

*La internacionalización de
las grandes firmas
españolas a través de
adquisiciones
(1996-2007)*

*Creación de valor
y resiliencia a la crisis*



Queda prohibida, salvo excepción prevista en la ley, cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con autorización de los titulares de la propiedad intelectual. La infracción de los

derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (arts. 270 y sigs. Código Penal). El Centro Español de Derechos Reprográficos (www.cedro.org) vela por el respeto de los citados derechos.

*La internacionalización de
las grandes firmas
españolas a través de
adquisiciones
(1996-2007)*

*Creación de valor
y resiliencia a la crisis*

Avelino A. Vegas



Consulte nuestra página web: www.sintesis.com
En ella encontrará el catálogo completo y comentado

© EDITORIAL SÍNTESIS, S.A.
Vallehermoso, 34 - 28015 Madrid
Teléf.: 91 593 20 98
<http://www.sintesis.com>

Depósito Legal: M. 30.934-2015
ISBN: 978-84-9077-217-1

Impreso en España - Printed in Spain

Reservados todos los derechos. Está prohibido, bajo las sanciones penales y el resarcimiento civil previstos en las leyes, reproducir, registrar o transmitir esta publicación, íntegra o parcialmente, por cualquier sistema de recuperación y por cualquier medio, sea mecánico, electrónico, magnético, electroóptico, por fotocopia o por cualquier otro, sin la autorización previa por escrito de Editorial Síntesis, S.A.

Índice

<i>Introducción</i>	13
---------------------	----

Parte I:
*Entorno económico y proceso
de internacionalización*

1

<i>El entorno económico y su influencia en la expansión de las firmas españolas</i>	21
1.1. Los procesos de concentración de las empresas españolas a raíz del ingreso de España en la UE (1986-1995)	23
1.2. Liberalización de la economía española. Privatización del sector público	25
1.2.1. <i>Razones para la privatización de empresas públicas en España</i>	25
1.2.2. <i>Secuencia del proceso de privatizaciones</i>	26
1.2.3. <i>Consecuencias del proceso</i>	28
1.3. Entorno económico del período 1996-2007	29
1.3.1. <i>Crecimiento del PIB</i>	29
1.3.2. <i>Reducción del desempleo y absorción de población inmigrante</i>	31
1.3.3. <i>Equilibrio de las cuentas públicas y convergencia con Europa</i>	32
1.3.4. <i>Inflación por encima de la UEM. Estancamiento de la productividad</i>	33

1.3.5. Desequilibrios de la balanza comercial y del sector de la construcción	34
1.4. Entorno financiero	35
1.4.1. Tipos de interés	35
1.4.2. Los mercados financieros. La Bolsa española	37
1.5. Impacto del ciclo económico en los procesos de fusiones y adquisiciones. Aplicación al caso de las multinacionales españolas	38

2

La internacionalización de las grandes empresas entre 1996 y 2007 45

2.1. La internacionalización de la economía española. La inversión exterior (IED)	47
2.2. Inversión emitida por áreas geográficas y sectores de actividad	49
2.2.1. La inversión en Latinoamérica. Causas	50
2.2.2. La inversión en Europa	52
2.3. Adquisiciones frente otras formas de inversión. El caso de las empresas españolas	54
2.3.1. Inversión directa (greenfield investment)	55
2.3.2. Alianzas (joint ventures)	56
2.3.3. Fusiones y adquisiciones (M&A)	56
2.4. Factores relevantes en la elección de M&A para la expansión exterior	57
2.4.1. Menor tamaño de las empresas respecto a sus competidores europeos	58
2.4.2. Impulso público para crear firmas líderes en determinados sectores de actividad	58
2.4.3. Regulación fiscal favorable	58
2.4.4. Fin de las ayudas europeas al desarrollo	59
2.5. Perfil de las adquisiciones internacionales de las grandes firmas españolas	60
2.5.1. Número y valor de las transacciones. Distribución temporal	62
2.5.2. Distribución geográfica y sectorial	64
2.5.3. Distribución por empresas adquirientes y países	65
2.6. Conclusiones generales acerca del proceso de expansión internacional	66

Parte II: Proceso de configuración de las multinacionales españolas

3

El sector financiero 71

3.1. Antecedentes. El proceso de desregulación y concentración bancaria	73
3.1.1. Penetración de la banca extranjera en España	73
3.1.2. El proceso de concentración bancaria en España anterior a 1996	74
3.1.3. Resultados del proceso de desregulación y concentración	75
3.2. Proceso de internacionalización de la banca española	76
3.2.1. Necesidad de internacionalización	76
3.2.2. La expansión en Latinoamérica (1996-2002)	79
3.2.3. La expansión en Europa y Estados Unidos (2002-2007)	82
3.3. Grupo Santander	83
3.3.1. Estrategia de internacionalización del grupo	84
3.3.2. Adquisiciones más significativas del período	85
3.4. BBVA	93
3.4.1. Estrategia de internacionalización	93
3.4.2. Adquisiciones más significativas del período	94
3.4.3. Otras participaciones	99
3.5. Resultado del proceso de internacionalización de la banca española	100
3.5.1. Diversificación geográfica	100
3.5.2. Posicionamiento global y en Latinoamérica	104
3.5.3. Evolución de la acción. Capitalización y base de capital	105

4

<i>El sector energético</i>	107
4.1. El sector energético español. Desregulación y liberalización	109
4.1.1. El sector eléctrico	111
4.1.2. El sector gasista y petrolero	112
4.1.3. Evolución del mapa energético español	113
4.2. Internacionalización de las grandes compañías energéticas españolas	115
4.2.1. Latinoamérica	116
4.2.2. Europa y Estados Unidos	117
4.3. Repsol	118
4.3.1. Argentina	118
4.3.2. Otros países de Latinoamérica	122
4.3.3. Otras adquisiciones	123
4.3.4. Posición de Repsol al final del período	124
4.4. Iberdrola	126
4.4.1. Latinoamérica	126
4.4.2. El Reino Unido. Scottish Power	128
4.4.3. Estados Unidos. Energy East	129
4.4.4. Otras adquisiciones	130
4.5. Endesa	130
4.5.1. Latinoamérica	131
4.5.2. Europa y norte de África	134
4.5.3. Adquisición de Endesa por parte de Enel	135

4.6. Gas Natural Fenosa	137
4.6.1. <i>Latinoamérica</i>	137
4.6.2. <i>Europa y resto del mundo</i>	140
4.7. Las firmas energéticas españolas tras el proceso de internacionalización	140
4.7.1. <i>Dimensión y diversificación</i>	142
4.7.2. <i>Capitalización y deuda</i>	143

5

El sector de la construcción e inmobiliario 145

5.1. Proceso de concentración y diversificación del sector de la construcción en España	147
5.1.1. <i>Proceso de concentración en los años noventa</i>	148
5.1.2. <i>Diversificación</i>	149
5.2. Internacionalización de las empresas constructoras, concesionarias e inmobiliarias	150
5.2.1. <i>Empresas constructoras y concesionarias</i>	150
5.2.2. <i>Empresas inmobiliarias</i>	152
5.3. Ferrovial	154
5.3.1. <i>Estrategia de internacionalización</i>	154
5.3.2. <i>Adquisiciones del período</i>	156
5.3.3. <i>Situación de Ferrovial al final del período</i>	160
5.4. Abertis	161
5.5. FCC	163
5.6. Otras empresas adquisitivas del sector de la construcción e inmobiliario: ACS, Sacyr, Metrovacesa y Colonial	165
5.6.1. <i>ACS</i>	165
5.6.2. <i>Sacyr</i>	166
5.6.3. <i>Metrovacesa</i>	167
5.6.4. <i>Inmobiliaria Colonial</i>	168
5.7. Resultado del proceso. Posicionamiento internacional de las constructoras españolas	169
5.7.1. <i>Dimensión y diversificación</i>	169
5.7.2. <i>Acceso a grandes proyectos</i>	171
5.7.3. <i>Estructura financiera</i>	171

6

El sector de telecomunicaciones 173

6.1. Los procesos de privatización y desregulación previos a la internacionalización del sector de telecomunicaciones	175
---	-----

6.1.1. Privatización y desregulación en España	176
6.1.2. Privatización y desregulación en Latinoamérica	178
6.2. Telefónica	179
6.2.1. Estrategia de internacionalización de Telefónica	179
6.2.2. Principales adquisiciones de Telefónica en el período	183
6.2.3. Adquisiciones en Internet, medios y contenidos	192
6.2.4. Otras participaciones	194
6.3. Posición internacional de Telefónica al final del período	195
6.3.1. Impacto financiero de las adquisiciones. Endeudamiento	198

Parte III: Creación de valor y resiliencia a la crisis

7

<i>Impacto de la internacionalización en el posicionamiento estratégico y la valoración de las grandes firmas españolas</i>	203
7.1. Creación de valor por las multinacionales	205
7.2. Posicionamiento de las grandes empresas españolas tras su internacionalización	206
7.2.1. Dimensión	207
7.2.2. Liderazgo en los países de destino	210
7.2.3. Control de las compañías adquiridas	211
7.2.4. Incremento y rentabilidad de las inversiones en capital fijo	212
7.2.5. Diversificación del riesgo	213
7.3. Posicionamiento en América Latina	214
7.3.1. Ventajas derivadas de la inversión en Latinoamérica	214
7.3.2. Posición de las empresas españolas en la región	215
7.3.3. Retos y riesgos de la inversión en Latinoamérica	216
7.4. Impacto de la expansión internacional en la valoración de las grandes empresas españolas	219
7.4.1. Evolución del índice bursátil. Comparación con otros índices europeos	220
7.4.2. Análisis sectorial	222
7.4.3. Impacto de la internacionalización en la revalorización bursátil	227
7.5. Conclusiones	230

8

Creación de valor económico para los accionistas de las firmas internacionalizadas a través de adquisiciones 233

8.1. Creación de valor en los procesos de adquisición internacionales	235
8.1.1. <i>Creación de valor en las operaciones de fusiones y adquisiciones</i>	235
8.1.2. <i>El corto versus el largo plazo</i>	236
8.2. Medición de creación de valor a largo plazo. Metodología adoptada	238
8.2.1. <i>Metodologías de medición interna</i>	238
8.2.2. <i>Metodologías de medición externa</i>	239
8.2.3. <i>Metodología adoptada. Fórmula</i>	240
8.3. Problemática contable en la valoración del negocio internacional de las grandes empresas españolas a finales del período	242
8.3.1. <i>Integración de los negocios de las firmas adquiridas</i>	243
8.3.2. <i>Metodología contable de consolidación</i>	243
8.3.3. <i>Cambios en las normas contables, consistencia en la segmentación de los resultados y reexpresión de resultados anteriores</i>	244
8.4. Múltiplo y fecha de valoración	245
8.4.1. <i>Múltiplo de valoración</i>	245
8.4.2. <i>Fecha de valoración</i>	247
8.5. Valor del negocio internacional de las grandes empresas españolas	250
8.5.1. <i>Obtención del múltiplo CAPE</i>	250
8.5.2. <i>Determinación del valor del negocio internacional en 2008</i>	251
8.6. Rentabilidad de las adquisiciones internacionales realizadas por las grandes empresas españolas	252
8.6.1. <i>Sector financiero</i>	253
8.6.2. <i>Petróleo y energía</i>	254
8.6.3. <i>Construcción</i>	255
8.6.4. <i>Telecomunicaciones</i>	256
8.6.5. <i>Conclusión</i>	257
8.7. Causas del bajo rendimiento. Conclusiones	257
8.7.1. <i>Precio y prima abonados por ciertas adquisiciones</i>	257
8.7.2. <i>Tipo de cambio</i>	260
8.7.3. <i>Menor rentabilidad de las firmas adquiridas frente a la obtenida en el mercado interior</i>	261

9

Comportamiento de las firmas internacionalizadas frente a la crisis económica y financiera (2008-2012) 263

9.1. La crisis 2008-2009. Aspectos macroeconómicos en relación a las firmas internacionalizadas	265
9.1.1. <i>Consideraciones macroeconómicas. Impacto de la crisis en los países receptores de la inversión española</i>	265
9.1.2. <i>Las firmas españolas frente al nuevo entorno económico</i>	266
9.2. Impacto de la crisis 2008-2009 en las firmas internacionalizadas. Comparación con sus competidores nacionales y europeos	268
9.2.1. <i>Sector financiero</i>	268
9.2.2. <i>Sector energético</i>	272
9.2.3. <i>Construcción y concesiones</i>	274
9.2.4. <i>Telecomunicaciones</i>	275
9.3. La crisis de deuda soberana en Europa (2010-2012)	277
9.3.1. <i>La economía española en el contexto mundial de 2010-2012</i>	277
9.3.2. <i>Comportamiento de las firmas internacionalizadas durante 2010-2012</i>	279
9.4. Impacto de la crisis de deuda soberana europea 2010-2012 en las firmas españolas internacionalizadas	281
9.4.1. <i>Sector financiero</i>	281
9.4.2. <i>Sector energético</i>	285
9.4.3. <i>Constructoras</i>	287
9.4.4. <i>Telecomunicaciones</i>	288
9.5. Impacto del apalancamiento en la valoración de las firmas internacionalizadas durante el conjunto de la crisis 2008-2012	289
9.5.1. <i>Apalancamiento de las firmas internacionalizadas previo a la crisis</i>	290
9.5.2. <i>Evolución de la deuda financiera durante la crisis 2008-2012</i>	291
9.5.3. <i>Efecto del apalancamiento en la cotización de las grandes firmas internacionalizadas</i>	292
9.6. Comportamiento bursátil en el conjunto de la crisis 2008-2012. Conclusiones	293
9.6.1. <i>Sector financiero</i>	294
9.6.2. <i>Energía</i>	295
9.6.3. <i>Construcción</i>	296
9.6.4. <i>Telecomunicaciones</i>	297

<i>Resumen y conclusiones</i>	299
-------------------------------	-----

Entorno económico. Impacto en la internacionalización	301
Proceso de adquisiciones en el exterior	302
Posicionamiento estratégico de las firmas internacionalizadas	303
Creación de valor (rentabilidad) para el accionista	304
Resiliencia a la crisis económica 2008-2012	305

Anexos:

Anexo 1

Adquisiciones y desinversiones (1996-2007) 309

Anexo 2

*Valoración de las adquisiciones internacionales y
cálculo del rendimiento para el accionista* 323

Glosario 337

Bibliografía 341