH decidió vender a Gas Natural SDG el 100% del capital de Enagás, repartiéndose esta venta entre los años 1994 y 1998, vendiéndose así el 91% y el 9% restante respectivamente.

Ya en 2002, tras una Oferta Pública de Venta (OPV), Enagás comienza a formar parte del mercado de valores español, perteneciendo a la Bolsa Oficial Española y cotizando en el mercado continuo.

Entre las actividades más frecuentes de Enagás, podemos encontrar, actividades de regasificación, transporte básico y secundario y almacenamiento de gas natural, diseño, construcción, explotación, operación y mantenimientos de todo tipo de infraestructuras gasistas, aprovechamiento del calor, del frío y de energías, transporte y almacenamiento de dióxido de carbono, hidrógeno, biogás y otros fluidos de carácter energético.

Las anteriores actividades, pueden ser llevadas a cabo por Enagás de forma individual, o mediante la cooperación de otras sociedades análogas, como son, por ejemplo, Enagás Transporte, S.A.U., Enagás GTS, S.A.U, en España, o de forma más internacional, puede tener el apoyo de Enagás Internacional, S.L.U, Enagás México, S.A., Enagás Chile SpA... entre otras. Por tanto, se puede considerar que Enagás está formado por un grupo de entidades con participaciones sociales independientes y que con ellas puede hacer operaciones y negocios conjuntos (actividades de transporte, regasificación...)

⁴ Cuentas Consolidadas: la consolidación de los estados financieros de las empresas, consiste en la elaboración de unos estados únicos, que incorporan los datos de un grupo de empresas interrelacionadas y que constituyen entre ellas un grupo empresarial. El objetivo final de las cuentas consolidadas es establecer una visión única de la situación financiera de la empresa en conjunto.

Estructura de capital

Fondos Propios

En el periodo marcado por la recesión económica, la compañía Enagás ha mantenido estable la variación de las fuentes de financiación propias. Así, los fondos propios no han sufrido ninguna variación relevante, siguiendo un ligero crecimiento ascendente año tras año.

El Capital Social es el mismo en cada año, representado por 238.734.260 acciones de 1,5 euros de valor nominal cada una, todas ellas de la misma clase, totalmente suscritas y desembolsadas. Todas las acciones de Enagás cotizan en el mercado continuo y están presentes en las cuatro Bolsas Oficiales españolas. En cuanto al conjunto de participaciones significativas en el capital social, es importante tener en cuenta la Ley 12/2011, de 27 de mayo, se establece que "ninguna persona física o jurídica podrá participar directa o indirectamente en el accionariado de Enagás, S.A. en una proporción superior al 5% del capital social, ni ejercer derechos políticos en dicha sociedad matriz por encima del 3%. Estas acciones no podrán sindicarse a ningún efecto".

Siguiendo la Ley anterior, en la Tabla 1 se presentan las participaciones de accionariado más importantes que ha tenido Enagás entre 2008 y 2014:

Tabla 1. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Enagás.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gas Natural, SDG., S.A.	5%	--	--	--	--	--	--
Omán Oil Company S.A.O.C	--	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Sociedad Estatal de Participaciones Industriales	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Bilbao Bizkaia Kutxa	5%	5%	5%	5%	5%	--	--
Sagane Inversiones S.L.	5%	5%	5%	5%	--	--	--
Cantabrica de Inversiones de Cartera S.L	5%	5%	5%	5%	--	--	--
Bancaja Inversiones, S.A	5%	5%	5%	--	--	--	--
Fidelity International Limited	--	--	--	--	--	1,97%	1,97%
Retail Oeics Aggregate	--	--	--	--	--	1,01%	1,01%
Kutxabank, S.A.	--	--	--	--	--	5,00%	0,02%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.enagás.es

El único inversor que ha mantenido, desde los inicios de la crisis hasta el momento, el peso en la participación en las acciones de la compañía es Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, y en segundo lugar, Omán Oil Company S.A.O.C. comenzando en 2009 su andadura con la compañía. La incorporación de Omán Oil Company S.A.O.C, se produjo tras la venta de la participación en Enagás de Gas Natural SDG a la sociedad gestionada por el gobierno de Omán.

En cuanto a las reservas, se ha dotado la denominada Reserva Legal que está formada por 71.620 miles de euros y tiene la misma cuantía en todo el análisis, desde 2008 hasta 2014. Dicha reserva es utilizada principalmente para la compensación de pérdidas siempre y cuando no existan otras reservas que puedan subsanar dichos resultados. Además y como excepción, esta reserva puede utilizarse para aumentar el capital en la parte en la que el saldo supera el 10% del capital aumentado con anterioridad, siempre con la condición de no superar el 20% del capital social.

En los balances de situación consolidados de cada año, se puede observar como las reservas van aumentando su cuantía debido a la acumulación de fondos no utilizados los

años anteriores, provocando así que aumenten las reservas totales siendo la diferencia total entre el inicio de la recesión económica y el año 2014, de 676.857 miles de euros a mayores al final del periodo.

El Resultado del Ejercicio, que también forma parte de la financiación propia, va aumentando año tras año de forma proporcional, sin que se observen cambios significativos.

El Dividendo a Cuenta entregado, también aumenta de forma progresiva en el periodo estudiado, llegando a ser repartidos 124.142 miles de euros en 2014 (exactamente el doble de lo repartido en 2008). Estas cifras pueden interpretarse como una buena gestión de fondos propios, que permite mantener a los accionistas una visión transparente y fiable de la empresa.

Fondos Ajenos

Por su parte, los fondos ajenos en Enagás han sufrido bastantes más variaciones que los fondos propios, observándose así diferencias importantes en el periodo.

Algunas partidas de financiación ajena coinciden todos los años, como por ejemplo el préstamo concedido por la Secretaría General de la Energía, procedente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Este préstamo es el responsable de parte de la financiación del proyecto creado por Enagás “Proyecto de Sistema de generación eléctrica de la Estación de Almendralejo”. El importe total de dicho préstamo es de 3.265 miles de euros y está presente en todos los años del análisis.

Otra parte de la financiación ajena de Enagás es el préstamo asociado al “Proyecto de diseño y desarrollo de un banco de calibración de contadores de gas de alta presión”. Tiene un importe total de 1.100 miles de euros y también procede del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Este préstamo ha estado distribuido para los años 2007 y 2008, pero se ha ido amortizando de forma progresiva hasta el año 2014.

En los años 2009, 2010 y, 2011, Enagás tiene a disposición otro préstamo, por un total de 3.598 miles de euros, procedente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, y esta vez será el responsable de la financiación del “Proyecto de la Planta de Generación Eléctrica de Huelva”

Estos tres proyectos previamente mencionados, han sido financiados en una gran parte gracias a las ayudas públicas del Estado español.

Además de estas ayudas públicas, Enagás cuenta con numerosas inyecciones de financiación externa, que varían de un año a otro. Podemos destacar:

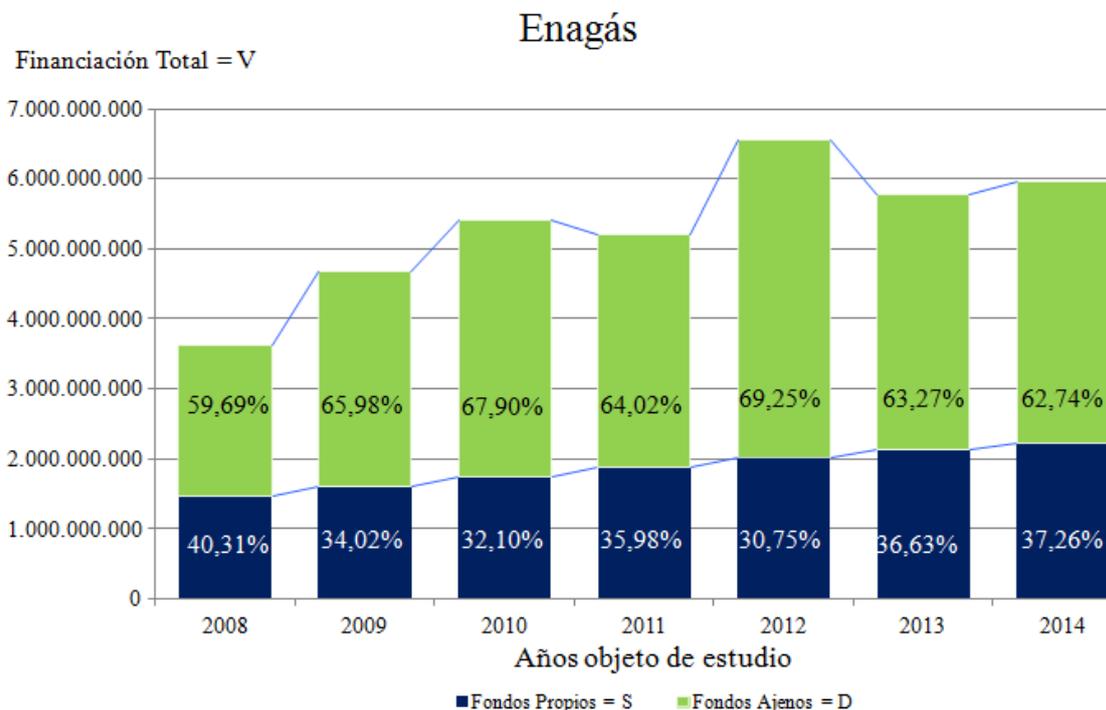
- Año 2008, préstamos concedidos por el Instituto Oficial de Crédito con valor de 500 millones de euros, Banco SCH con valor de 100 millones de euros, CajaAstur, 30 millones de euros, BBK, concedió 50 millones de euros, La Caixa, 100 millones de euros, ING, 30 millones de euros, y BEI, 1000 millones de euros.
- Año 2009, Banco Sabadell, 150 millones. Disposición de 250 de los 500 millones concedidos por el ICO. Renovación de créditos con el Banco Santander, BBVA y La Caixa.
- Año 2010, Disposición de 150 millones de los 500 concedidos por el ICO. Formalización de nuevos créditos. Intensa San Paolo, por 100 millones de euros. Banesto, con valor de 100 millones, Nova Caixa Galicia por importe de 30 millones, y con Mediobanca por 100 millones de euros

- Año 2011, Renovación de créditos con entidades como Banesto, Caixabank y BBK, por 75, 150 y 100 millones de euros, respectivamente.
- Año 2012, Formalización de un préstamo con Banco Sabadell por 150 millones de euros. Formalización de una póliza de crédito con JP Morgan por 50 millones de euros. Renovación de préstamos con Mediobanca y con BBVA por importe de 225 y 290 millones de euros, respectivamente.
- Año 2013, desembolso de Enagás Financiaciones S.A.U. con importe de 50 millones de euros, utilizados para la actividad de Enagás. Formalización de un acuerdo de financiación, donde participa BBVA, Banco Santander, Barclays, BNP Paribas, Caixabank, Citybank, Mediobanca, Natixis, Société Générale, Crédit Agricole, Intensa San Paolo, JPMorgan y Mizuzo, por un total de 1200 millones de euros.
- Año 2014, formalización de la línea de financiación bancaria de Enagás International S.L.U. En 2014 se llegó a disponer de 83.061 miles de euros.

Análisis comparativo

Una vez analizados los datos de manera individual, podemos establecer comparaciones en la forma en que Enagás ha distribuido los fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido en cada uno de los años del periodo estudiado.

Gráfico 4: Estructura de capital de Enagás



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.enagás.es

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

Como puede observarse en el Gráfico 4, en el año 2008, momento en el que se empiezan a notar las consecuencias de la recesión económica, Enagás tiene una

financiación total que sobrepasa ligeramente los 3.500 millones de euros. En este año, se observa una mayor relevancia de los fondos ajenos respecto a los fondos propios, superándolos en casi un 20%. Ya en 2009, podemos observar un cambio importante en la financiación total, aumentando ésta en 1.000 millones de euros, aproximadamente. Este aumento de la financiación total es provocado por un mayor aumento de la financiación ajena, motivada por la inyección de fondos provenientes de diversos créditos. En cuanto a los fondos propios, se ve un ligero aumento, provocado por un mayor valor de las reservas del año anterior.

Es importante tener en cuenta, que aunque los fondos propios presentan una evolución creciente durante todo el período en términos absolutos, su peso relativo respecto a la financiación total ha disminuido. Esto es causa de un aumento de la financiación total, donde los fondos ajenos han tenido un mayor protagonismo. Se observa, en algunos períodos como 2009 o 2012, una disminución de hasta un 6% en la importancia relativa de la financiación propia.

Destaca lo ocurrido en el año 2011, donde se producen cambios significativos en todos los sentidos. Una disminución de la financiación ajena, motivada por los procesos de renovación de las principales pólizas, y un mayor número de devolución de créditos han provocado esta situación. Como resultado, la financiación ajena pierde un 3% de importancia, a su vez que los fondos propios siguen aumentando a un ritmo lento pero continuado. Esta vez, el aumento de la financiación propia, también viene acompañado de un aumento del porcentaje total de los fondos propios respecto al total.

Es ya en 2012 cuando se aprecia el mayor aumento de la financiación total en el periodo estudiado, creciendo en cerca de 1.500 millones de euros. Este aumento tan significativo de los fondos totales, es provocado por la formalización de diversos préstamos mencionados anteriormente con entidades ajenas a la empresa, por lo tanto, en este año la importancia de la financiación ajena vuelve a tener un protagonismo especial, suponiendo un 69,25% del total. En mención a los fondos propios, aunque siguen aumentando año tras año de forma moderada, su importancia en este año es un 5% menor que la del 2011.

Un año más tarde, la situación vuelve a cambiar. La financiación ajena disminuye. Ya no se formalizan tantos préstamos como otros años. Los fondos propios continúan con su crecimiento de forma paulatina.

Como forma de concluir el análisis de Enagás, se puede afirmar que la crisis económica no ha alterado significativamente su forma de financiación. Se han observado años de menor financiación ajena, aunque han tenido su recuperación de forma rápida en años siguientes. Esta es la fuente de financiación predominante, en su estructura de capital, lo cual puede relacionarse con las facilidades obtenidas en cuanto a mantenimiento de tipos de interés, y a las ayudas ofrecidas por el Estado. En cuanto a los fondos propios, si bien su importancia relativa es menor que la de la financiación ajena, se puede decir que han ido aumentando año tras año gracias a las reservas acumuladas de años anteriores, sin que se haya observado ningún tipo de sobresalto importante.

III.2.2 Endesa

Endesa, es la empresa española líder en producción, transporte, distribución y comercialización de electricidad. También cuenta con una posición relevante en el negocio del gas natural, alcanzando así una gran diversidad de productos ofrecidos. En

CAPÍTULO III

el momento actual, forma parte del grupo de empresas ENEL que pertenece a los sectores eléctrico y gasístico.

Analizando su recorrido histórico, Endesa se fundó el 18 de Noviembre de 1944, tutelada por el Instituto Nacional de Industria. Constituir una empresa con estas características era necesario en España, para así poder tener el control sobre los problemas estructurales causados en el sector de la electricidad. En sus inicios, su principal objetivo era la instalación de la central térmica en Compostilla, que funcionaría de tal manera que abastecería de forma suficiente todas las restricciones de suministro. Además, se daba especial importancia a las uniones posteriores con la parte central de la península y con Asturias.

Con el paso del tiempo, se fueron instalando centrales móviles en distintos puntos de España, para dar solución a los problemas que iban apareciendo y que no tenían remedio a corto plazo. Este cúmulo de actuaciones en el ámbito del sector eléctrico español, provocaba un crecimiento en la empresa con el consecuente aumento de la potencia instalada, que de forma progresiva llegaba cada vez a más rincones del país.

En el momento actual, además del territorio español, es importante destacar la presencia en países como Portugal, y un buen número de países latinoamericanos como Brasil, Chile, Argentina, Colombia y Perú, posicionándose así como la mayor empresa eléctrica privada en el sur de América.

Como principales actuaciones de la compañía, se encuentran la generación, distribución y comercialización de electricidad. Para ello se preocupan de la potencia instalada en los parques de generación, de que la electricidad llegue de forma correcta mediante sus redes de distribución, y además realizan una gran labor comercial, donde el cliente es el principal protagonista. Otra de sus principales actividades, se centra en el sector del gas natural, creando así filiales especializadas en este trabajo. Así nace Endesa Gas y Endesa Generación. Las energías renovables, también están en el punto de mira de la empresa, y para poder ofrecer este servicio a sus clientes, Endesa participa en un 40% en la compañía creada por Enel Green Power.

Como actividades secundarias, se encuentran la minería, gestión de bienes inmuebles y inversiones en I+D. Además colabora en proyectos de carácter social y de cuidado del medioambiente y la biodiversidad.

Estructura de capital

Fondos Propios

Aunque la financiación propia de Endesa ha tenido algún sobresalto en los años de recesión económica, ésta siempre ha tenido un papel secundario en la empresa.

Uno de los componentes principales que forman este tipo de financiación es el Capital Social, que se manifiesta en la misma cuantía todos los años. Este capital incluye 1.058.752.117 acciones de 1,2 euros de valor nominal todas ellas de la misma clase, y se encuentran totalmente suscritas y desembolsadas.

En cuanto a las participaciones de principales accionistas en el Capital Social, tal y como muestra la Tabla 2, se pueden destacar dos accionistas mayoritarios entre 2008 y 2014, aunque principalmente predomina Enel Energy Europe S.R.L

En 2008, tras una Oferta Pública de Adquisición, Enel y Acciona consiguieron hacerse con la mayoría de las acciones representativas de Endesa (92,06%), lo que les otorgaba un poder para gestionar de manera conjunta la compañía. El resto de acciones

pertenecían a accionistas minoritarios que no ocasionaban ningún problema en cuanto a la forma de gestionar la compañía. Sin embargo en 2009, y tras una transmisión de acciones por parte de Acciona, Enel consiguió poseer el 92,06% de las acciones convirtiéndose así en el único accionista que tenía un control total de Endesa.

Esta situación se alarga hasta 2014, año en el que Enel realiza una Oferta Pública de Venta (OPV), que representaba el 21,92% de las acciones que poseía hasta el momento, pasando así a formar parte del resto de accionistas minoritarios. A pesar de esta OPV, ninguno de los accionistas minoritarios posee más del 10% de la compañía, por lo que Enel, seguía teniendo el poder.

Tabla 2. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Endesa.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ENEL ENERGY EUROPE, S.R.L.	67,05%	92,06%	92,06%	92,06%	92,06%	92,06%	70,14%
ACCIONA, S.A.	25,01%	--	--	--	--	--	--
Accionistas minoritarios	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	29,86%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.endesa.com

Otra parte fundamental de los fondos propios son las reservas. En el caso de Endesa, se ha dotado la Reserva Legal por 285 millones de euros, siendo la misma cuantía para todos los años del análisis, excepto para 2014, que decrece hasta 254 millones de euros. Este tipo de reserva se utilizará única y exclusivamente para la compensación de posibles pérdidas, cuando no existan otras reservas capaces de subsanarlas.

Otra reserva que también está presente en todos los años del análisis, es la Reserva de Revalorización, que se destinará a compensar los resultados negativos que puedan ocasionarse en el futuro, o a posibles ampliaciones de capital. Esta reserva alcanza todos los años el mismo valor, 1.714 millones de euros.

En cuanto a la Reserva por Factor de Agotamiento Minero, está presente desde 2008 hasta 2012 incluido, por un valor de 40 millones de euros cada año. Era una reserva de libre disposición que a finales de 2012, pasa a formar parte de la Reserva Voluntaria. Lo mismo ocurre con la Reserva para Inversiones en Canarias, que está presente también hasta finales de 2012, y que estando considerada como de libre disposición ha pasado a formar parte de la Reserva Voluntaria. También hasta 2013, podemos encontrar Reservas No Distribuibles, que alcanzan el mismo valor desde 2008 hasta 2013, 106 millones de euros al año.

Especial mención merece el año 2014, ejercicio en el que se produce un cambio en la denominación e incorporación de nuevas partidas de reservas que se destinan a proyectos concretos y que alteran el resultado de las reservas totales del año. Estas nuevas partidas toman el nombre de, Reserva por Capital Amortizado, enfocada a la amortización de acciones adquiridas por la sociedad a título gratuito, Reserva por Re denominación de Capital en Euros, Reserva por Pérdidas y Ganancias Actuariales y otros Ajustes, donde se derivarán los importes de las cuentas de pérdidas y ganancias existentes en el patrimonio de la sociedad, Reserva de Fusión, donde quedan recogidas las operaciones de reordenación societaria y, por último, Otras Reservas de Libre Disposición, enfocadas a integrar las cantidades sobrantes de las Reservas Legal, de Revalorización y Reserva de Libertad de Amortización.

El año 2014 será extraído del análisis comparativo que se realizará tanto para los diferentes años de la propia empresa, como para la comparación entre las diferentes

empresas del sector, ya que al existir partidas totalmente diferentes a las de los otros años, no se pueden establecer relaciones objetivas.

En cuanto al Resultado del Ejercicio, podemos afirmar que de forma general va disminuyendo. Solamente aumenta de 2009 a 2010, aunque no es un crecimiento que haga cambiar la influencia de los fondos propios sobre la financiación total. Que el Resultado del Ejercicio sea cada vez menor, es uno de los motivos por los que cada vez los fondos propios son más pequeños.

El Dividendo a Cuenta se hace solamente efectivo en los años 2009, 2010, 2013 y 2014. En este último año es donde se registra un mayor valor de esta partida, ya que se llega a registrar el reparto de dos dividendos a cuenta por un importe total de 6.755 millones de euros.

Fondos Ajenos

De forma general, la financiación ajena es superior en todos los años a la financiación propia. Este tipo de financiación, compuesta por la deuda financiera a largo plazo, alcanza su máximo en el año 2009, con 19.512 millones de euros, para que en los años siguientes vaya disminuyendo de forma continuada.

Como aspectos destacables de las deudas principales de Endesa:

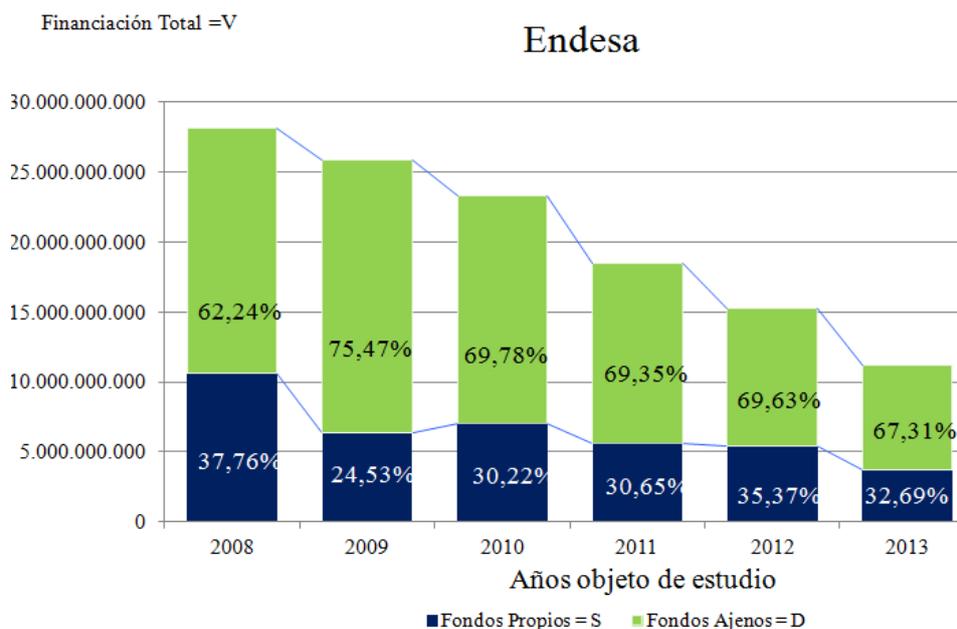
- Año 2008, contratación de créditos por importe de 603 millones de euros y contratación de créditos por parte de algunas de las filiales latinoamericanas por importe de 930 millones de euros
- Año 2009, formalización de nuevas operaciones financieras por 532 millones de euros. En este año, la deuda de las filiales latinoamericanas ascendería a un total de 651 millones de euros.
- Año 2010, no se realizaría ninguna inversión financiera distintas de las anteriores. Su deuda no corriente con entidades de crédito ascendería a 5.074 millones de euros.
- Año 2011, en este momento la deuda con entidades de crédito descendería de forma significativa, llegando a ser de 3.923 millones de euros.
- Año 2012, continuando con la devolución de las operaciones de financiación establecidas años anteriores, la deuda con entidades de crédito seguiría rebajándose hasta los 2.599 millones de euros. De igual forma, también disminuiría el monto total de las obligaciones y otros valores negociables, en 2012, suponen 533 millones de euros.
- Año 2013, aumento de deudas financieras en la empresa, como consecuencia de arrendamientos financieros que supondrían un total de 447 millones de euros. Sin embargo este pequeño aumento respecto a la misma partida años anteriores, no supone un cambio significativo en la financiación ajena total, ya que la deuda con entidades de crédito y la partida obligaciones y otros valores negociables este año también continuaría disminuyendo.
- Año 2014, amortización de préstamos formalizados con Banco Popular, Banco Santander y Citibank, por importe de 400, 150 y 135 millones de euros respectivamente. En este mismo año, se produce la renovación de líneas de crédito por un total de 1.900 millones de euros, además de una nueva formalización con el Banco Europeo de Inversiones por un total de 600 millones

de euros. Estos hechos no cambiarán la tendencia decreciente de la financiación ajena en la empresa, ya que estas operaciones anteriormente mencionadas, suponen un importe menor a las de años anteriores.

Análisis comparativo

Como hemos comentado anteriormente, en el siguiente análisis comparativo de los diferentes años estudiados, se extraerán los datos del año 2014, por diferencias significativas en cuanto a las partidas que aparecen en el Informe Anual respecto a los demás años.

Gráfico 5: Estructura de capital de Endesa



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.endesa.com

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

Analizando el Gráfico 5, se puede destacar que la financiación total de Endesa se ha reducido a más de la mitad en el periodo. Este hecho ha sido consecuencia de un decrecimiento continuado tanto de la financiación ajena como de la financiación propia. Sin embargo, se dará mayor importancia a los cambios en los fondos ajenos, ya que existen unas disminuciones bastante bruscas en su cuantía, y además suponen un porcentaje importante de la financiación.

Al comienzo de nuestro período de estudio, en 2008, la compañía comienza con una financiación total de 28.095 millones de euros, formada en un 62,24% con financiación ajena y un 37,76% financiación propia. En 2009, se registrara el cambio más relevante en el periodo analizado, disminuyendo la financiación total hasta alcanzar 25.853 millones de euros. Este cambio se produce principalmente por una importante disminución de los fondos propios, motivada por el reparto de un dividendo a cuenta aprobado por el Consejo de Administración que ascendería a 0,5 euros brutos por acción. A pesar de que este hecho provoque una reducción de financiación, también genera una inyección de confianza hacia los accionistas, que ven recompensados sus intereses de inversión. En cuanto a la financiación ajena, este año aumenta en,

aproximadamente 2.000 millones de euros, hecho que se ve reflejado en la importancia que éste tipo de financiación tiene respecto al total, aumentando así en 13,23 puntos porcentuales.

En el año 2010 se observa un ligero crecimiento de los fondos propios, motivado por un mayor resultado del ejercicio del año anterior. Este crecimiento se ve reflejado también en el aumento de importancia de esta fuente de financiación respecto al total, llegando así al 30,22%. Respecto a la financiación ajena, sufre una disminución de unos 3.000 millones de euros (5,69% del total), ocasionada por la necesidad de devolución de préstamos anteriores, y por la disminución de pertenencia de obligaciones y otros valores negociables.

En el año 2011 hay una disminución de ambas fuentes, lo que hace recaer la financiación total hasta llegar a 18.443 millones de euros (aproximadamente 5.000 millones de euros menos que en 2010). Este descenso se produce a la par, y tanto la financiación ajena como propia caen en la misma proporción, lo que provoca que el porcentaje en cuanto a financiación total no se vea alterado. El descenso progresivo de la financiación total continúa en 2012 y 2013. De resultados de ello, y como ya se ha comentado, desde el inicio del periodo, 2008, hasta el 2013, se ha observado una caída total de la financiación de hasta 16.877 millones de euros.

Después de realizar todo el análisis anual, se puede concluir indicando que la crisis económica sí que ha influido en la financiación de Endesa, ya que cada año, los préstamos que se obtenían, tenían más dificultades en su devolución. Dificultades provocadas por falta de liquidez, por tipos de interés cada vez mayores... En cuanto a los fondos propios, el resultado del ejercicio cada año fue disminuyendo, agotando así las posibilidades de mayores inversiones. Además se repartieron dividendos en solo tres de los años estudiados. Cabe destacar además que el 2013 se agotaron tanto la partida de reserva por Factor de Agotamiento Minero, como la partida de reserva para Inversiones en Canarias.

III.2.3 Gas Natural

En 1987, el sector del gas estaba principalmente en manos de Catalana de Gas, S.A. (CdG). Fue entonces en 1991, cuando Catalana de Gas realizó una operación de fusión con la compañía Gas Madrid S.A, además de otra operación de absorción de parte de los activos de Repsol Butano S.A., consiguiendo así crear una única compañía referente en la actividad. Tan solo un año más tarde, este conjunto de empresas pasó a llamarse, Gas Natural SDG S.A.

Otro hecho relevante en la historia de Gas Natural SDG, ocurre en 2009, cuando la compañía decide la incorporación del negocio de electricidad entre sus actividades, hecho que fue posible gracias a la adquisición mediante absorción de la compañía, Unión Fenosa. Así, Gas Natural SDG pasó a denominarse Gas Natural Fenosa, nueva empresa que integraría los negocios del gas y electricidad, tras una larga experiencia y recorrido histórico en ambos.

En la actualidad la compañía ha conseguido consolidarse como un grupo completamente multinacional en cuanto a la oferta de gas y electricidad. El primer paso hacia la internacionalización fue en 1992. En la actualidad, sus negocios llegan a situarse en más de 30 países con un total de potencia instalada de 14,8GW.

La compañía Gas Natural Fenosa se caracteriza por tener el liderazgo en el sector gasístico español, tal y como se puede observar en su cadena de valor, donde sus eslabones incluyen desde la exploración de los lugares de extracción del gas, hasta la distribución y comercialización de sus productos y servicios. También tiene una posición importante en el negocio de la electricidad, contando con un importante mercado en Latinoamérica, además, por supuesto, de ser la tercera compañía en el ranking español de empresas eléctricas. Gas Natural Fenosa intenta ofrecer sus servicios con la mejor calidad y cubriendo las necesidades de los clientes, y además existe una gran concienciación con el respeto hacia el medio ambiente, lo que les convierte en empresa pionera en la apuesta por las energías renovables creando así una imagen de empresa sostenible.

Además de los negocios del gas y electricidad, Gas Natural Fenosa ha conseguido diversificarse en otras ramas de actividad, sobre todo gracias a las fusiones realizadas con otras empresas que aportan savia nueva a la compañía y sobretodo novedosos negocios en los que invertir.

Estructura de capital

Fondos Propios

La financiación propia de Gas Natural Fenosa, se caracteriza por tener un crecimiento continuado, y mostrando solamente en 2009 cambios especialmente relevantes. En los años estudiados, la financiación propia ha ido aumentando de forma progresiva, aunque no por ello se puede afirmar que es la fuente de financiación más importante en la compañía, ya que los fondos ajenos habían conseguido tener más protagonismo de forma general.

En cuanto al Capital Social, en 2008, está formada por 447.776.020 acciones representadas con un valor nominal de 1 euro cada acción. Se consideran totalmente desembolsadas. Todas las acciones en su conjunto están representadas en las cuatro Bolsas Oficiales españolas.

Es en el año 2009, donde se encuentra un aumento significativo en el capital social, pasando a estar formado por un total de 921.756.951 acciones, es decir más del doble que el año anterior. Este crecimiento del número de acciones y consecuentemente del Capital Social, es reflejo de una ampliación de capital establecida en Marzo de 2009, donde se acordó la puesta en circulación de 447.776.028 acciones nuevas de 7,82 euros que se desglosarían en 1 euro de valor nominal y 6,82 euros de prima de emisión. En este caso los accionistas tendrían un derecho de suscripción preferente. Además de esta operación, que se considera ampliación de capital en efectivo, este mismo año existe otro tipo de ampliación de capital, denominada “de canje” que vendría motivada por la adquisición por parte de Gas Natural de la compañía Unión Fenosa. En esta segunda ampliación de capital, se pusieron en circulación un total de 26.204.895 nuevas acciones de 1 euro de valor nominal, aunque estas nuevas acciones quedarían reservadas a los titulares de las acciones de Unión Fenosa. Resumiendo el total de las dos operaciones anteriormente enunciadas, la ampliación de capital conjunta correspondería a 473.980.923 nuevas acciones.

En 2011 vuelven a producirse variaciones en el capital, aumentando esta partida como consecuencia de dos nuevas ampliaciones. Una de ellas, se considera ampliación de capital liberada, con un total de 31.731.588 nuevas acciones de 1 euro de valor nominal. La otra, fue emprendida por la existencia de acuerdos con la compañía Sonatrach. De esta manera, se pusieron en circulación un total de 38.183.600 acciones nuevas, de las

cuales Sonatrach tenía el total de los derechos de suscripción preferentes. Como consecuencia de este hecho, Sonatrach comenzó a formar parte del accionariado de Gas Natural Fenosa, con una participación del 3,9%.

Un año más tarde, 2012, el Capital Social vuelve a sufrir otra ampliación de capital, esta vez solamente de forma liberada, en la cual se pondrían en marcha un total de 9.017.202 nuevas acciones, con un valor nominal de 1 euro.

En la Tabla 3, quedan resumidas las principales participaciones del accionariado.

Tabla 3. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Gas Natural.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Grupo "La Caixa" (Criteria CaixaCorp S.A.)	37,5%	36,4%	36,6%	35,3%	35,0%	34,6%	34,4%
Grupo Repsol YPF	30,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Grupo GDF-Suez	8,8%	6,0%	--	--	--	--	--
Caixa d'Estalvis de Catalunya	3,0%	1,7%	1,6%	--	--	--	--
Sonatrach	--	--	--	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.gasnaturalfenosa.es

En cuanto a las reservas, otra de las piezas de la financiación propia, podemos incluir las Reserva Legal, Estatutaria, de Revalorización, por Fondo de Comercio y, Voluntaria que aparecen de forma homogénea en todos los años del estudio. De forma conjunta, las reservas han ido aumentando todos los años de forma continua y moderada.

Una buena forma de mostrar los óptimos resultados generales de la empresa, es observando la partida Dividendo a Cuenta, donde cada año se ha repartido una mayor cuantía entre los accionistas, provocando así una situación de confianza y conformidad en ellos.

Fondos ajenos

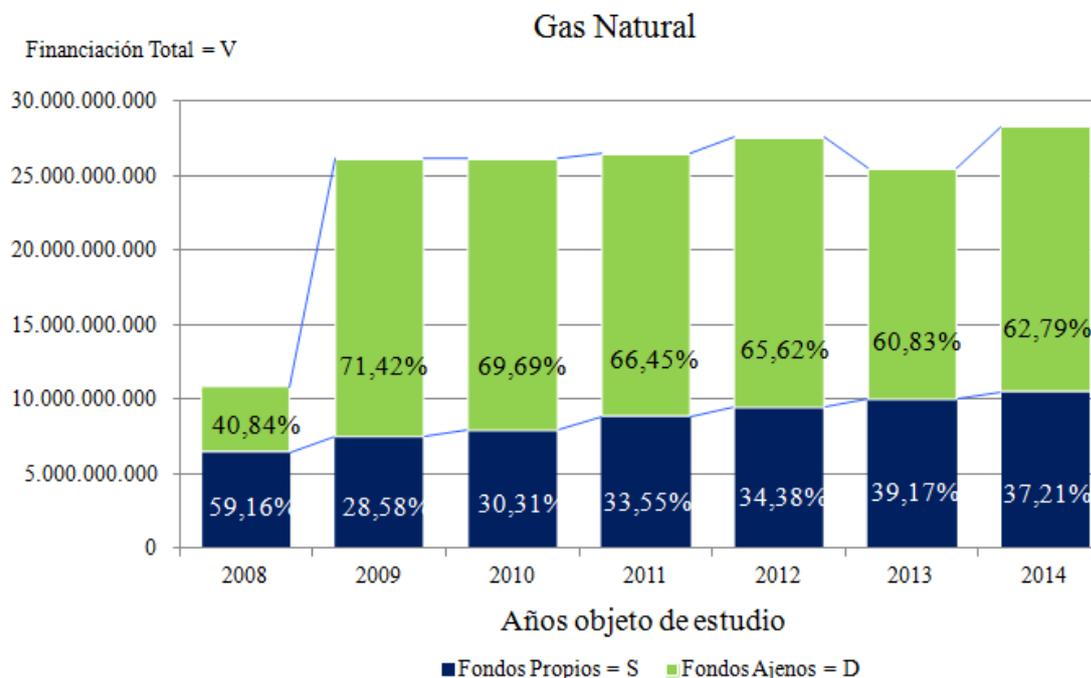
La financiación ajena de Gas Natural Fenosa, cambia drásticamente a partir de 2009, con la incorporación de Unión Fenosa a la compañía gasística. Esta absorción traerá consigo numerosas necesidades de inyección de capital ajena, para poder llevarse a cabo. Además, y como un inconveniente a esta operación, es que a partir de la adquisición, Gas Natural asumirá las diferentes deudas y acuerdos con entidades de crédito que tenía Unión Fenosa de forma individual y que utilizaba para cubrir sus necesidades financieras.

De forma general, la financiación ajena ha crecido año tras año en el período objeto de análisis ya que se van acumulando las operaciones de devolución de préstamos y además se van formalizando créditos nuevos y creando nuevas inversiones, lo que hace que no pare de aumentar la deuda. Como principales aspectos a destacar:

- Año 2008, ampliación hasta 8.000 millones de euros del programa de financiación EMTN. Formalización de una póliza de crédito para el Gasoducto Magreb-Europa de hasta 40 millones de dólares estadounidenses. Deudas con diferentes entidades de crédito con el fin de llevar a cabo la operación de absorción de Unión Fenosa. Estas líneas de financiación tendrían un importe máximo de 19.000 millones de euros. Deudas de crédito con diferentes países latinoamericanos, que contabilizarían un monto total de 640 millones de euros. 107 millones de euros pendientes con las operadoras de parques eólicos. 193

millones de euros pendientes con bancos comerciales de Puerto Rico para la instalación de una planta de regasificación y ciclo combinado.

- Año 2009, la deuda con Latinoamérica ascendería a 1.309 millones de euros. Ampliación hasta 10.000 millones de euros del programa de financiación EMTN. Incorporación de deudas pertenecientes a Unión Fenosa, como los 574 millones de euros pendientes para la creación de parques eólicos y 376 millones de euros que corresponden a la financiación de una planta de licuefacción de gas natural en Egipto. Nuevas deudas financieras con países como Moldavia y Kenia por importe de 16 millones de Euros. Disposición de 15.692 millones de euros del préstamo formalizado en 2008 para la adquisición de Unión Fenosa.
- Año 2010, nuevas formalizaciones de préstamos con entidades de crédito europeas como por ejemplo, un préstamo por 4.000 millones de euros con un total de 18 bancos bajo la modalidad de “Club Deal”, además de un préstamo con el Banco Europeo de Inversiones de un total de 450 millones de euros. Estos son los más llamativos, pero también se pueden contabilizar un total de 2.437 millones de euros de otros préstamos bancarios y otros 1.003 millones dispuestos en líneas de crédito paralelas. En este año, la deuda con los países latinoamericanos ascendería a 1.617 millones de euros.
- Año 2011, ampliación hasta 12.000 millones de euros del programa de financiación EMTN. Deudas con entidades bancarias que suponen un montante total de 6.595 millones de euros en préstamos bancarios y 461 en líneas de crédito dispuestas. Crecimiento de la deuda latinoamericana, llegando a ser de 1.263 millones de euros.
- Año 2012, deuda latinoamericana que alcanza los 1.234 millones de euros. Crecimiento de la deuda con Moldavia y Kenia por un total de 20 millones de euros. Deudas pendientes pertenecientes a Unión Fenosa, que ascienden a 372 millones
- Año 2013, en este año no se formaliza ningún préstamo nuevo, y principalmente se da prioridad a la devolución de las diferentes amortizaciones de préstamos dispuestos en años anteriores.
- Año 2014, deuda financiera total de 1.643 millones de euros perteneciente en mayor medida a préstamos bilaterales con entidades bancarias. Mantenimiento de deudas con el ICO (Instituto de Crédito Oficial) que llegan a suponer un importe de 305 millones de euros.

Análisis Comparativo**Gráfico 6: Estructura de capital de Gas Natural**

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.gasnaturalfenosa.es

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

De forma comparativa, y como se observa en el Gráfico 6, la financiación ajena toma un papel principal en cuanto a la financiación total de la compañía. Este hecho ocurre año tras año, excepto en el primer año del análisis, donde los fondos propios sobrepasaban los ajenos obteniendo un 59,16% del total. Esta situación cambiaría de forma inmediata en cuanto se produjera la entrada de Unión Fenosa. A partir de ese momento la financiación ajena toma el mando y se mantendría una situación similar durante todo el periodo.

En 2008, la financiación total supondría 10.899 millones de euros. Sin embargo, en 2009, se dispararía hasta llegar a los 26.126 millones. Como ya se ha señalado, este ejercicio aumentan ambas fuentes de financiación y, a pesar del notable aumento de los fondos propios, éstos pasan a un segundo plano en la empresa, pasando a tener tan solo un 28,58% del total de la financiación.

En el resto del período objeto de análisis, la situación muy similar, matizando los años en los que la empresa se dedica a devolver préstamos (año 2013) donde se aprecia una disminución de la financiación ajena, aunque ésta no influya demasiado en el reparto de porcentajes respecto al peso total.

Como forma de concluir el análisis, y teniendo en cuenta que los años estudiados conforman un periodo de recesión económica en España, se puede afirmar que la compañía no ha resultado afectada de manera significativa por las dificultades impuestas por el entorno general. Una de las causas de que la empresa haya continuado con su actividad normal, puede encontrarse en las múltiples relaciones internacionales

que presenta a nivel de financiación ajena, donde no existen tantas dificultades como las encontradas en la península.

III.2.4 Red Eléctrica Española

Compañía fundada en 1985, gracias a las aportaciones de empresas como Endesa, ENHER, Iberduero y FECSA, entre otras. Su fin era ofrecer exclusividad en cuanto a la oferta de transporte e instalación del sistema eléctrico.

Sería en 1990 cuando la consolidación de la compañía se hace posible gracias a la expansión de su red de transportes, construcción de nuevos edificios para investigación, desarrollo de proyectos que incluían la fibra óptica. Especial mención merece la primera interconexión submarina entre España y Marruecos.

A finales de esta década será cuando la compañía inicie su recorrido en la bolsa.

Años más tarde, los hechos más relevantes se centran en la expansión internacional, con la inversión en REDESUR. A nivel nacional, sin embargo, el principal objetivo es la expansión de la red de transporte. En estos años se comienza a dar servicio a ciudades como Canarias, Baleares Ceuta y Melilla.

En este periodo, es también importante la creación de Cecre, en 2006, cuyo principal objetivo era el control e integración de energías renovables.

Dos años más tarde, la compañía sufre un cambio brusco hacia la privatización, cambiando así la estructura organizativa de la compañía, que a partir de este momento sería un holding.

En 2012, la compañía sufre una expropiación de la filial TDE, algo de lo que tardaría en recuperarse.

Un año más tarde, se reconoce a la compañía como la única empresa transportista y operadora del sistema eléctrico español.

En 2014, la compañía toma la decisión de reforzar su red, incorporando así una nueva conexión con Portugal, y novedades como las nuevas interconexiones submarinas con Ibiza y Mallorca.

Además, también en este año, se adquirieron los derechos de explotación de la red de fibra óptica de ADIF, consiguiendo así acciones de diversificación, que otorgarían exclusividad a la empresa en el Sector Telecomunicaciones.

En reconocimiento a sus acciones de cuidado con el medio ambiente, a finales de 2014, recibiría el premio de Medio Ambiente a la Empresa, como reconocimiento al proyecto “Aves y líneas eléctricas: cartografía de corredores de vuelo”.

Estructura de capital

Fondos propios

El Grupo Red Eléctrica da una especial importancia al mantenimiento de este tipo de fuente de financiación, para así mantener el funcionamiento óptimo de la empresa y de la estructura de capital. Así, en nuestro análisis, la financiación propia va creciendo de forma continuada sin que haya ningún tipo de altibajo llamativo.

El capital social está formado por 135.270.000 acciones totalmente suscritas y desembolsadas, que cotizan en las cuatro Bolsas Españolas, y que cuentan con un valor nominal de 2 euros cada una de ellas. Desde 2008 hasta 2014, podemos comprobar que

el único inversor que tendría más participación sobre el capital social de la compañía, sería la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), que cuenta con un total de un 20% de capitalización cada año. Es el único caso en el que la participación supera el 5% del Capital Social, aunque este hecho no le otorgue poderes para ejercer derechos políticos en la sociedad por encima del 1%. En la Tabla 4, se pueden observar las participaciones más relevantes en esta partida, durante el periodo de tiempo 2008-2014.

Tabla 4. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Red Eléctrica Española.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Servicio Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
HSBC Holdings PLC	--	--	--	3,24%	3,24%	3,24%	3,24%
Talos Capital Limited	--	--	--	3,09%	3,09%	3,09%	3,07%
The Children's Investment Fund Management (UK) LLP	--	--	--	3,09%	3,09%	3,09%	3,07%
First Eagle Investment Management LLC	--	--	--	3,06%	3,06%	3,06%	--
MFS Investment Management	--	--	--	3,05%	3,05%	--	--
Fidelity Internacional Limited	--	--	--	1,00%	--	1,07%	--

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.ree.es

En cuanto a las Reservas, destaca la partida de Reserva Legal, no distribuible a accionistas, y solamente utilizada en casos de no existir otras reservas disponibles, y Otras Reservas, que incorpora a las Reservas Voluntarias, las Reservas en Sociedades Consolidadas, las Reservas de Primera Aplicación, las Reservas de Revalorización y las Reservas por Ganancias Actuariales. Una de las causas por las que los fondos propios aumentan año tras año en el Grupo, son las reservas. Así, al comienzo del análisis el monto total de esta partida asciende a 824.325 miles de euros y en 2014 llega a alcanzar 1.723.852 miles de euros.

Una de las partidas por las que el Grupo toma especial concienciación, es el Dividendo a Cuenta entregado, ya que en su modelo de empresa, es importante recompensar a los accionistas que esperan un óptimo rendimiento de la misma. Así, observando cada año, se puede comprobar el incremento en el dividendo repartido, siendo al inicio de la recesión económica, en 2008, de 60.403 miles de euros, y en 2014, de 112.463 miles de euros, lo que refleja el buen control de la empresa y de los resultados obtenidos.

Fondos ajenos

De manera muy similar al tratamiento de la financiación propia, funciona la financiación ajena. Este tipo de financiación está formada sobre todo por deudas con entidades de crédito, por obligaciones y otros valores negociables y por otro conjunto de pasivos financieros.

Las deudas con entidades de crédito forman una parte muy importante para la obtención de recursos financieros que serán utilizados con el fin del funcionamiento óptimo de la

empresa. La línea de crédito en este ejercicio ascendería a 898.476 miles de euros, y los préstamos a largo plazo y pólizas de crédito suponían 679.636 miles de euros.

En 2009 aunque el importe de la línea de crédito se reduce hasta llegar a 668.904 miles de euros, de forma paralela, aumentarían los préstamos a largo plazo y pólizas de crédito llegando a alcanzar 1.037.767 miles de euros.

En 2010, el importe de la línea de crédito aumenta llegando a 799.333 miles de euros. De la misma forma lo hará el importe de los préstamos a largo plazo y las pólizas de crédito, alcanzando 1.225.466 miles de euros. Además en este año, se formaliza un préstamo que tendrá como fin financiar la compra de activos de transporte, con un importe total de 897.639 miles de euros.

En el año siguiente, 2011, la línea de crédito supone un total de 849.756 miles de euros, reflejando así un nuevo aumento. En cuanto a los préstamos y pólizas de crédito, ocurre una pequeña disminución, mostrándose por un total de 1.208.933 miles de euros. Esta pequeña disminución no influye en el crecimiento continuado de la financiación ajena en el periodo.

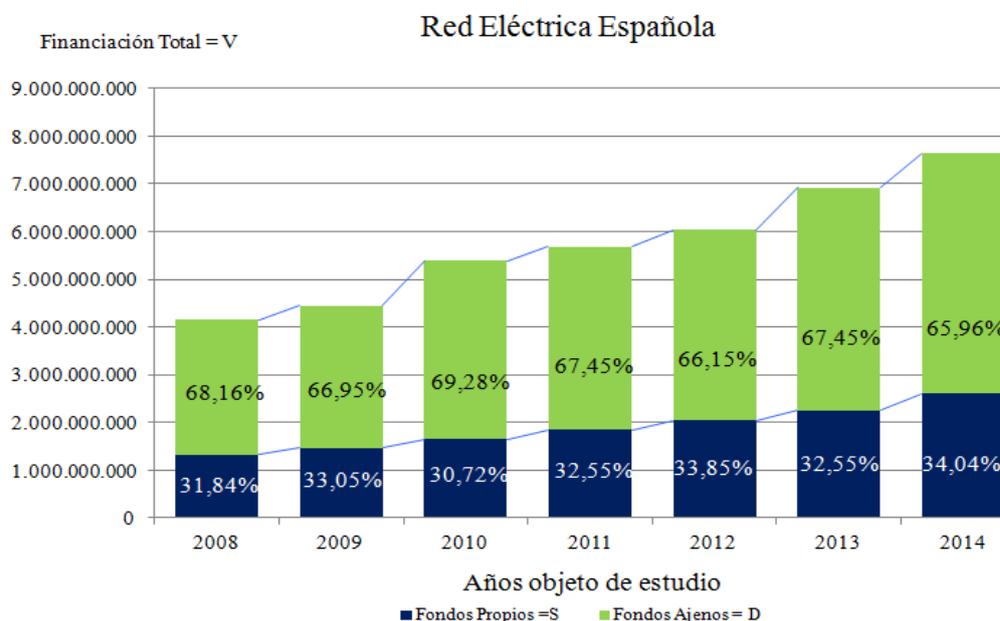
Ya en 2012, la cuantía de los préstamos y pólizas de crédito asciende a 1.711.810 miles de euros, aumento que se compensa con un decrecimiento de la cuantía de la línea de crédito dispuesta, que es solamente de 72.097 miles de euros.

La situación de la línea de crédito en el año 2013, es muy similar a la del año anterior, con un importe de 72.620 miles de euros, y el total de los préstamos y pólizas de crédito se sitúa en 1.526.576 miles de euros. A pesar de la similitud de un año a otro, en 2013 la financiación ajena total se incrementa en más de medio billón de euros, como consecuencia del aumento de otras partidas incluidas en los pasivos no corrientes de la empresa.

En referencia al último año del periodo estudiado, 2014, la situación vuelve a cambiar respecto a la línea de crédito, aumentando hasta 429.111 miles de euros. El importe total de los préstamos y pólizas de crédito asciende de 1.678.712 miles de euros.

Análisis comparativo

Gráfico 7: Estructura de capital de Red Eléctrica Española



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.ree.es

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

A simple vista, el Gráfico 7 muestra el incremento de la financiación total del Grupo Red Eléctrica en el análisis comprendido entre 2008 y 2014. La financiación propia ha ido aumentando año tras año de forma continua, ganando generalmente algunos puntos porcentuales de importancia relativa respecto a la financiación total. Este hecho solo varía en el año 2013, donde a pesar del aumento de la fuente de financiación propia en términos monetarios, su porcentaje respecto al total disminuye, como consecuencia de un aumento en mayor medida de la financiación ajena, que provoca que la financiación total crezca significativamente ese año.

La financiación ajena, también ha seguido un ritmo bastante similar en todos los años del estudio, perdiendo únicamente puntos porcentuales respecto a la importancia en la financiación total, en el año 2012. A pesar de esta pérdida, la financiación ajena también aumentó sus cifras en términos absolutos durante ese año.

Como conclusión final, la importancia de la recesión económica no ha calado en la estructura de capital del Grupo Red Eléctrica, pudiendo así continuar año tras año con una financiación mayor, y otorgando dividendos todos los años a sus accionistas.

III.2.5 Repsol

Repsol S.A., comenzó su historia en 1987, tras ser fundada por el Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH). Entre sus principales actividades, destaca la exploración,

producción, transporte y tratamiento de petróleo y gas. La creación de una empresa de estas características era necesaria para la reordenación del sector petrolero español.

Tan solo dos años más tarde, en 1989, y como resultado de la firma de un contrato entre el banco BBV, el Instituto Nacional de Hidrocarburos y Repsol, donde se acordaban diversas operaciones de intercambio de acciones, comenzaría su proceso de privatización

Con el paso de los años, y tras varias Ofertas Públicas de Venta (OPV), el INH va perdiendo participación en la empresa. Sería entonces en 1997 y con una última OPV, cuando finalizaría el proceso de privatización de la compañía

Dos años más tarde, Repsol, se convertiría en la mayor compañía de petróleo y gas de Latinoamérica, gracias a la adquisición del 97,81% de la argentina YPF S.A.

Con la entrada del año 2000, el objetivo prioritario de la empresa era una mayor internacionalización, estableciendo así diferentes acuerdos con países como Cuba, Argentina, Chile, Colombia y Venezuela.

Tras muchos años de investigaciones y exploraciones de nuevas áreas de inversión, se llegaron a contabilizar más de 30 descubrimientos de hidrocarburos, considerados de los más grandes del mundo. Como prueba de ello, en 2009, la compañía inaugura una planta de regasificación en Canadá, capaz de dar suministro de hasta un 20% del total demandado en Nueva York.

Otra de las construcciones más importantes de la compañía fue la creación de una planta de licuación de gas en Perú.

El año 2012, es un año clave para la historia de Repsol. A pesar de la crisis económica, la compañía inaugura en España el Complejo Industrial de Cartagena, proyecto que contó con la inversión más grande de la península. Este proyecto contó con una gran importancia, la cual se vería reducida meses más tarde por la aplicación de la Ley de Yacimientos Petrolíferos Fiscales de la República Argentina, mediante la cual se llevó a cabo una expropiación ilícita y discriminatoria del 51% de las acciones de YPF.

Dos años más tarde, 2014, las reclamaciones por parte de Repsol hacia el Gobierno Argentino por el hecho anteriormente comentado, surtieron efecto, consiguiendo así que se compensara a la compañía mediante una indemnización de 5.000 millones de dólares.

Estructura de capital

Fondos Propios

La financiación propia de Repsol YPF, se caracteriza por ser una fuente secundaria, que estará presente en todos los años del análisis, pero en una proporción significativamente menor a la financiación ajena.

Los fondos propios de la compañía, se forman con el Capital Social, que está formado, en 2008, por 1.220.863.463 acciones, de 1 euro de valor nominal cada una de ellas, y no experimenta variaciones durante los años 2009, 2010 y 2011. Sin embargo, en 2012, se producen dos ampliaciones de capital, necesarias para la financiación de un nuevo programa denominado “Programa Repsol Dividendo Flexible”. La primera ampliación se produciría en Junio de 2012 y la segunda en Diciembre, provocando, entre las dos, un aumento de capital que alcanzaría las 1.282.448.428 acciones, de un euro de valor nominal cada una de ellas. En 2013, por la renovación del programa ya mencionado en

2012, se producen otras dos ampliaciones de capital, llegando así a las 1.324.516.020 acciones. Finalmente, en 2014, vuelve a surgir la necesidad de renovación del “Programa Repsol Dividendo Flexible”, y como consecuencia, se acuerdan dos nuevas ampliaciones de capital, llegando a estar representado el capital social por un total de 1.374.694.217 acciones de un euro de valor nominal.

En cuanto a las participaciones más significativas en el capital social, la Tabla 5 recoge las más significativas, destacando como principales participantes Sacyr Vallehermoso y CaixaBank, que están presentes en todos los años del análisis, y con más del 5% de participación en cada año.

Tabla 5. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Repsol

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sacyr Vallehermoso, s.a.	20,01%	20,01%	20,01%	10,01%	9,53%	9,23%	8,89%
Petróleos Mexicanos	4,81%	4,81%	4,81%	9,49%	9,37%	9,30%	--
Caixa Bank	14,31%	14,31%	12,97%	12,84%	12,20%	11,82%	11,71%
Temasek Holdings (Private) Limited (3)	--	--	--	--	--	6,26%	6,03%
Blackrock, Inc.	--	--	--	--	--	--	3,09%

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.repsol.es

En cuanto a la partida reservas, ésta incluye la Reserva Legal, la Reserva de Revalorización y Otras Reservas, constituidas a su vez por la Reserva de transición a NIIF⁵(recoge los ajustes derivados de las diferencias entre los criterios contables de la empresa, y los establecidos por la normativa general) y por todos aquellos beneficios que hayan resultado de la actividad y no se hayan repartido entre los accionistas. En 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012, las reservas totales toman el mismo valor, 247 millones de euros cada año, aumentando en 2013 y 2014 hasta los 259 millones de euros.

El Dividendo a Cuenta, es otra de las partes fundamentales de la financiación propia y recoge el dividendo bruto obtenido por los beneficios de la empresa, con el cual Repsol YPF compensa a sus accionistas. Un hecho relevante, se produce en 2012, donde dicha partida disminuye de forma significativa (el dividendo desciende hasta los 184 millones de euros, cifra bastante menor a la de años anteriores), como consecuencia de la implementación del “Programa Repsol Dividendo Flexible”. Al margen de esta reducción, este año, existió una retribución paralela de 410 millones de euros en acciones destinadas a los accionistas.

Por su parte, en 2014, los accionistas perciben un dividendo extraordinario de 1 euro bruto por acción en circulación con derecho a retribución. Esta circunstancia habrá ocasionado una importante reducción de los fondos propios, si no hubiera sido por el aumento importante del Resultado del Ejercicio. Gracias a ese aumento, la financiación propia total, aumenta en 2014 en términos absolutos.

⁵NIIF (Norma Internacional de Información Financiera), se definen como normas internacionales para el correcto desarrollo de las actividades contables de las empresas. El conjunto de las NIIF, suponen un manual contable aceptable a nivel mundial.

Fondos ajenos

La financiación ajena es la parte más importante de la financiación total de Repsol YPF entre 2008 y 2014. Estaría formada por las deudas con entidades de crédito, por obligaciones y otros valores negociables y, por derivados.

Existe una necesidad continua de inyecciones de liquidez ajenas a la empresa, para poder llevar a cabo todos los proyectos planteados. En 2009 se produce el cambio más brusco respecto al año anterior, al aumentar la deuda ajena en 5.000 millones de euros. Este aumento es consecuencia de nuevas formalizaciones de préstamos con entidades de crédito. En el resto de los años, no existen variaciones significativas, manteniéndose la deuda entre los 13.000 y los 15.000 millones de euros.

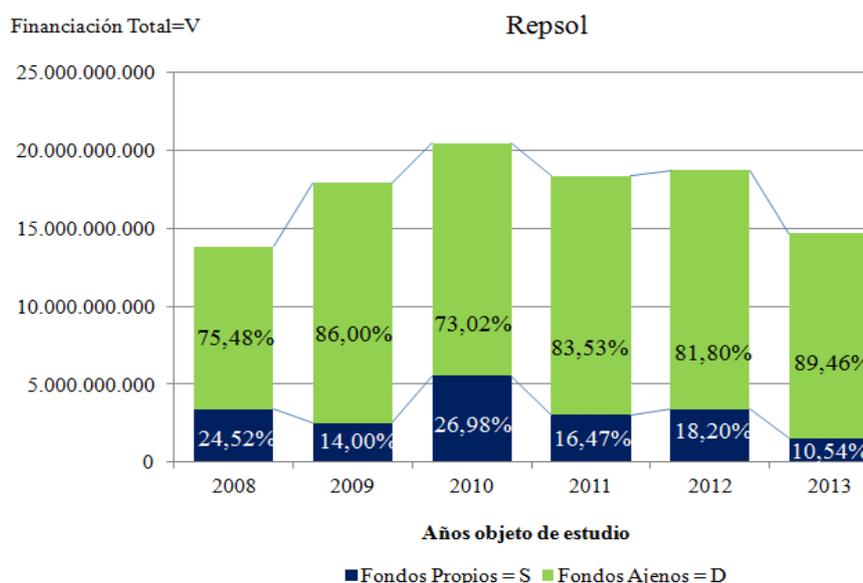
Otros hechos relevantes a destacar:

- Año 2012, formalización de tres operaciones de financiación por un total de 1.000 millones de euros.
- Año 2013, nuevo acuerdo con el Banco Europeo de Inversiones (BEI) por 200 millones de euros
- Año 2014, nuevas formalizaciones de préstamos con tres entidades de crédito independientes por un total de 200 millones de euros.

Análisis comparativo

En el siguiente análisis comparativo, se extraerá el año 2014 por falta de relación entre los datos de los fondos ajenos en el balance de situación de dicho año y los balances de situación de los años anteriores. La causa es una re-expresión de los datos, motivada por la aplicación de la NIIF 11 a partir de 2014, la cual supone cambios importantes en la presentación de los estados contables.

Gráfico 8: Estructura de capital de Repsol



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.repsol.es

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

Como se puede observar en el Gráfico 8, la financiación ajena toma el papel más importante en la financiación total, siendo claramente mayoritaria en todos los años. Merece la pena destacar que en 2013, año en el que la financiación ajena cae en 2.000 millones de euros aproximadamente, su porcentaje sobre el total aumenta, llegando a ser casi del 90%. La explicación a esta afirmación, reside en que también se produce una disminución en mayor medida de los fondos propios, que hacen disminuir la financiación total, logrando así un mayor protagonismo de los fondos ajenos.

Respecto al porcentaje de los fondos propios sobre el total, se observan muchos altibajos año tras año, causados por la partida Resultado del Ejercicio, y por los Dividendos a Cuenta retribuidos a los accionistas. El año que más presencia se observa de esta fuente de financiación, es en 2010, alcanzando casi un 27% del total.

Como forma de concluir el análisis de Repsol, y centrándonos en la recesión económica acontecida en este periodo de tiempo, podemos afirmar que la compañía no se ha visto especialmente perjudicada por las consecuencias de dicha crisis. El inapreciable impacto de la mala situación económica española en la empresa, puede explicarse por la importante actividad internacional de la compañía, compensando así los resultados finales.

III.2.6 Iberdrola

Iberdrola, compañía fundada a partir de la fusión entre dos grandes empresas españolas, Hidroeléctrica Española e Iberduero en el año 1992.

Es considerada una de las primeras compañías eléctricas del mundo, tanto por su gran número de clientes, como por sus altos niveles de financiación y de capitalización bursátil.

En España cuenta con numerosas plantas de actividad, distribuidas en zonas como País Vasco, Navarra, Madrid, Valencia, Murcia, Castilla y León, Extremadura y Castilla la Mancha. Su actuación se genera mediante centrales hidroeléctricas, centrales térmicas de ciclo combinado, centrales nucleares y centrales térmicas.

Su modelo de negocio incorpora todas las actividades de la cadena de valor de la energía eléctrica, incorporando así desde la exploración de materias primas y energías primarias pasando por la producción, transporte, transformación, y finalizando con la distribución o comercialización de sus servicios a los clientes finales.

En gran parte de su trayectoria, contaba con una importante diversificación entre sus actividades, que además de ofrecer su producto principal, energía eléctrica, también conseguía hacer llegar a sus clientes servicios relacionados con las telecomunicaciones e Internet, abastecimiento de servicios urbanos, comercialización de gas, así como otras actividades gasistas de almacenamiento. Sin embargo, en 2001, decide centrarse en su sector base, el de la energía, invirtiendo en generación de nuevas redes en países como México y Brasil.

En 2007, momento en el que empezarían a aparecer de manera silenciosa los efectos de la crisis que comenzaría un año más tarde, la compañía decidió continuar con su

proyecto de expansión internacional, aumentando así su presencia en Estados Unidos con la integración de la compañía Energy East, y en Reino Unido, con Scottish Power.

Es entonces en 2009, cuando consigue consolidarse como la compañía líder en el negocio de la electricidad, manteniéndose en ese lugar hasta la actualidad. Este primer puesto en el ranking de las compañías eléctricas, ha sido posible también por la creciente contribución hacia nuevos tipos de electricidad, aumentando así su participación en el sector de energías renovables, promoviendo una imagen de empresa responsable con el medio ambiente.

Estructura de capital

Fondos Propios

La financiación propia en Iberdrola, soporta un papel muy importante dentro de la empresa, ya que más de la mitad de la financiación total de cada año, se sustenta gracias a los fondos de la propia empresa.

En cuanto al Capital Social, aumenta cada año objeto de análisis, de forma continuada. Así, en 2008 está representada por un total de 5.002.323.716 acciones de 0,75 euros de valor nominal cada una. Y al final del periodo, en 2014, y tras ir aumentando año tras año por los diferentes acuerdos de realizar diversas ampliaciones de capital, necesarias para la financiación del programa “Iberdrola Dividendo Flexible”, el Capital Social queda representado por un total de 6.388.483.000 acciones de 0,75 euros de valor nominal.

En cuanto a las participaciones más importantes en el capital social, la Tabla 6 muestra las siguientes:

Tabla 6. Participaciones de Accionariado en el Capital Social de Iberdrola.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACS, Actividades de Construcción y Servicios S.A.	7,403%	12,00%	20,20%	18,831%	5,738%	5,645%	3,965%
Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK)	7,184%	6,842%	6,55%	5,310%	--	--	--
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante. BANCAJA	6,023%	5,736%	5,49%	--	--	--	--
Natixis S.A.	5,067%	--	--	--	--	--	--
Qatar Investment Authority	--	--	--	8,448%	8,377%	9,524%	9,647%
Banco Financiero y de Ahorros S.A.	--	--	--	5,353%	5,133%	5,069%	--
Kutxabank S.A.	--	--	--	--	5,040%	4,006%	3,601%
Blackrock Inc.	--	--	--	--	3,212%	3,043%	3,023%
Société Générale S.A	--	--	--	--	3,171%	4,111%	--

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.iberdrola.es

De forma resumida, se muestra perfectamente la importancia de ACS como participante en el Capital Social, siendo el único accionista mayoritario que mantiene su presencia durante todos los años del estudio. A pesar de su presencia de forma anual, su participación va disminuyendo con los años. El año que mayor porcentaje adquiere es 2010, con un 20,20% del capital total.

Las reservas de Iberdrola, estarían formadas por las partidas Reserva Legal, Reserva de Revalorización, y Otras Reservas. En relación a su cuantía, y tras comprobar los estados

contables, se puede afirmar un continuo crecimiento, estando formadas en 2008 por 20.389.073 miles de euros, y finalizando en 2014 con 30.141.864 miles de euros. Este aumento tan significativo, se debe a la acumulación de reservas año tras año, por no haberse presentado la necesidad de utilización urgente de fondos financieros.

En cuanto al Dividendo a Cuenta repartido a los accionistas, en 2008 y en 2009 es de 715.332 y 751.082 miles de euros respectivamente. Estas cifras cambian de forma drástica en los años posteriores, por la implantación de un nuevo programa en 2010, “Iberdrola Dividendo Flexible” donde existe una parte fija de retribución a los accionistas, y otra complementaria, en la que se retribuye a los accionistas con acciones liberadas, sin limitar la percepción de un efectivo como si recibieran un dividendo de forma común.

Fondos Ajenos

En Iberdrola, la financiación ajena toma también un papel relevante, aunque menor en términos relativos, que la financiación propia.

Principalmente, está formada por las deudas con entidades de crédito, donde se incluirán los diferentes acuerdos formalizados con el fin de obtener la suficiente liquidez para llevar a cabo los proyectos planeados. También en esta partida se incluirán, obligaciones y bonos y otras operaciones de financiación relevantes.

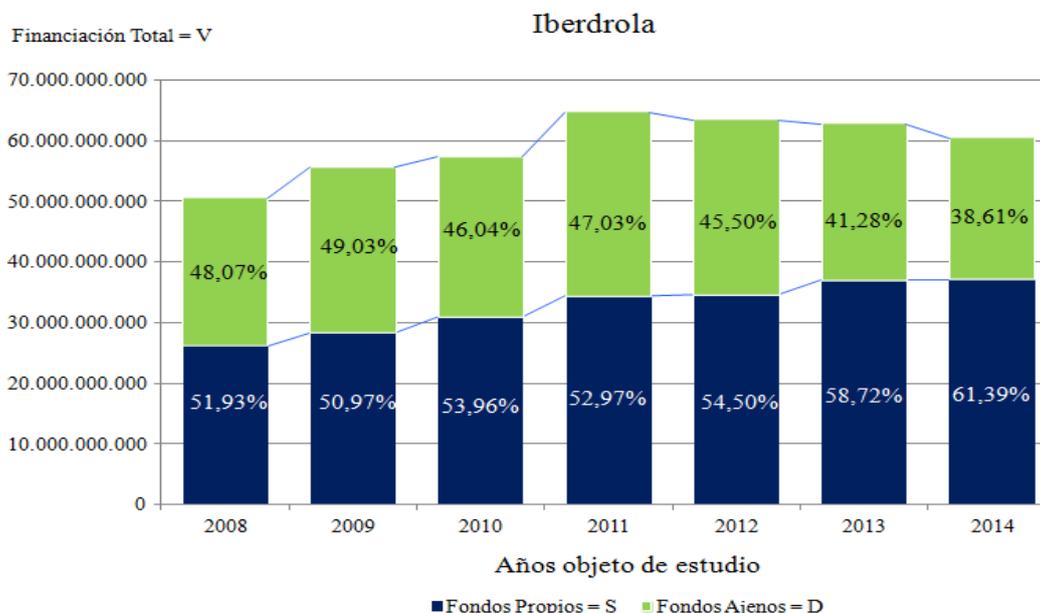
Como hechos a destacar entre 2008 y 2014 podemos incluir:

- Año 2008, se puede considerar que la empresa tenía créditos y préstamos concedidos por un total de 6.413.397 miles de euros. Además otra partida significativa en sus estados contables, será la deuda financiera en dólares estadounidenses, que en 2008, llegara a ser de 448.364 miles de euros.
- Año 2009, se volvió a configurar el crédito formalizado para la adquisición de Scottish Power, por un total de 3.826 millones de euros. En este año, también se puede destacar una emisión de bonos por un total de 2.000 millones de dólares. Nueva formalización del crédito “Club Deal” por 3.000 millones de euros.
- Año 2010, disposición de un préstamo acordado con el BEI de 300 millones de euros. Formalización de un nuevo crédito por un total de 2.150 millones de euros con un sindicato de 16 entidades de crédito. Realización de una gran operación de intercambio de bonos, por un total de 600 millones de euros.
- Año 2011, cierre de una operación con 28 entidades de crédito por un total de 3000 millones de euros. Nuevos préstamos firmados para la financiación de proyectos como el refuerzo de la red de distribución eléctrica española, o para la renovación de las redes de Reino Unido.
- Año 2012, formalización de un nuevo préstamo por importe de 536 millones de euros y un nuevo crédito de carácter revolving por un total de 464 millones de euros. Emisión significativa de bonos en el mercado europeo por importe de 1150 millones de euros.
- Año 2013, nuevos acuerdos de financiación con el BEI para la mejora y ampliación de la red eléctrica de Sao Paulo y Mato Grosso do Sul (Brasil). Emisión de ofertas de recompra de bonos de la propia empresa que estuvieran en circulación.

- Año 2014, formalización de un nuevo préstamo bancario por un total de 600 millones de euros. Disposición de un nuevo crédito para la financiación de la nueva construcción del parque eólico de West of Duddon Sands.

Análisis comparativo

Gráfico 9: Estructura de capital de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en www.iberdrola.es

*Los datos representados en porcentaje, indican el peso que representan los fondos propios y ajenos respecto a la financiación total.

Como podemos observar en el Gráfico 9, tanto la financiación propia como la financiación ajena tienen una importancia bastante significativa en el total. Si bien, cabe destacar, que la financiación propia tiene todos los años un porcentaje de relevancia relativa ligeramente superior.

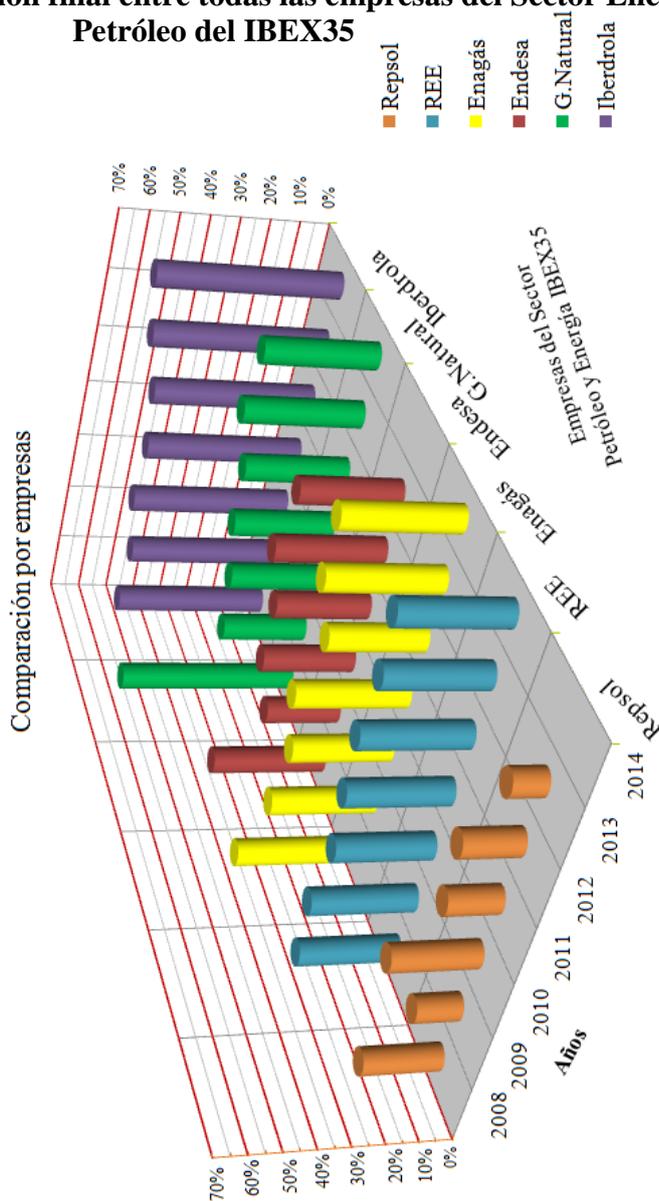
En cuanto a la financiación propia, vemos como ha ido aumentando año tras año, como consecuencia de un aumento continuado del Capital Social, y además una acumulación de reservas no utilizadas. Además, desde la incorporación del programa “Iberdrola Dividendo Flexible”, en 2010, el dividendo a cuenta fijo entregado a los accionistas es menor que en 2008 y 2009. Este conjunto de hechos hace que año tras año, esta parte de la financiación total vaya adquiriendo volumen. Se puede observar como en 2014, sobrepasa el 60% del total, hecho que viene explicado por su crecimiento, aunque más bien, por una disminución mayor de los fondos ajenos.

La financiación ajena, normalmente, también sigue un ritmo constante de crecimiento, hasta el año 2011, momento en el que la dependencia de fondos ajenos ascendía hasta 30.453.501 miles de euros. A partir de este momento, la dependencia de deuda con fuentes externas a la propia empresa comienza a decrecer, llegando al final del periodo, 2014, con unas cifras totales de 23.314.600 miles de euros

Como forma de concluir el análisis, e indicando las consecuencias de la recesión económica acontecida en este periodo de tiempo, podemos observar como Iberdrola no se ha visto especialmente perjudicada en mayor medida, manteniendo siempre su financiación propia como un pilar importante, e invirtiendo de manera razonable en financiación ajena, siendo conscientes de los intereses y pudiendo cubrir todos los años los pagos surgidos.

III.3 Comparación final entre todas las empresas objeto de estudio

Gráfico 10: Comparación final entre todas las empresas del Sector Energía y Petróleo del IBEX35



Fondos Propios sobre la Financiación Total
Porcentaje de importancia de los

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos en los Informes Anuales publicados en las empresas analizadas.

En el Gráfico 10 queda representado el porcentaje de los fondos propios sobre el total de la financiación de cada una de las empresas del Sector Energía y Petróleo, incorporadas en nuestro análisis, en cada uno de los años estudiados.

De forma general, se observa que la empresa que más importancia da a la financiación propia es Iberdrola, manteniendo así en todos los años más del 50%. Todo al contrario ocurre en Repsol, donde se reconoce una clara importancia hacia la financiación ajena, ya que los fondos propios solamente superarían el 25% del total en el año 2008. Una vez citadas las dos empresas que más diferencia presentan la una con la otra en el análisis, podemos señalar que todas las demás empresas se situarían en un contexto intermedio.

Así, es posible destacar que el año que más importancia se ha dado a la financiación propia en términos generales para las empresas objeto de estudio es el 2008.

En un análisis más individualizado, merece destacar que las cifras que presenta Repsol, cuentan con numerosas variaciones según cambia el año del análisis, aun así como hemos comentado, la presencia de fondos propios en su financiación total es mínima. El Grupo Red Eléctrica, sin embargo, presenta una importante estabilidad respecto a esta fuente de financiación, manteniéndola casi constante en todos los años del estudio, situándose siempre entre el 31% y 34%. Enagás, ha mantenido también esta financiación de forma bastante equitativa en el análisis, aunque con alguna diferencia respecto al Grupo Red Eléctrica, siendo el año 2012 cuando menos fondos propios utiliza.

En el caso de Endesa, se observan cifras menores que las dos últimas empresas mencionadas, siendo 2009 el año que menor financiación propia presenta, ya que ni siquiera alcanza el 25% de la financiación total. Continuando con Gas Natural Fenosa, se observa un cambio muy significativo en el primer año del análisis, 2008, respecto a los demás años. En este primer año, la empresa depende mucho de los fondos propios (casi un 60%). En el resto de años la situación cambia, como consecuencia de la adquisición de la compañía Unión Fenosa, en 2009. A partir de este momento, la necesidad de financiación ajena es visible. El año que mayor porcentaje se observa de financiación propia, sin tener en cuenta el 2008, sería cinco años después, en 2013, alcanzando casi el 40% del total. En todo caso, un 20% menos.

Iberdrola, es sin duda la empresa de referencia en cuanto a financiación propia, del Sector Energía y Petróleo del IBEX35. Su porcentaje más bajo en todo el análisis es un 52,62%, superando con creces cualquier año de cualquier empresa anteriormente analizada (con excepción del año 2008 en Gas Natural Fenosa). Además de tener este liderazgo, consigue mantener constante esa financiación durante el periodo. Un hecho que indica la buena situación de la empresa. Quizá, la imagen que proyecta a la sociedad, respecto a su modelo de negocio y su apuesta por energías renovables y cuidado del medio ambiente, influye en los resultados de los estados contables.

III.4 Conclusiones

A lo largo de este trabajo fin de grado, se ha abordado el análisis de la evolución de la estructura de capital de las empresas españolas pertenecientes al sector de la energía y petróleo, incluidas en el IBEX35. Un análisis longitudinal en el período 2008-2014 ha permitido poner de manifiesto la incidencia de los factores asociados a la crisis

CAPÍTULO III

económica respecto a las fuentes de financiación utilizadas por las mencionadas empresas.

A la vista de los resultados es posible destacar las notables diferencias existentes entre las estructuras de capital de las empresas objeto de estudio y eso que pertenecen al mismo sector de actividad. Como ya se ha puesto de manifiesto, la importancia relativa de la financiación propia o ajena varía notablemente entre unas empresas y otras. En el caso de Enagás, prevalece una clara preferencia por los fondos ajenos, siendo siempre superior su participación respecto al total de más del 50%. De la misma manera ocurre con Endesa. Gas Natural, también sigue el mismo patrón que las dos empresas anteriores, prefiriendo la financiación ajena, aunque es importante destacar que en 2008, los fondos propios tienen una importancia mayor que los ajenos. En el caso de Red Eléctrica, la financiación ajena es superior a la propia en todos los años del estudio, sobrepasando el 60% del total de forma anual. La compañía petrolera Repsol, actúa igual que sus compañeras del sector, financiándose en mayor medida con fondos ajenos. Y por último, Iberdrola, líder indiscutible sobre todas las anteriores, debido a sus importantes cifras respecto a la financiación total, actúa de manera totalmente diferente al resto de empresas del sector, financiando sus proyectos preferentemente con fondos propios. Sin embargo, no quiere decir que otorgue poca importancia a la financiación ajena, ya que ésta, no baja en ningún año del 38% del total.

En cuanto a la evolución de la estructura de capital en el período objeto de estudio, las consecuencias de la crisis económica se han dejado notar más en unas empresas que en otras, aunque en la mayoría de los casos las repercusiones no han sido demasiado significativas. Una forma de atenuar las consecuencias de dicha crisis, ha sido la notable presencia internacional de todas las empresas, de manera que han conseguido amortiguar los efectos negativos consiguiendo así, continuar con un ritmo normal en cuanto al desarrollo de inversiones y proyectos.

Referencias Bibliográficas

- Besley, S. and E. F. Brigham (2008). *Fundamentos de Administración Financiera*, Cengage Learning.
- De La Poza, R. O. (2009). *Factores Determinantes de la Estructura financiera*, ESIC Editorial.
- F. Modigliani y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* (junio de 1958).
- Myers, M., (1997), "Interpretive Research in Information Systems", in J Mingers and F
- Ray, D. and E.Rabasco (2002). *Economía del desarrollo*, Antoni Bosch.
- Stowell (Eds), *Information Systems: An Emerging Discipline?*, McGraw-Hill, London.

Recursos electrónicos

- Enagás. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*.
http://www.enagas.es/enagas/es/Comunicacion/Publicaciones-Nueva/Informe_Anual-Publicaciones
- Endesa. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*.
<http://www.endesa.com/es/saladeprensa/centrodocumental/informesanuales>
- Gas Natural. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*
<http://www.gasnaturalfenosa.es/es/conocenos/mas+que+gas+y+electricidad/informacion+economica/1297078467363/informes+anuales.html>
- Grupo Red Eléctrica. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*
<http://www.ree.es/es/publicaciones/sistema-electrico-espanol/informe-anual>
- Iberdrola. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*
<https://www.iberdrola.es/accionistas-inversores/informes-anuales/>
- Repsol. *Informe Anual y Cuentas Anuales Consolidadas*
http://www.repsol.com/es_es/corporacion/accionistas-inversores/informacion-financiera/informe-anual-consolidado/
- Bolsas y Mercados españoles
<https://www.bolsasymercados.es/>
- El Mundo. 10 de mayo, 2010. *La Bolsa, de 'locos': el Ibex registra la mayor subida de la historia*.
<http://www.elmundo.es/mundodinero/2010/05/10/economia/1273501629.html>

BIBLIOGRAFÍA

ANEXO I

TABLAS DE DATOS UTILIZADAS EN LOS ANÁLISIS

ENAGÁS

Tabla de datos 1: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Enagás.

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Propios = S	1.456.080.000	1.593.429.000	1.738.836.000	1.867.377.000	2.014.878.000	2.118.427.000	2.218.514.000
Capital suscrito	358.101.000	358.101.000	358.101.000	358.101.000	358.101.000	358.101.000	358.101.000
Reservas	901.165.000	1.004.859.000	1.121.739.000	1.235.591.000	1.379.447.000	1.477.226.000	1.578.022.000
Resultado del ejercicio	258.885.000	298.031.000	333.481.000	364.643.000	379.508.000	403.183.000	406.533.000
Dividendo activo a cuenta	-62.071.000	-67.562.000	-74.485.000	-90.958.000	-102.178.000	-120.083.000	-124.142.000
Fondos Ajenos = D	2.156.403.000	3.090.039.000	3.678.134.000	3.323.065.000	4.538.270.000	3.649.289.000	3.735.091.000
Pasivos financieros no corrientes	2.156.403.000	3.090.039.000	3.678.134.000	3.323.065.000	4.538.270.000	2.649.289.000	3.735.091.000
TOTALES FINANCIACION = V	3.612.483.000	4.683.468.000	5.416.970.000	5.190.442.000	6.553.148.000	5.767.716.000	5.953.605.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.enagas.es

Tabla de datos 2: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Endesa.

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fondos Propios = S	10.609.000.000	6.341.000.000	7.040.000.000	5.652.000.000	5.474.000.000	3.667.000.000
Capital suscrito	1.271.000.000	1.271.000.000	1.271.000.000	1.271.000.000	1.271.000.000	1.271.000.000
Reservas SUMA	2.169.000.000	2.169.000.000	2.169.000.000	2.169.000.000	2.169.000.000	2.105.000.000
Reserva Legal	285.000.000	285.000.000	285.000.000	285.000.000	285.000.000	285.000.000
Reserva de Revalorización	1.714.000.000	1.714.000.000	1.714.000.000	1.714.000.000	1.714.000.000	1.714.000.000
Reserva por Factor de Agotamiento Minero	40.000.000	40.000.000	40.000.000	40.000.000	40.000.000	--
Reserva para Inversiones en Canarias	24.000.000	24.000.000	24.000.000	24.000.000	24.000.000	--
Reservas no Distribuibles	106.000.000	106.000.000	106.000.000	106.000.000	106.000.000	106.000.000
Resultado del ejercicio	7.169.000.000	3.430.000.000	4.129.000.000	2.212.000.000	2.034.000.000	1.879.000.000
Dividendo activo a cuenta	--	-529.000.000	-529.000.000	--	--	-1.588.000.000
Fondos Ajenos = D	17.486.000.000	19.512.000.000	16.256.000.000	12.791.000.000	9.886.000.000	7.551.000.000
Pasivos financieros no corrientes	17.486.000.000	19.512.000.000	16.256.000.000	12.791.000.000	9.886.000.000	1.239.000.000
TOTALES FINANCIACION	28.095.000.000	25.853.000.000	23.296.000.000	18.443.000.000	15.360.000.000	11.218.000.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.endesa.es

GAS NATURAL

Tabla de datos 3: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Gas Natural.

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Propios = S	6.448.000.000	7.468.000.000	7.905.000.000	8.857.000.000	9.453.000.000	9.984.000.000	10.512.000.000
Capital suscrito	448.000.000	922.000.000	922.000.000	992.000.000	1.001.000.000	1.001.000.000	1.001.000.000
Reservas	5.158.000.000	5.675.000.000	6.106.000.000	6.900.000.000	7.402.000.000	7.931.000.000	8.446.000.000
Resultado del ejercicio	1.057.000.000	1.195.000.000	1.201.000.000	1.325.000.000	1.441.000.000	1.445.000.000	1.462.000.000
Dividendo activo a cuenta	-215.000.000	-324.000.000	-324.000.000	-360.000.000	-391.000.000	-393.000.000	-397.000.000
Fondos Ajenos = D	4.451.000.000	18.658.000.000	18.176.000.000	17.539.000.000	18.046.000.000	15.508.000.000	17.740.000.000
Pasivos financieros no corrientes	4.451.000.000	18.658.000.000	18.176.000.000	17.539.000.000	18.046.000.000	15.508.000.000	17.740.000.000
TOTALES FINANCIACIÓN	10.899.000.000	26.126.000.000	26.081.000.000	26.396.000.000	27.499.000.000	25.492.000.000	28.252.000.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.gasnatural.es

RED ELÉCTRICA

Tabla de datos 4: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Red Eléctrica.

	AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Propios = S		1.320.581.000	1.470.473.000	1.652.963.000	1.848.869.000	2.042.038.000	2.250.335.000	2.599.750.000
Capital propio		270.540.000	270.540.000	270.540.000	270.540.000	270.540.000	270.540.000	270.540.000
Reservas		824.325.000	938.547.000	1.071.446.000	1.208.913.000	1.370.426.000	1.548.523.000	1.723.852.000
Resultado del ejercicio		286.119.000	330.402.000	390.150.000	460.348.000	492.288.000	529.139.000	717.821.000
Dividendo a cuenta		-60.403.000	-69.016.000	-79.173.000	-90.932.000	-91.216.000	-97.867.000	-112.463.000
Fondos Ajenos = D		2.826.932.000	2.978.948.000	3.727.980.000	3.831.476.000	3.990.860.000	4.662.995.000	5.037.125.000
Pasivos financieros no corrientes		2.826.932.000	2.978.948.000	3.727.980.000	3.831.476.000	3.990.860.000	4.662.995.000	5.037.125.000
TOTALES FINANCIACIÓN		4.147.513.000	4.449.421.000	5.380.943.000	5.680.345.000	6.032.898.000	6.913.330.000	7.636.875.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.ree.es

Tabla de datos 5: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Repsol.

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Propios = S	3.389.000.000	2.508.000.000	5.520.000.000	3.026.000.000	3.405.000.000	1.546.000.000	1.677.000.000
Capital	1.221.000.000	1.221.000.000	1.221.000.000	1.221.000.000	1.282.000.000	1.324.000.000	1.375.000.000
Reservas	247000000	247000000	247000000	247000000	247000000	259000000	259000000
Resultado del ejercicio	2.555.000.000	1.559.000.000	4.693.000.000	2.193.000.000	2.060.000.000	195000000	1.612.000.000
Dividendo a cuenta	-634.000.000	-519.000.000	-641.000.000	-635.000.000	-184.000.000	-232.000.000	-1.569.000.000
Fondos Ajenos = D	10.432.000.000	15.411.000.000	14.940.000.000	15.345.000.000	15.300.000.000	13.125.000.000	7.612.000.000
Pasivos financieros no corrientes	10.432.000.000	15.411.000.000	14.940.000.000	15.345.000.000	15.300.000.000	13.125.000.000	7.612.000.000
TOTALES FINANCIACIÓN	13.821.000.000	17.919.000.000	20.460.000.000	18.371.000.000	18.705.000.000	14.671.000.000	9.289.000.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.repsol.es

IBERDROLA

Tabla de datos 6: Recopilación de datos que forman la Estructura de Capital de Iberdrola.

ANO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos Propios = S	26.286.090.000	28.364.499.000	30.933.624.000	34.299.587.000	34.557.976.000	36.870.648.000	37.068.087.000
Capital suscrito	3.751.743.000	3.939.243.000	4.112.882.000	4.411.868.000	4.604.170.000	4.679.981.000	4.791.362.000
Reservas (OJO)	20.389.073.000	22.352.003.000	24.114.333.000	27.262.360.000	27.377.149.000	29.810.067.000	30.141.864.000
Resultado del ejercicio	2.860.606.000	2.824.335.000	2.870.924.000	2.804.545.000	2.765.093.000	2.571.804.000	2.326.516.000
Dividendo	-715.332.000	-751082000	-164515000	-179186000	-188436000	-191204000	-191655000
Fondos Ajenos = D	24.336.956.000	27.289.002.000	26.397.550.000	30.453.501.000	28.851.208.000	25.922.016.000	23.314.600.000
Deuda financiera	24.336.956.000	27.289.002.000	26.397.550.000	30.453.501.000	28.851.208.000	25.922.016.000	23.314.600.000
TOTALES FINANCIACION	50.623.046.000	55.653.501.000	57.331.174.000	64.753.088.000	63.409.184.000	62.792.664.000	60.382.687.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Balances de Situación presentados públicamente en www.iberdrola.es