



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 640

Julio, 2006

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE IBERDROLA

Pablo Fernández

José María Carabias

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2006 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE IBERDROLA

Pablo Fernández\*

José María Carabias\*\*

## Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Iberdrola entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En ese período, el aumento de la capitalización de Iberdrola fue de 17.279 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 22.535 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 14.424 millones de euros (expresado en euros de 2005).

La rentabilidad media anual para los accionistas de Iberdrola fue del 17,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%): cada euro invertido en acciones de Iberdrola en diciembre de 1991 se convirtió en 9,31 euros en diciembre de 2005, mientras que 1 euro invertido en el IBEX 35 se convirtió en 6,26 euros. La inflación media fue del 3,4%, y la rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Iberdrola, fue del 13,8%. La rentabilidad para los accionistas de Iberdrola fue positiva todos los años, excepto en 1994, 1999 y 2002.

La capitalización de Iberdrola durante estos años osciló entre el 3,9% y el 8,5% de la capitalización del IBEX 35. En diciembre de 1991, Iberdrola fue la quinta empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol y BBV). En junio de 2006, Iberdrola fue la sexta empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA, Endesa y Repsol).

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

\*\* Asistente de investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

**Palabras clave:** Iberdrola, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas.

## CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE IBERDROLA

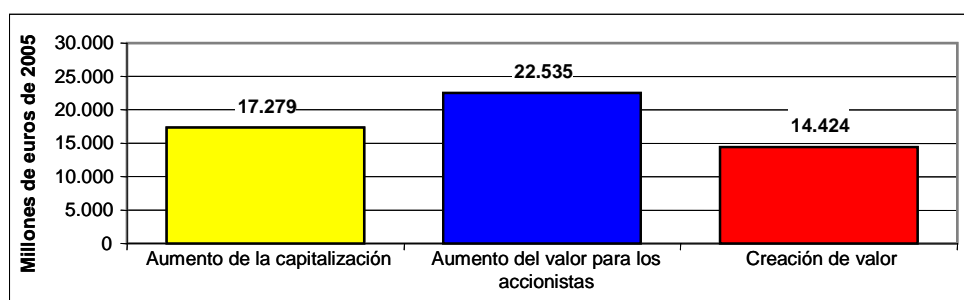
En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de Iberdrola (IBE) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

El 31 de diciembre de 1991, Iberdrola tenía en circulación 828,95 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 4,27 euros. El 31 de diciembre de 2005, Iberdrola tenía en circulación 901,55 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 23,09 euros<sup>1</sup>. Por consiguiente, la capitalización<sup>2</sup> aumentó desde 3.537 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 20.817 millones de euros en diciembre de 2005<sup>3</sup>. El aumento de la capitalización en ese período fue de 17.279 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Iberdrola fue de 17.279 millones de euros, el aumento del valor para los accionistas fue de 22.535 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 14.424 millones de euros (expresado en euros de 2005).

**Figura 1**

Ban Iberdrola. Diciembre de 1991-diciembre de 2005. Aumento de la capitalización, aumento del valor de los accionistas y creación de valor para los accionistas (millones de euros de 2005)

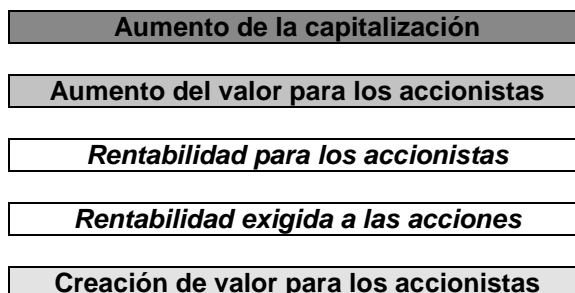


<sup>1</sup> Los datos proceden de Sociedad de Bolsas ([www.sbolsas.es](http://www.sbolsas.es)), de Datastream, de ThomsonFinancial y de la web de la empresa.

<sup>2</sup> La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa.

<sup>3</sup> Diciembre de 2005: 901,55 millones de acciones x 23,09 euros/acción = 20.817 millones de euros.

Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones.



## 1. Aumento de la capitalización de las acciones

La capitalización es el valor de mercado de las acciones de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

La Tabla 1 muestra la evolución de la capitalización de Iberdrola y el aumento de capitalización en cada año. La Figura 2 presenta la evolución de la capitalización entre diciembre de 1991 y abril de 2006.

La Figura 3 muestra la evolución de la cotización de Iberdrola (comparada con el IBEX 35) entre diciembre de 1991 y abril de 2006. La Figura 4 es idéntica a la Figura 3, pero incluye los dividendos: compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Iberdrola con la del IBEX 35 ajustado por dividendos. La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Iberdrola con la de las otras dos grandes eléctricas españolas.

**Tabla 1**

Iberdrola. Capitalización y aumento de capitalización en cada año (millones de euros)

| (Millones de euros)     | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | Suma   |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Millones de acciones    | 829,0 | 829,3 | 875,4 | 925,1 | 928,2 | 919,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  | 901,5  |        |
| Precio/acción (euros)   | 4,27  | 4,06  | 6,16  | 4,88  | 6,67  | 11,06  | 12,05  | 15,96  | 13,76  | 13,35  | 14,62  | 13,35  | 15,67  | 18,70  | 23,09  |        |
| Capitalización          | 3.537 | 3.369 | 5.393 | 4.514 | 6.191 | 10.168 | 10.864 | 14.386 | 12.405 | 12.036 | 13.181 | 12.036 | 14.127 | 16.859 | 20.817 |        |
| <b>Δ capitalización</b> |       | -168  | 2.023 | -879  | 1.677 | 3.977  | 696    | 3.522  | -1.981 | -370   | 1.145  | -1.145 | 2.092  | 2.732  | 3.958  | 17.279 |

| Datos operativos           |                  | 2005           | 2004           | Porcentaje  |
|----------------------------|------------------|----------------|----------------|-------------|
| <b>Capacidad instalada</b> | <b>MW</b>        | <b>27.791</b>  | <b>25.237</b>  | <b>10,1</b> |
| Ciclos combinados de gas   | MW               | 6.897          | 5.183          | 33,1        |
| Renovables                 | MW               | 3.810          | 3.206          | 18,8        |
| Hidráulica                 | MW               | 9.118          | 9.083          | 0,4         |
| Nuclear                    | MW               | 3.344          | 3.335          | 0,3         |
| Térmica de fuel-oil        | MW               | 2.889          | 2.889          | 0           |
| Térmica de carbón          | MW               | 1.253          | 1.247          | 0,5         |
| Cogeneración               | MW               | 480            | 295            | 62,7        |
| <b>Producción neta</b>     | <b>GWh</b>       | <b>83.009</b>  | <b>82.304</b>  | <b>0,9</b>  |
| Ciclos combinados de gas   | GWh              | 31.693         | 23.162         | 36,8        |
| Renovables                 | GWh              | 7.058          | 5.413          | 30,4        |
| Eólica                     | GWh              | 6.471          | 4.846          | 33,5        |
| Hidráulica                 | GWh              | 8.816          | 15.922         | -44,6       |
| Nuclear                    | GWh              | 23.212         | 26.438         | -12,2       |
| Térmica de fuel-oil        | GWh              | 3.431          | 2.417          | 42          |
| Térmica de carbón          | GWh              | 6.945          | 7.057          | -1,6        |
| Cogeneración               | GWh              | 1.854          | 1.895          | -2,2        |
| <b>Energía distribuida</b> | <b>GWh</b>       | <b>122.904</b> | <b>117.115</b> | <b>4,9</b>  |
| <b>Ciudadanos</b>          | <b>Nº (mill)</b> | <b>17,8</b>    | <b>17,4</b>    | <b>2,3</b>  |
| <b>Empleados*</b>          | <b>Nº</b>        | <b>11.146</b>  | <b>11.382</b>  | <b>-2,1</b> |

\*Incluye empleados empresa matriz en España y empleados proporcionales en internacional.

Es importante no confundir el *aumento de la capitalización de las acciones* con el *aumento del valor para los accionistas*, ya que son dos conceptos distintos, como se verá en el siguiente apartado.

**Figura 2**

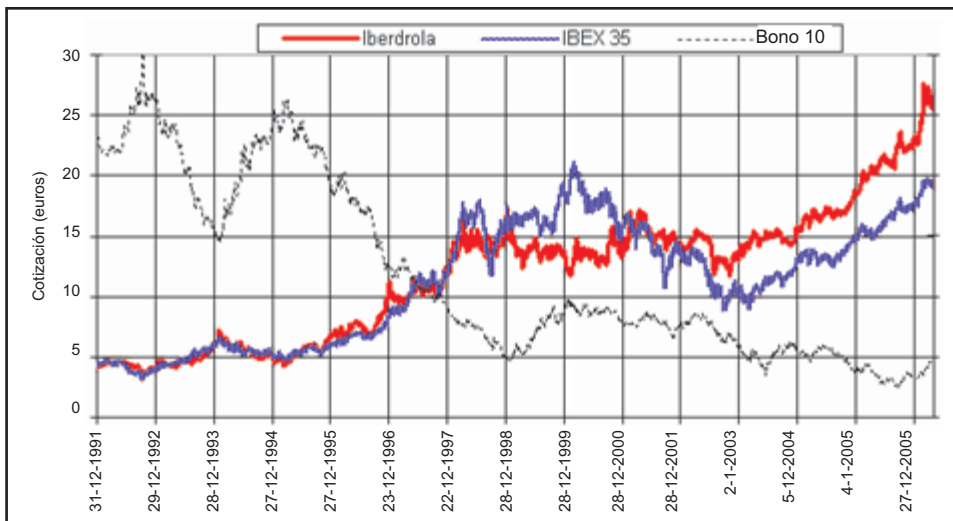
Iberdrola. Evolución de la capitalización (millones de euros)



**Figura 3**

Evolución de la cotización de Iberdrola, del IBEX 35\* y del tipo de interés a 10 años

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

\* La evolución del IBEX 35 supone que el 31 de diciembre de 1991 tiene el mismo valor que Iberdrola. Iberdrola no realizó ningún *split* en 1992-2005.

## Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluye dividendos) de Iberdrola (IBE) y del IBEX 35

31 de diciembre de 1991 = 100



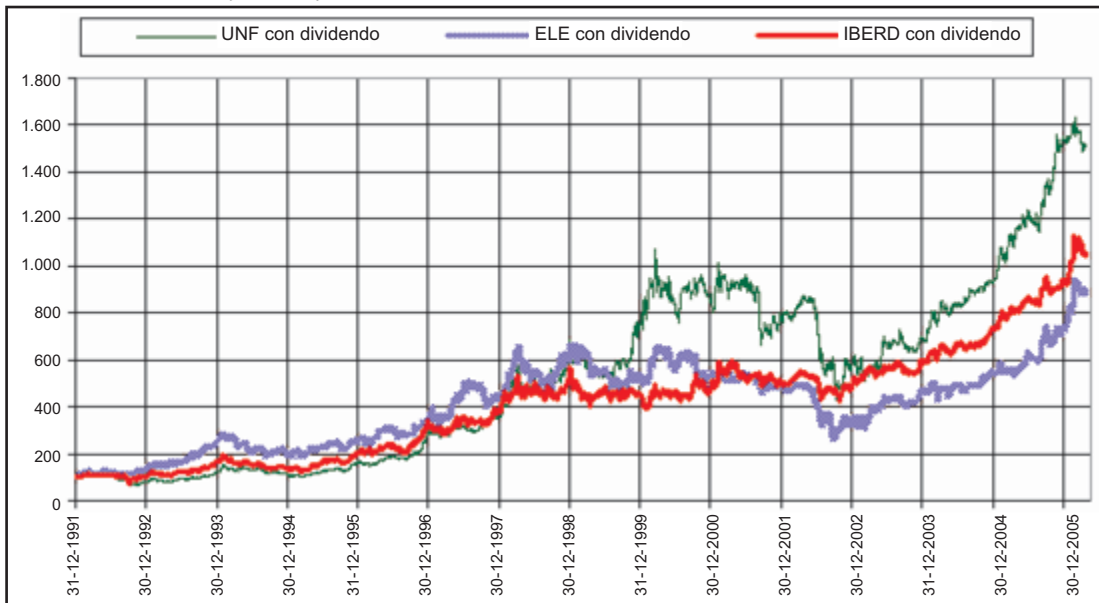
Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de las tres grandes eléctricas españolas: Iberdrola (IBERD), Endesa (ELE) y Unión Fenosa (UNF)

31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## 2. Aumento del valor para los accionistas

El aumento del valor para los accionistas en un año es la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían al final del año anterior. El *aumento de la capitalización de las acciones* no es el *aumento del valor para los accionistas*.

Se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas, cuando:

- Los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero.
- Se produce una conversión de obligaciones convertibles.
- La empresa emite acciones nuevas para pagar la compra de otras empresas.

Se produce una disminución de la capitalización, pero no una disminución del valor para los accionistas<sup>4</sup>, cuando:

- La empresa paga dinero a todos los accionistas: dividendos, reducciones de nominal.
- La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

El aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

$$\begin{aligned}
 &\text{Aumento del valor para los accionistas} = \\
 &\text{Aumento de la capitalización de las acciones} \\
 &\quad + \text{Dividendos pagados en el año} \\
 &+ \text{Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...)} \\
 &\quad - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} \\
 &\quad - \text{Conversión de obligaciones convertibles}
 \end{aligned}$$

La Tabla 2 muestra el cálculo del aumento del valor para los accionistas en el período 1991-2005. El aumento del valor para los accionistas ha sido superior al aumento de la capitalización todos los años, excepto en 1994 (año en el que el Iberdrola emitió 46,5 millones de acciones para canjearlas por convertibles y 3,1 millones de acciones para canjearlas por acciones de Hidruña). Iberdrola repartió como dividendos 0,67 euros/acción en 2004 y 0,77 euros/acción en 2005. En diciembre de 2005 Iberdrola tenía 0,11 millones de acciones en autocartera<sup>5</sup>.

La Tabla 3 muestra las operaciones que afectaron al número de acciones en circulación.

<sup>4</sup> Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.

<sup>5</sup> El movimiento de la autocartera fue el siguiente:

| IBE autocartera (millones)     | 2004     |        |              | 2005     |        |              |
|--------------------------------|----------|--------|--------------|----------|--------|--------------|
|                                | Acciones | Euros  | Euros/acción | Acciones | Euros  | Euros/acción |
| Autocartera a principio de año | 1,83     | 26,99  | 14,72        | 0,22     | 4,05   | 18,64        |
| Compra de acciones             | 13,93    | 232,80 | 16,71        | 15,97    | 319,50 | 20,00        |
| Venta de acciones              | 15,55    | 255,74 | 16,45        | 16,08    | 321,10 | 19,96        |
| Autocartera a final de año     | 0,22     | 4,05   | 18,64        | 0,11     | 2,48   | 22,63        |



**Tabla 2**

Iberdrola. Aumento de la capitalización y aumento del valor para los accionistas en cada año (millones de euros)

|  | 1992      | 1993         | 1994        | 1995         | 1996         | 1997         | 1998         | 1999          | 2000     | 2001         | 2002        | 2003         | 2004         | 2005         | Suma          |
|--|-----------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Aumento de la capitalización                 | -168      | 2.023        | -879        | 1.677        | 3.977        | 696          | 3.522        | -1.981        | -370     | 1.145        | -1.145      | 2.092        | 2.732        | 3.958        | 17.279        |
| + Dividendos                                 | 215       | 321          | 331         | 338          | 362          | 383          | 401          | 423           | 444      | 482          | 521         | 550          | 606          | 692          | 6.069         |
| - Compras de empresas                        |           |              | -19         |              |              |              |              |               |          |              |             |              |              |              | -19           |
| + Recompra de acciones                       |           |              |             |              | 91           | 206          |              |               |          |              |             |              |              |              | 297           |
| - desembolsos de los accionistas             |           |              |             |              |              |              |              |               |          |              |             |              |              |              | 0             |
| - convertibles convertidas                   | -2        | -276         | -279        | -21          | -2           |              |              |               |          |              |             |              |              |              | -580          |
| Ajustes temporales y otros                   | 10        | 3            | -67         | -2           | 67           | -42          | -40          | -138          | -71      | -67          | -116        | -26          | -11          | -12          | -511          |
| <b>Aumento de valor para los accionistas</b> | <b>55</b> | <b>2.071</b> | <b>-913</b> | <b>1.993</b> | <b>4.495</b> | <b>1.243</b> | <b>3.883</b> | <b>-1.696</b> | <b>4</b> | <b>1.561</b> | <b>-740</b> | <b>2.615</b> | <b>3.326</b> | <b>4.639</b> | <b>22.535</b> |
| Aumento de valor, euros de 2005              | 5.253     | 15.890       | -6.124      | 6.255        | 8.439        | 5.369        | 12.368       | -3.955        | -1.770   | -105         | -7.932      | 5.848        | 3.076        | 6.035        | 48.648        |

**Tabla 3**

Iberdrola. Ampliaciones y reducciones de capital

| Fecha      | Nº acciones nuevas | Nº acciones después | Observaciones            |
|------------|--------------------|---------------------|--------------------------|
| 7/8/1997   | -9.068.488         | <b>901.549.181</b>  | Reducción capital social |
| 3/4/1997   | -9.035.642         | 910.617.669         | Reducción capital social |
| 30/9/1996  | 196.150            | 919.653.311         | Conversión               |
| 25/5/1996  | -9.086.231         | 919.457.161         | Reducción capital social |
| 31/3/1996  | 74.772             | 928.543.392         | Conversión               |
| 30/9/1995  | 2.887.018          | 928.468.620         | Conversión               |
| 30/6/1995  | 616.882            | 925.581.602         | Conversión               |
| 31/3/1995  | 8.559              | 924.964.720         | Conversión               |
| 30/12/1994 | 28.740             | 924.956.161         | Conversión               |
| 30/9/1994  | 362.799            | 924.927.421         | Conversión               |
| 30/6/1994  | 8.191.608          | 924.564.622         | Conversión               |
| 12/9/1994  | 3.169.467          | 916.373.014         | Absorción Hidruña        |
| 31/3/1994  | 3.564.141          | 913.203.547         | Conversión               |
| 31/12/1993 | 4.851.983          | 909.639.406         | Conversión               |
| 30/9/1993  | 3.243.130          | 904.787.423         | Conversión               |
| 30/6/1993  | 13.942.448         | 901.544.293         | Conversión               |
| 31/3/1993  | 12.447.452         | <b>887.601.845</b>  | Conversión               |
| 14/4/1993  | 6.927              | 875.154.393         | Conversión               |
| 14/4/1993  | 18.668             | 875.135.725         | Conversión               |
| 13/1/1993  | 44.623.900         | 830.511.825         | Conversión               |
| 1/12/1992  | 18.626             | 830.493.199         | Conversión               |
| 1/12/1992  | 32.477             | 830.460.722         | Conversión               |
| 4/11/1992  | 2.449.228          | 828.011.494         | Conversión               |
| 5/11/1992  | 280.804            | 827.730.690         | Conversión               |
| 5/11/1992  | 468.652            | 827.262.038         | Conversión               |
| 15/10/1992 | 5.174.681          | 822.087.357         | Conversión               |
| 28/5/1992  | 745.459            | 821.341.898         | Conversión               |
| 16/3/1992  | 282.075            | 821.059.823         | Conversión               |
| 16/3/1992  | 22.392             | 821.037.431         | Conversión               |
| 4/12/1991  | 76.327             | 820.961.104         | Conversión               |

En el momento de la fusión, Hidrola tenía 418.605.724 de acciones, e Iberduero, 508.526.934. Los términos de la fusión fueron: 1 acción de Iberduero x 1 de Iberdrola; y 5 de acciones de Hidrola x 4 de Iberdrola + 250 ptas.

Pero el *aumento del valor* para los accionistas tampoco es la *creación de valor* para ellos. Para que se produzca creación de valor en un período es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

### 3. Rentabilidad para los accionistas

La *rentabilidad para los accionistas* es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido entre la capitalización al inicio del año.

|  |
|--|
| $\text{Rentabilidad para los accionistas} = \frac{\text{Aumento del valor para los accionistas}}{\text{Capitalización}}$ |
|--|

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola en el año 2005 fue del 27,5%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (4.639 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (16.859 millones de euros). La rentabilidad anual media del período fue del 17,3%<sup>6</sup>.

Otro modo de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (devoluciones de nominal, pagos especiales...) dividido entre la cotización de la acción al inicio del año.

**Tabla 4**

Rentabilidad para los accionistas de Iberdrola

| (Millones de euros)                     | 1992        | 1993         | 1994          | 1995         | 1996         | 1997         | 1998         | 1999          | 2000        | 2001       | 2002         | 2003         | 2004         | 2005         | Media        |
|---|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Capitalización                          | 3.369       | 5.393        | 4.514         | 6.191        | 10.168       | 10.864       | 14.386       | 12.405        | 12.036      | 13.181     | 12.036       | 14.127       | 16.859       | 20.817       |              |
| Δ capitalización                        | -168        | 2.023        | -879          | 1.677        | 3.977        | 696          | 3.522        | -1.981        | -370        | 1.145      | -1.145       | 2.092        | 2.732        | 3.958        |              |
| Aumento valor accionistas               | 55          | 2.071        | -913          | 1.993        | 4.495        | 1.243        | 3.883        | -1.696        | 4           | 1.561      | -740         | 2.615        | 3.326        | 4.639        |              |
| <b>Rentabilidad accionistas</b>         | <b>1,6%</b> | <b>61,5%</b> | <b>-16,9%</b> | <b>44,1%</b> | <b>72,6%</b> | <b>12,2%</b> | <b>35,7%</b> | <b>-11,8%</b> | <b>0,0%</b> | <b>13%</b> | <b>-5,6%</b> | <b>21,7%</b> | <b>23,5%</b> | <b>27,5%</b> | <b>17,3%</b> |
| <i>Rentabilidad del precio</i>          | -4,9%       | 51,7%        | -20,8%        | 36,7%        | 65,8%        | 9,0%         | 32,4%        | -13,8%        | -3,0%       | 9,5%       | -8,7%        | 17,4%        | 19,3%        | 23,5%        | <b>12,8%</b> |
| <i>Rentabilidad por dividendos</i>      | 6,1%        | 9,5%         | 6,1%          | 7,5%         | 5,8%         | 3,8%         | 3,7%         | 2,9%          | 3,6%        | 4,0%       | 4,0%         | 4,6%         | 4,3%         | 4,1%         | <b>5,0%</b>  |
| <i>Otros ajustes en la rentabilidad</i> | 0,7%        | -2,8%        | -1,2%         | -1,9%        | -1,7%        | -0,7%        | -1,2%        | -0,6%         | -0,5%       | -0,8%      | -0,6%        | -0,8%        | -0,7%        | -0,8%        | <b>-1,0%</b> |

### 4. Rentabilidad exigida a las acciones

La *rentabilidad exigida a las acciones* (también llamada coste de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Un ejemplo. En diciembre de 2004, los bonos del Estado a 10 años proporcionaban una rentabilidad del 3,3%. Un accionista exigiría entonces a su inversión una rentabilidad superior al 3,3% que podía obtener sin riesgo. ¿Cuánto más? Esto depende del riesgo de la empresa. Lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

<sup>6</sup> La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los 14 años:

$$17,3\% = [(1+0,016) \times (1+0,615) \times \dots \times (1+0,235) \times (1+0,275)]^{(1/14)} - 1.$$

La rentabilidad exigida es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar prima de riesgo de la empresa y que depende del riesgo de la misma.

$$\boxed{\text{Rentabilidad exigida (Ke)}} = \boxed{\text{Rentabilidad de los bonos del estado a largo plazo}} + \boxed{\text{Prima de riesgo}}$$

Ke es la rentabilidad exigida por los accionistas (también se denomina coste de las acciones o de los recursos propios).

$$\boxed{\text{Ke (coste de las acciones) = rentabilidad exigida a las acciones}}$$

Poniendo esta idea en forma de ecuación, diremos que la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa, (Ke), es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa<sup>7</sup>:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo de la empresa}$$

La Tabla 5 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos del Estado a 10 años y de la rentabilidad exigida a las acciones de Iberdrola.

**Tabla 5**

Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y rentabilidad exigida a las acciones de Iberdrola (datos de diciembre)

|                                     | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Media |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Tipos de interés 10 años*           | 12,5% | 8,1%  | 11,9% | 9,7%  | 6,9%  | 5,6%  | 4,0% | 5,6% | 5,2% | 5,1% | 4,3% | 4,3% | 3,6% | 3,3% | 7,0%  |
| Rentabilidad exigida a las acciones | 15,8% | 17,4% | 11,7% | 16,5% | 13,8% | 10,9% | 9,1% | 7,0% | 9,6% | 8,8% | 8,3% | 7,5% | 7,3% | 6,6% | 10,7% |
| Prima de riesgo                     | 4,5%  | 5,0%  | 3,6%  | 4,7%  | 4,1%  | 4,0%  | 3,5% | 3,0% | 4,0% | 3,6% | 3,1% | 3,2% | 3,0% | 3,1% | 3,7%  |

## 5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para ellos supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el coste de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando proporciona a sus accionistas una rentabilidad superior a la que exigen dado el riesgo que soportan.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\boxed{\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - \text{Ke})}$$

<sup>7</sup> Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa invertimos en acciones de todas las empresas (en una cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

$$\text{Ke} = \text{rentabilidad de los bonos del Estado} + \text{prima de riesgo del mercado}$$

Como referencia, en el año 2005, los analistas de bolsa utilizaban en su mayoría una prima de riesgo del mercado comprendida entre el 3,5% y el 4,5%.

Como la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido entre la capitalización, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

|  |
|--|
| $\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$ |
|--|

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de la rentabilidad exigida por ellos.

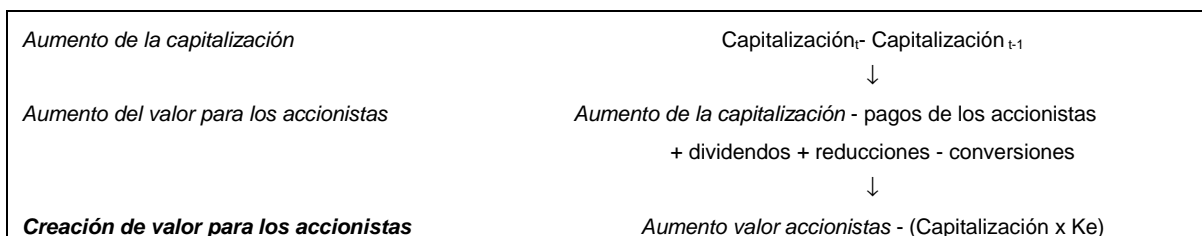
La Tabla 6 muestra que Iberdrola creó valor para sus accionistas todos los años, excepto en 1992, 1994, 1999-2000 y 2002.

**Tabla 6**

Iberdrola. Evolución del aumento de la capitalización, del aumento del valor para los accionistas y de la creación de valor para los accionistas (millones de euros)

| (Millones de euros)            | 1992        | 1993         | 1994          | 1995         | 1996         | 1997       | 1998         | 1999          | 2000          | 2001       | 2002          | 2003         | 2004         | 2005         | Suma         |
|--------------------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|--------------|---------------|---------------|------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Capitalización                 | 3.369       | 5.393        | 4.514         | 6.191        | 10.168       | 10.864     | 14.386       | 12.405        | 12.036        | 13.181     | 12.036        | 14.127       | 16.859       | 20.817       |              |
| Δ capitalización               | -168        | 2.023        | -879          | 1.677        | 3.977        | 696        | 3.522        | -1.981        | -370          | 1.145      | -1.145        | 2.092        | 2.732        | 3.958        | 17.279       |
| Aumento valor accionistas      | 55          | 2.071        | -913          | 1.993        | 4.495        | 1.243      | 3.883        | -1.696        | 4             | 1.561      | -740          | 2.615        | 3.326        | 4.639        | 22.535       |
| Rentabilidad accionistas       | 1,6%        | 61,5%        | -16,9%        | 44,1%        | 72,6%        | 12,2%      | 35,7%        | -11,8%        | 0,0%          | 13,0%      | -5,6%         | 21,7%        | 23,5%        | 27,5%        | 831,5%       |
| Rentabilidad exigida acciones  | 15,8%       | 17,4%        | 11,7%         | 16,5%        | 13,8%        | 10,9%      | 9,1%         | 7,0%          | 9,6%          | 8,8%       | 8,3%          | 7,5%         | 7,3%         | 6,6%         | 313,5%       |
| <b>Creación de valor</b>       | <b>-502</b> | <b>1.484</b> | <b>-1.545</b> | <b>1.246</b> | <b>3.643</b> | <b>139</b> | <b>2.891</b> | <b>-2.702</b> | <b>-1.181</b> | <b>506</b> | <b>-1.831</b> | <b>1.714</b> | <b>2.289</b> | <b>3.524</b> | <b>9.676</b> |
| Creación valor (euros de 2005) | -1.794      | 4.514        | -4.207        | 2.912        | 7.484        | 257        | 4.908        | -4.287        | -1.711        | 674        | -2.252        | 1.961        | 2.441        | 3.524        | 14.424       |

A continuación se muestra de forma simplificada la relación entre tres variables que a veces se confunden: aumento de la capitalización, aumento del valor para los accionistas y creación de valor para los accionistas.



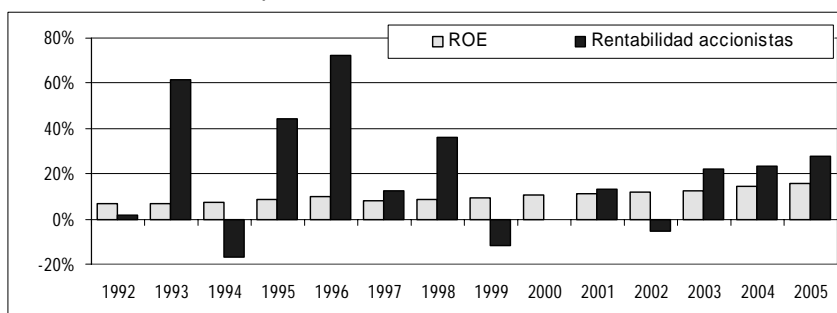
## 6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La traducción directa de ROE (*return on equity*) es rentabilidad de las acciones. Sin embargo, no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas. Ya hemos definido en el Apartado 3 la rentabilidad para los accionistas como el aumento de valor para los accionistas dividido entre la capitalización, y eso no es el ROE.

Una prueba de ello es la Figura 6, que muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación (por no decir ninguna) con la rentabilidad para los accionistas. Nótese que la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola fue negativa sólo tres años.

## Figura 6

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola



|                           | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | NIC |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| Fondos propios            | 5.303 | 5.539 | 5.704 | 5.891 | 7.386 | 7.522 | 8.058 | 8.076 | 8.009 | 8.241 | 8.295 | 8.468 | 8.953 | 9.268 |     |
| Benef. neto               | 353   | 364   | 418   | 511   | 581   | 610   | 665   | 730   | 852   | 906   | 963   | 1.060 | 1.211 | 1.382 |     |
| Benef. antes de impuestos | 493   | 481   | 524   | 621   | 802   | 807   | 932   | 1.034 | 1.115 | 1.198 | 1.273 | 1.275 | 1.758 | 1.958 |     |
| ROE                       | 7%    | 7%    | 8%    | 9%    | 10%   | 8%    | 9%    | 9%    | 11%   | 11%   | 12%   | 13%   | 14%   | 15%   |     |
| Rentabilidad accionistas  | 2%    | 61%   | -17%  | 44%   | 73%   | 12%   | 36%   | -12%  | 0%    | 13%   | -6%   | 22%   | 24%   | 28%   |     |

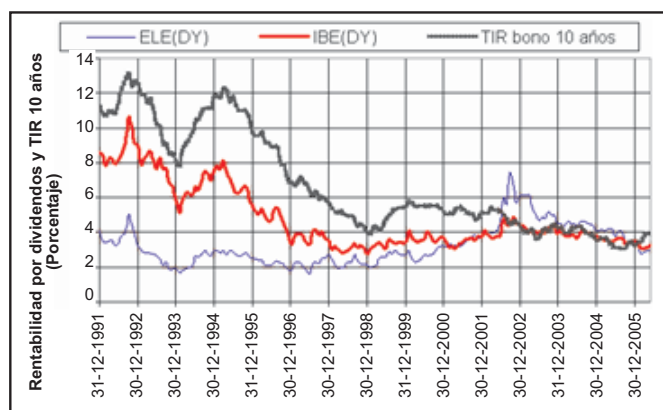
Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según éstas, los fondos propios de 2004 fueron 8.520; el beneficio neto, 1.196, y el beneficio antes de impuestos, 1.728.

Fuente: Datastream.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Iberdrola comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años. Puede comprobarse que la rentabilidad por dividendos de Endesa fue superior a la TIR de los bonos del Estado a 10 años desde mediados de 2002 hasta final de 2005. El que la rentabilidad por dividendos sea superior a la rentabilidad de los bonos del Estado es, en empresas con perspectivas de dividendos estables, síntoma habitual de infravaloración. Esta infravaloración propició la OPA de Gas Natural del 5 de septiembre de 2005 (7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa, aproximadamente 21 euros/acción) y la posterior de E.ON del 21 de febrero de 2006 a 27,5 euros/acción<sup>8</sup>.

## Figura 7

Rentabilidad por dividendos de Iberdrola y Endesa, y TIR del bono del Estado a 10 años



<sup>8</sup> El 6 de enero de 2006, cuando la cotización de Endesa era de 21,95 euros, mi colega José Manuel Campa y yo publicamos en *Expansión* un artículo titulado "Endesa y sus accionistas", en el que sosteníamos que una valoración conservadora de la acción de Endesa era de 28 euros. En el artículo titulado "Una valoración de Endesa", publicado por *Gaceta de los Negocios* el 18 de enero de 2006, detallamos cómo llegamos a la cifra de 28 euros.

## 7. Comparación de Iberdrola con otras empresas de energía internacionales

La Tabla 7 muestra la rentabilidad de las mayores empresas de energía cotizadas en bolsa. Puede observarse que Iberdrola fue la decimosegunda más rentable (en dólares) en el período 1998-2005.

La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas.

**Tabla 7**

Rentabilidad para los accionistas de empresas del sector de la energía  
(rentabilidad calculada en dólares)

|                                  | Rentabilidad para el accionista |             |             |            |             |            |            |            | Rentabilidad media |            |
|----------------------------------|---------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|--------------------|------------|
|                                  | 1998                            | 1999        | 2000        | 2001       | 2002        | 2003       | 2004       | 2005       | 1998-2005          | 2003-2005  |
| Petroleo Brasileiro SA           | -46%                            | 239%        | 1%          | 20%        | -4%         | 78%        | 35%        | 58%        | 30%                | 56%        |
| Oil & Natural Gas Corp. Limited  | -28%                            | 5%          | -38%        | 20%        | 170%        | 144%       | 9%         | 49%        | 25%                | 58%        |
| YPF SA                           | -15%                            | 34%         | -18%        | -17%       | 90%         | 148%       | 21%        | 24%        | 24%                | 55%        |
| Unión Fenosa S.A.                | 72%                             | 20%         | 15%         | -5%        | -29%        | 23%        | 34%        | 66%        | 20%                | 40%        |
| Occidental Petroleum Corp.       | -40%                            | 35%         | 18%         | 13%        | 11%         | 53%        | 41%        | 39%        | 17%                | 44%        |
| TXU Corp.                        | 19%                             | -19%        | 34%         | 12%        | -59%        | 30%        | 178%       | 60%        | 17%                | 79%        |
| Southern Company                 | 18%                             | -15%        | 49%         | 33%        | 18%         | 12%        | 16%        | 8%         | 16%                | 12%        |
| Korea Electric Power Corp.       | 98%                             | 20%         | -32%        | -3%        | -12%        | 23%        | 31%        | 41%        | 15%                | 31%        |
| ENI                              | 10%                             | 0%          | 28%         | 7%         | 13%         | 4%         | 28%        | 35%        | 15%                | 22%        |
| National Grid PLC                | 72%                             | 1%          | 33%         | -27%       | 11%         | -8%        | 30%        | 20%        | 13%                | 13%        |
| Electrabel SA                    | 83%                             | -10%        | -23%        | 1%         | 3%          | 13%        | 37%        | 20%        | 12%                | 23%        |
| <b>Iberdrola S.A.</b>            | <b>36%</b>                      | <b>-12%</b> | <b>0%</b>   | <b>13%</b> | <b>-6%</b>  | <b>22%</b> | <b>24%</b> | <b>28%</b> | <b>12%</b>         | <b>24%</b> |
| Marathon Oil Corp.               | -8%                             | -16%        | 16%         | 12%        | -26%        | 61%        | 17%        | 66%        | 11%                | 46%        |
| Siemens AG                       | 2%                              | 133%        | 11%         | -18%       | -45%        | 62%        | -1%        | 18%        | 11%                | 24%        |
| <b>Repsol YPF S.A.</b>           | <b>19%</b>                      | <b>55%</b>  | <b>-25%</b> | <b>-2%</b> | <b>-22%</b> | <b>25%</b> | <b>26%</b> | <b>31%</b> | <b>10%</b>         | <b>28%</b> |
| BP PLC                           | 16%                             | 42%         | -11%        | 2%         | -17%        | 11%        | 16%        | 26%        | 9%                 | 17%        |
| CLP Holdings Limited             | -6%                             | -3%         | 16%         | -3%        | 13%         | 25%        | 27%        | 6%         | 9%                 | 19%        |
| Suez                             | 76%                             | -7%         | 25%         | -10%       | -50%        | 3%         | 31%        | 41%        | 8%                 | 24%        |
| E On AG                          | -17%                            | -3%         | 37%         | -8%        | -32%        | 41%        | 34%        | 35%        | 7%                 | 37%        |
| <b>Endesa S.A.</b>               | <b>42%</b>                      | <b>-11%</b> | <b>-6%</b>  | <b>0%</b>  | <b>-34%</b> | <b>43%</b> | <b>18%</b> | <b>33%</b> | <b>7%</b>          | <b>31%</b> |
| RWE AG                           | -3%                             | -14%        | 24%         | -8%        | -41%        | 35%        | 33%        | 59%        | 6%                 | 41%        |
| Tokyo Electric Power Company Inc | 20%                             | 0%          | 6%          | 0%         | -17%        | 7%         | 10%        | 16%        | 5%                 | 11%        |
| Energias de Portugal             | 11%                             | -4%         | 5%          | -27%       | -31%        | 38%        | 16%        | 22%        | 1%                 | 25%        |
| Petrochina Company Limited       |                                 |             |             | 16%        | 19%         | 210%       | -2%        | 61%        |                    | 70%        |
| Fortum Corp.                     |                                 | -11%        | 1%          | 15%        | 37%         | 38%        | 75%        | 62%        |                    | 57%        |
| Statoil ASA                      |                                 |             |             |            | -1%         | 34%        | 31%        | 71%        |                    | 45%        |
| Enel                             |                                 |             | 2%          | -19%       | -17%        | 16%        | 48%        | -1%        |                    | 19%        |
| Sinopec Corporation              |                                 |             |             |            | -10%        | 68%        | -10%       | 11%        |                    | 19%        |

Fuente: Thomson Financial.

**Tabla 8**

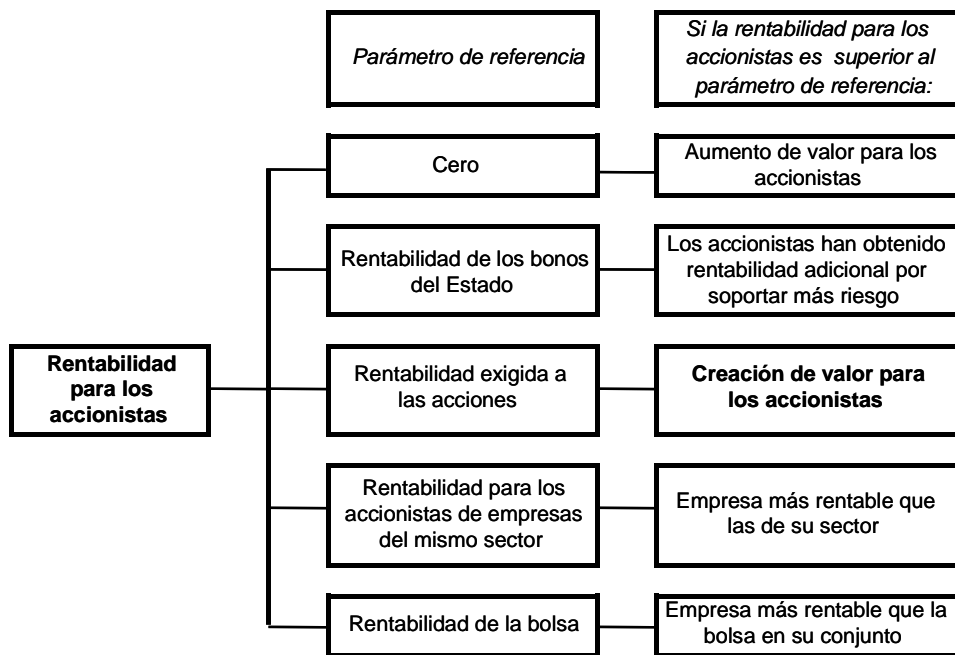
Capitalización entre diciembre de 1998 y diciembre de 2005 de empresas del sector de la energía (millones de dólares)

| Empresas energéticas             | Capitalización (millones de dólares) |               |               |               |               |               |               |               |
|----------------------------------|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                  | 1998                                 | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          |
| BP PLC                           | 87.893                               | 195.480       | 181.777       | 174.338       | 153.837       | 179.400       | 209.945       | 219.511       |
| ENI                              | 52.400                               | 43.800        | 51.087        | 50.164        | 63.618        | 75.533        | 100.256       | 110.698       |
| Siemens AG                       | 37.799                               | 75.307        | 77.767        | 59.468        | 37.839        | 71.691        | 75.527        | 76.068        |
| E On AG                          | 29.894                               | 24.320        | 46.437        | 39.692        | 27.884        | 45.327        | 63.187        | 71.391        |
| EDF                              |                                      |               |               |               |               |               |               | 68.738        |
| Statoil ASA                      |                                      |               |               | 15.013        | 18.489        | 24.602        | 34.344        | 50.122        |
| Enel                             |                                      | 50.570        | 47.133        | 34.173        | 31.556        | 41.221        | 59.979        | 48.188        |
| Sinopec Corporation              |                                      |               |               | 29.146        | 25.428        | 41.818        | 36.834        | 40.375        |
| Suez                             | 30.244                               | 31.517        | 36.409        | 30.881        | 17.984        | 20.179        | 27.209        | 39.382        |
| RWE AG                           | 25.915                               | 18.446        | 23.452        | 19.982        | 13.456        | 20.862        | 28.883        | 38.513        |
| Oil & Natural Gas Corp. Limited  | 6.755                                | 6.778         | 3.673         | 3.974         | 10.402        | 24.987        | 26.883        | 37.223        |
| <b>Repsol YPF S.A.</b>           | <b>16.028</b>                        | <b>26.308</b> | <b>19.508</b> | <b>17.806</b> | <b>16.142</b> | <b>23.807</b> | <b>31.794</b> | <b>35.527</b> |
| BG Group PLC                     | 24.971                               | 22.754        | 13.813        | 14.383        | 15.228        | 18.120        | 24.032        | 34.931        |
| Tokyo Electric Power Company Inc | 33.463                               | 36.216        | 33.585        | 28.800        | 25.708        | 29.665        | 33.204        | 32.839        |
| Occidental Petroleum Corp.       | 5.837                                | 7.949         | 8.957         | 9.911         | 10.708        | 16.268        | 23.036        | 32.112        |
| Petroleo Brasileiro SA           | 5.125                                | 11.591        | 10.610        | 10.005        | 5.924         | 12.244        | 16.912        | 29.467        |
| <b>Endesa S.A.</b>               | <b>25.337</b>                        | <b>20.920</b> | <b>18.041</b> | <b>16.564</b> | <b>12.387</b> | <b>20.366</b> | <b>24.881</b> | <b>27.750</b> |
| National Grid PLC                | 11.770                               | 11.273        | 13.495        | 9.262         | 22.719        | 22.052        | 29.408        | 26.476        |
| Southern Company                 | 20.264                               | 15.818        | 21.567        | 17.622        | 20.000        | 22.149        | 24.744        | 25.701        |
| Electrabel SA                    | 23.944                               | 17.748        | 12.342        | 11.375        | 13.262        | 17.193        | 24.385        | 24.634        |
| <b>Iberdrola S.A.</b>            | <b>16.893</b>                        | <b>12.436</b> | <b>11.300</b> | <b>11.736</b> | <b>12.629</b> | <b>17.819</b> | <b>22.915</b> | <b>24.555</b> |
| TXU Corp.                        | 13.181                               | 9.830         | 11.439        | 12.500        | 5.364         | 7.683         | 18.800        | 24.098        |
| Korea Electric Power Corp.       | 15.569                               | 19.884        | 11.942        | 10.575        | 9.849         | 11.497        | 16.619        | 23.960        |
| Marathon Oil Corp.               | 9.266                                | 7.620         | 8.652         | 9.282         | 6.596         | 10.266        | 13.034        | 22.344        |
| YPF SA                           | 9.875                                | 12.957        | 10.395        | 9.282         | 5.201         | 14.619        | 17.201        | 20.925        |
| Ntpc Limited                     |                                      |               |               |               |               |               | 16.569        | 20.536        |
| Petrochina Company Limited       |                                      |               | 2.930         | 3.112         | 3.495         | 10.078        | 9.388         | 17.280        |
| Fortum Corp.                     | 4.793                                | 3.540         | 3.453         | 3.576         | 5.546         | 8.725         | 16.052        | 16.354        |
| CLP Holdings Limited             | 12.200                               | 9.585         | 10.380        | 9.238         | 9.697         | 11.477        | 13.850        | 13.977        |
| <b>Unión Fenosa S.A.</b>         | <b>5.279</b>                         | <b>5.296</b>  | <b>5.592</b>  | <b>4.932</b>  | <b>4.012</b>  | <b>5.722</b>  | <b>8.013</b>  | <b>11.296</b> |
| Energias de Portugal             | 13.211                               | 10.424        | 9.914         | 6.518         | 5.005         | 7.909         | 11.083        | 11.214        |

Fuente: Thomson Financial.

## 8. ¿Con qué se debe comparar la rentabilidad para los accionistas?

La empresa crea valor para los accionistas si la rentabilidad que obtienen es superior a la rentabilidad exigida (y destruye valor en caso contrario).



Sin embargo, muchas veces se compara la rentabilidad para los accionistas con otros parámetros de referencia<sup>9</sup>. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- a) Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- b) La rentabilidad de los bonos del Estado. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la de invertir en bonos del Estado, los accionistas han obtenido rentabilidad adicional por soportar más riesgo.
- c) Rentabilidad exigida a las acciones. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida, la empresa ha creado valor: los accionistas han obtenido una rentabilidad superior a la necesaria para compensar el riesgo adicional de invertir en la empresa en lugar de invertir en bonos del Estado.
- d) Rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad para los accionistas de empresas del mismo sector, la empresa ha creado más valor que las de su sector (para igual inversión y riesgo).
- e) Rentabilidad del índice de la bolsa. Si la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad del índice de la bolsa, la empresa ha sido más rentable que la bolsa en su conjunto.

<sup>9</sup> La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.



## 9. Iberdrola y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Iberdrola fue del 17,3%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%). La rentabilidad de Iberdrola fue en nueve años superior a la del IBEX 35, y cinco años (1994, 1997-1999 y 2003) inferior.

La rentabilidad de Iberdrola en estos catorce años fue del 831,5% (cada euro invertido en acciones de Iberdrola en diciembre de 1991 se convirtió en 9,31 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 526,3%<sup>10</sup>. La inflación acumulada fue del 58,8% (lo que, en media, costaba 1 euro en diciembre de 1991, costó 1,588 euros en diciembre de 2005). La rentabilidad media de todas las empresas del IBEX, exceptuando Iberdrola, fue del 13,8%<sup>11</sup>.

**Tabla 9**

Comparación de la rentabilidad para los accionistas de Iberdrola con la del IBEX 35

|                                 | 1992        | 1993        | 1994         | 1995         | 1996         | 1997          | 1998         | 1999          | 2000         | 2001         | 2002         | 2003          | 2004        | 2005        | Media       |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Iberdrola</b>                | 1,6%        | 61,5%       | -16,9%       | 44,1%        | 72,6%        | 12,2%         | 35,7%        | -11,8%        | 0,0%         | 13,0%        | -5,6%        | 21,7%         | 23,5%       | 27,5%       | 17,3%       |
| Indice IBEX 35                  | 2.345       | 3.615       | 3.088        | 3.631        | 5.145        | 7.255         | 9.837        | 11.641        | 9.110        | 8.398        | 6.037        | 7.737         | 9.081       | 10.734      |             |
| Rentabilidad IBEX 35 (sin div.) | -9,9%       | 54,2%       | -14,6%       | 17,6%        | 41,7%        | 41,0%         | 35,6%        | 18,3%         | -21,7%       | -7,8%        | -28,1%       | 28,2%         | 17,4%       | 18,2%       | 10,6%       |
| Rentabilidad IBEX 35 (con div.) | -5,0%       | 61,0%       | -11,7%       | 22,4%        | 47,1%        | 44,5%         | 38,6%        | 20,1%         | -20,5%       | -6,1%        | -26,5%       | 32,2%         | 21,1%       | 22,0%       | 14,0%       |
| IGBM                            | 214,3       | 322,8       | 285,0        | 320,1        | 444,8        | 632,6         | 867,8        | 1.008,6       | 880,7        | 824,4        | 634,0        | 808,0         | 959,1       | 1.156,2     |             |
| Rentabilidad IGBM (sin div.)    | -13,0%      | 50,7%       | -11,7%       | 12,3%        | 39,0%        | 42,2%         | 37,2%        | 16,2%         | -12,7%       | -6,4%        | -23,1%       | 27,4%         | 18,7%       | 20,6%       | 11,7%       |
| Rentabilidad ITBM (con div.)    | -7,5%       | 56,0%       | -9,2%        | 15,7%        | 42,9%        | 45,4%         | 39,5%        | 17,2%         | -11,1%       | -4,8%        | -17,2%       | 30,0%         | 21,2%       | 23,3%       | 14,9%       |
| Inflación                       | 4,9%        | 4,3%        | 4,3%         | 4,3%         | 3,2%         | 2,0%          | 1,4%         | 2,9%          | 4,0%         | 2,7%         | 3,9%         | 2,8%          | 3,0%        | 3,4%        | 3,4%        |
| IBEX 35 sin Iberdrola           | -5,5%       | 61,0%       | -11,3%       | 20,9%        | 45,0%        | 47,5%         | 38,8%        | 22,2%         | -21,4%       | -6,8%        | -27,5%       | 32,8%         | 21,0%       | 21,7%       | 13,8%       |
| <b>Iberdrola - IBEX</b>         | <b>6,6%</b> | <b>0,5%</b> | <b>-5,3%</b> | <b>21,8%</b> | <b>25,5%</b> | <b>-32,2%</b> | <b>-2,9%</b> | <b>-31,9%</b> | <b>20,6%</b> | <b>19,0%</b> | <b>20,9%</b> | <b>-10,5%</b> | <b>2,5%</b> | <b>5,5%</b> | <b>1,1%</b> |
| (1+Iberdrola) / (1+IBEX) - 1    | 6,9%        | 0,3%        | -6,0%        | 17,8%        | 17,4%        | -22,3%        | -2,1%        | -26,5%        | 25,9%        | 20,2%        | 28,4%        | -7,9%         | 2,0%        | 4,5%        | 2,9%        |

La Tabla 10 muestra que la capitalización de Iberdrola durante estos años osciló entre el 3,9% y el 8,5% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

<sup>10</sup>  $831,5\% = 1,173^{14} - 1$ .  $526,3\% = 1,14^{14} - 1$ .

<sup>11</sup> Esta rentabilidad ( $R_{IBEXnoIBE}$ ) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoIBE} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{IBE} \times R_{IBE}) / CAP_{IBEXnoIBE}$$

Siendo  $R_{IBEX}$  y  $CAP_{IBEX}$  la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año;  $R_{IBE}$  y  $CAP_{IBE}$  la rentabilidad de IBE y su capitalización a principio del año; y  $CAP_{IBEXnoIBE}$  la capitalización del IBEX sin IBE al principio del año.

**Tabla 10**

Comparación de la capitalización de Iberdrola con la del IBEX 35

| Capitalización | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996    | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| IBEX 35        | 51.098 | 46.020 | 78.454 | 71.361 | 84.457 | 119.501 | 168.125 | 228.735 | 293.034 | 306.949 | 291.161 | 215.468 | 275.697 | 344.997 | 401.838 |
| Iberdrola      | 3.537  | 3.369  | 5.393  | 4.514  | 6.191  | 10.168  | 10.864  | 14.386  | 12.405  | 12.036  | 13.181  | 12.036  | 14.127  | 16.859  | 20.817  |
| Porcentaje     | 6,9%   | 7,3%   | 6,9%   | 6,3%   | 7,3%   | 8,5%    | 6,5%    | 6,3%    | 4,2%    | 3,9%    | 4,5%    | 5,6%    | 5,1%    | 4,9%    | 5,2%    |

En diciembre de 1991, Iberdrola fue la quinta empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol y BBV). En junio de 2006, Iberdrola fue la sexta empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA, Endesa y Repsol). En todos estos años, Telefónica fue la mayor empresa por capitalización del IBEX, exceptuando 1993 y 1995 (la mayor empresa fue Endesa) y 2005 (la mayor empresa fue BSCH).

**Tabla 11**

Comparación de la capitalización de Iberdrola con la de las mayores empresas españolas

|            | 1992         | 1993          | 1994         | 1995          | 1996          | 1997          | 1998          | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          |
|------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BS / BSCH  | 2.886        | 4.482         | 4.838        | 5.846         | 7.977         | 14.658        | 19.837        | 41.226        | 51.477        | 44.871        | 31.185        | 44.775        | 57.102        | <b>69.735</b> |
| Telefónica | <b>6.351</b> | 10.390        | <b>8.780</b> | 9.486         | <b>17.024</b> | <b>24.562</b> | <b>39.645</b> | <b>80.918</b> | <b>76.396</b> | <b>70.219</b> | <b>41.461</b> | <b>57.687</b> | <b>68.689</b> | 62.548        |
| BBV / BBVA | 3.249        | 4.394         | 4.533        | 5.902         | 9.468         | 20.040        | 27.316        | 29.878        | 50.654        | 44.422        | 29.146        | 34.995        | 44.251        | 51.134        |
| Repsol YPF | 4.985        | 8.024         | 6.437        | 7.167         | 8.979         | 11.720        | 13.649        | 26.243        | 20.779        | 19.998        | 15.383        | 18.875        | 23.392        | 30.119        |
| Endesa     | 5.790        | <b>10.626</b> | 8.376        | <b>10.735</b> | 14.439        | 16.908        | 21.577        | 20.868        | 19.216        | 18.602        | 11.805        | 16.146        | 18.306        | 23.525        |
| Iberdrola  | 3.368        | 5.391         | 4.514        | 6.191         | 10.168        | 10.864        | 14.386        | 12.405        | 12.036        | 13.181        | 12.036        | 14.127        | 16.859        | 20.817        |
| Popular    | 1.872        | 2.781         | 2.718        | 3.886         | 4.429         | 7.090         | 7.124         | 7.030         | 8.056         | 8.009         | 8.462         | 10.755        | 11.028        | 12.519        |

## 10. Riesgo para el accionista de Iberdrola

La Figura 8 muestra la evolución de la cotización de Iberdrola respecto a su máximo histórico. El descenso de Endesa en octubre de 2002 fue similar al de Unión Fenosa y superior al de Iberdrola.

La Figura 9 muestra la volatilidad de Iberdrola y de las principales eléctricas españolas. Puede observarse que Endesa y Unión Fenosa tuvieron una punta de volatilidad elevada en 2002. En 2004 y 2005, la volatilidad ha descendido notablemente para el IBEX y para todos los valores.

La Figura 10 muestra la rentabilidad diferencial del último año de Iberdrola respecto al IBEX, a Endesa y a Unión Fenosa.

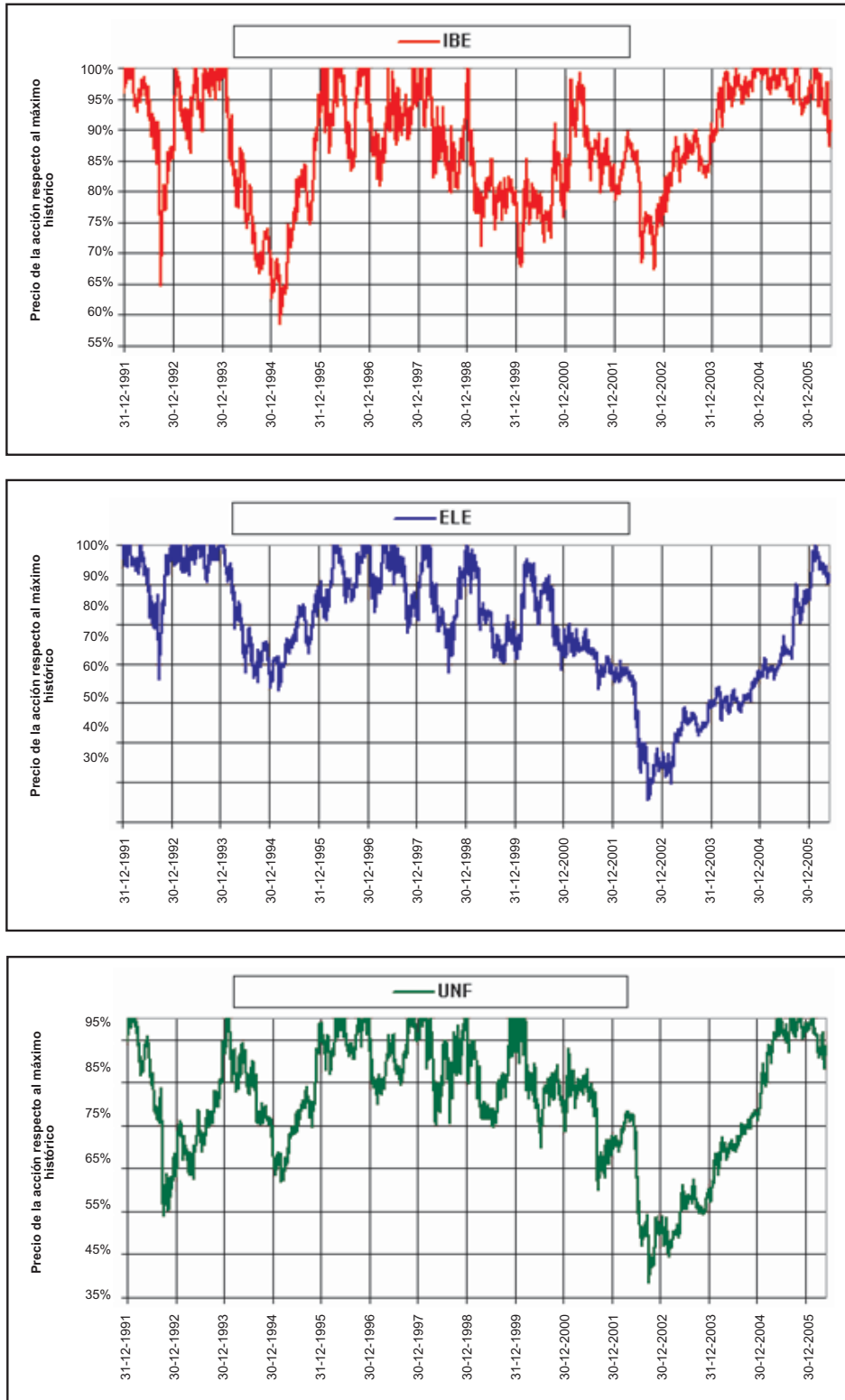
La Figura 11 muestra la correlación de la rentabilidad de Iberdrola con la del IBEX y la de las principales acciones españolas.

La Figura 12 muestra las betas (calculadas con datos diarios y con datos mensuales de los últimos cinco años) de Iberdrola respecto al IBEX y al Euro Stoxx 50. Se puede corroborar que las betas calculadas sirven de poco, como ya afirmábamos en Fernández (2004a) y Fernández (2004b).

La Figura 13 muestra el valor en la fecha indicada de una posición inicial (31 de diciembre de 1991) consistente en 1 euro invertido (largo) en Iberdrola y 1 euro corto en el IBEX y otras empresas: IBEX, Endesa, Unión Fenosa, Repsol, Telefónica y SCH.

### Figura 8

Evolución de la cotización como porcentaje del máximo histórico de Iberdrola, Endesa y Unión Fenosa



**Figura 9**

Evolución de la volatilidad de Ibex, Iberdrola, Endesa, Unión Fenosa, Repsol y BBVA  
(Volatilidad anualizada calculada con datos diarios de 6 meses)

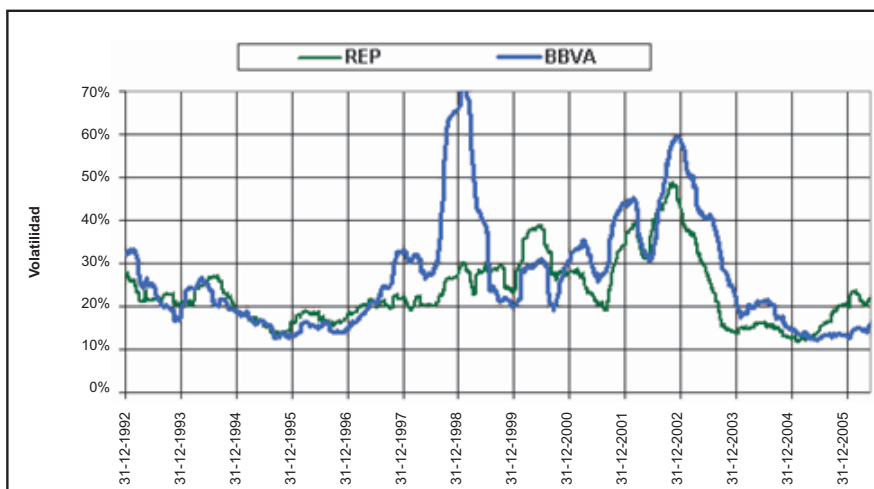
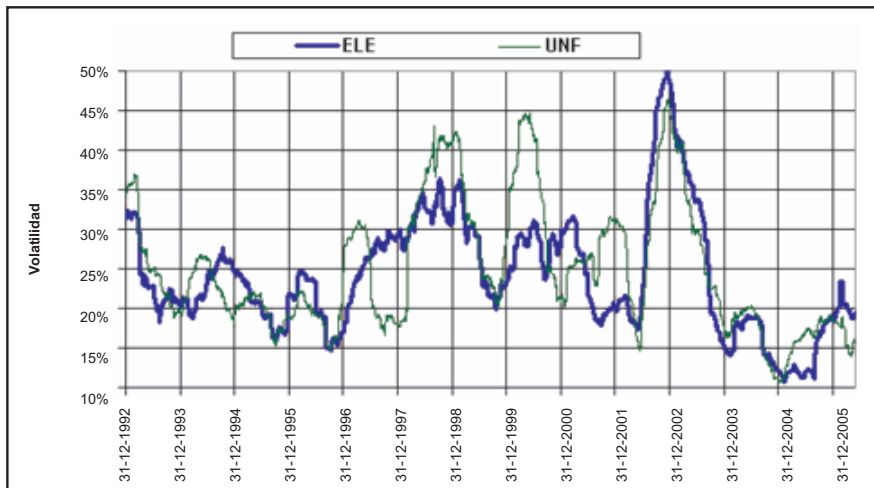
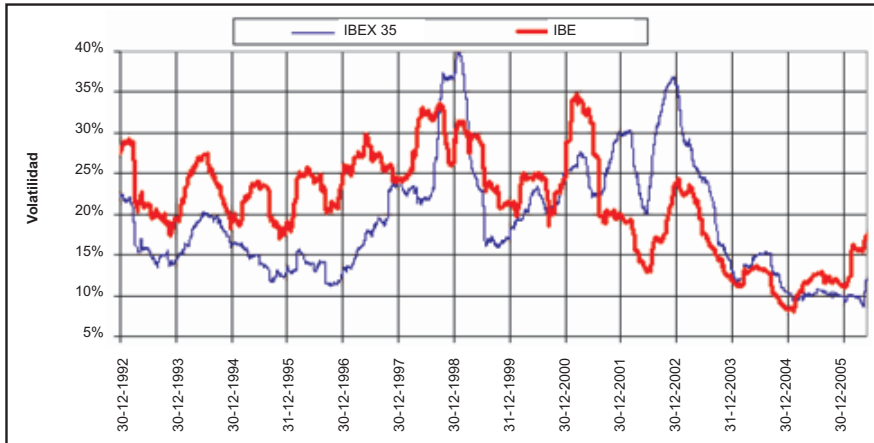
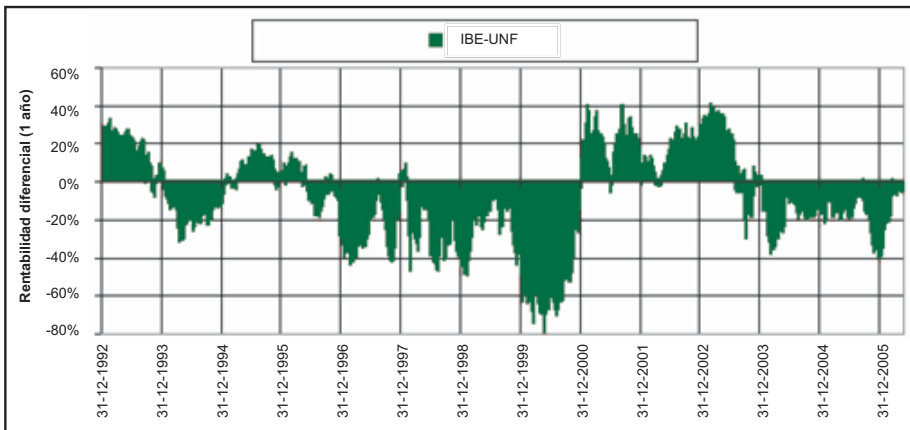
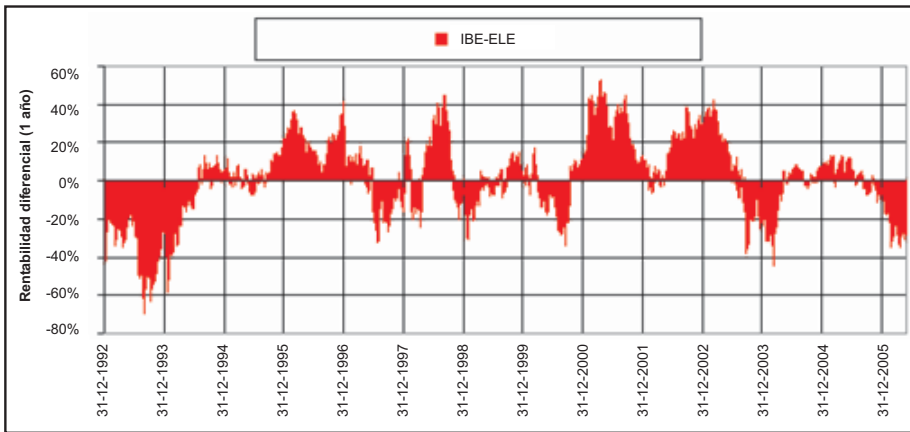
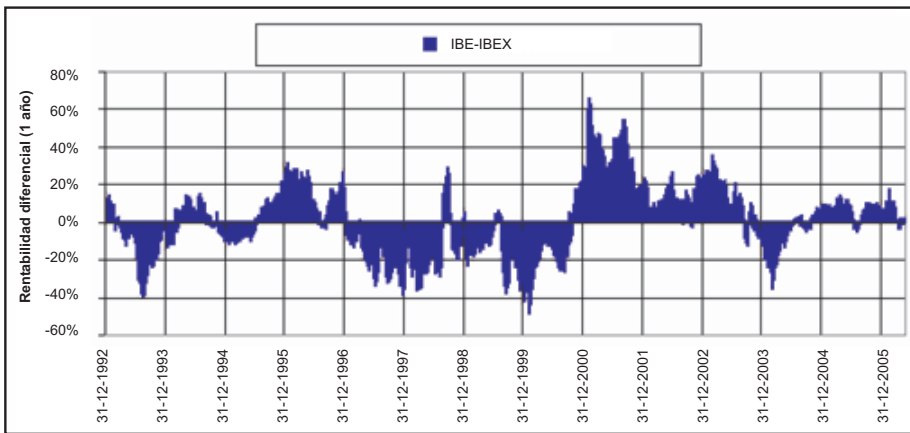


Figura 10

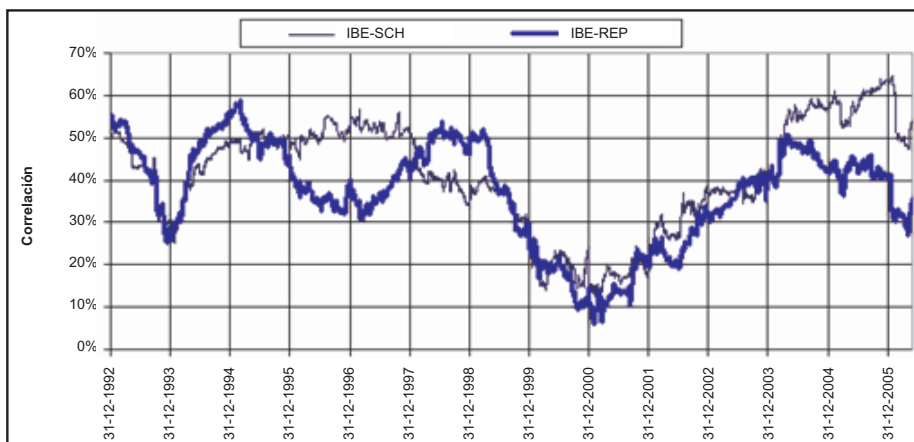
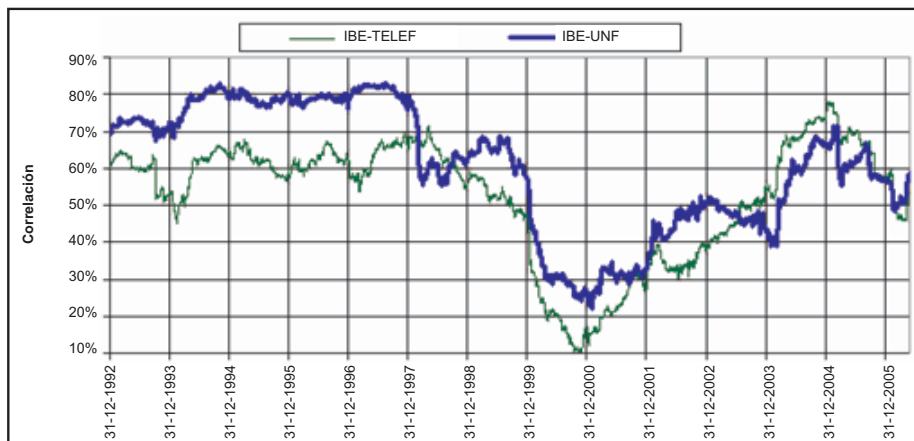
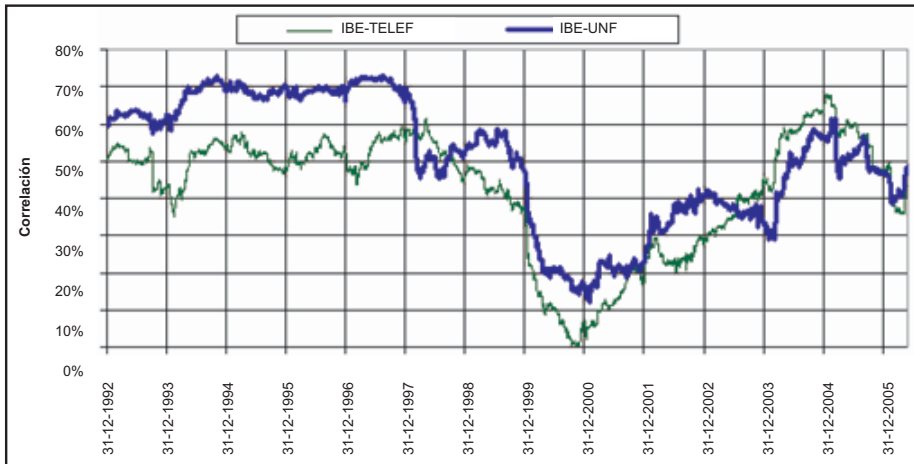
Rentabilidad diferencial del último año de Iberdrola respecto al IBEX, a IBE y a UNF



## Figura 11

Evolución de la correlación de Iberdrola (IBE) respecto al Ibex, Endesa (ELE), Telefónica, Unión Fenosa (UNF), BSCH y Repsol

(Correlación calculada con datos diarios de un año)



## Figura 12

Evolución de las betas calculadas de Iberdrola

Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores

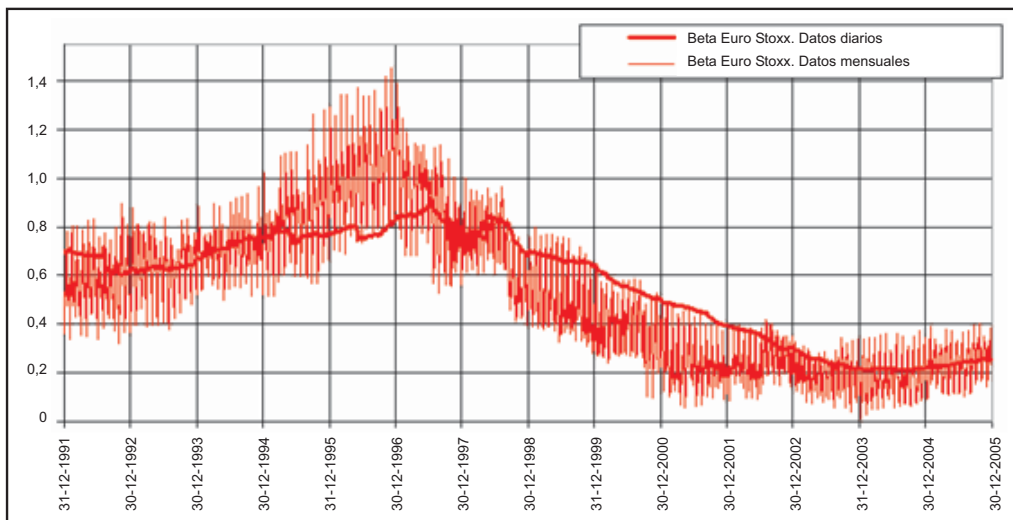
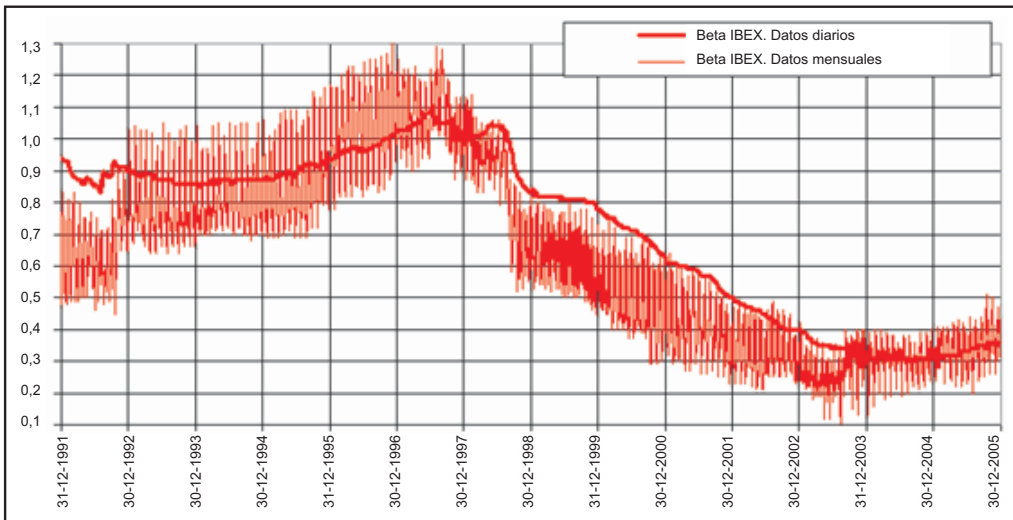
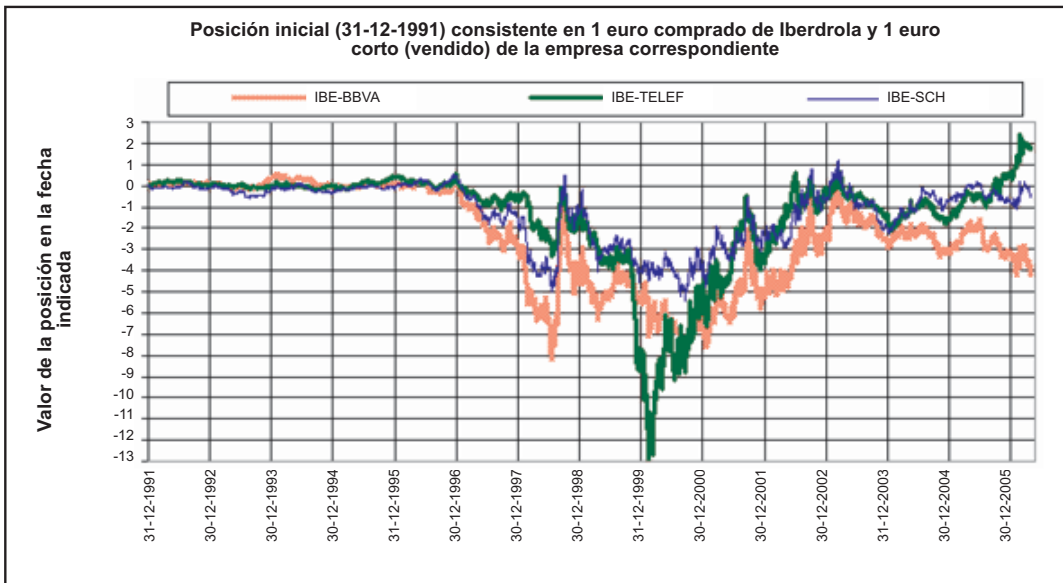
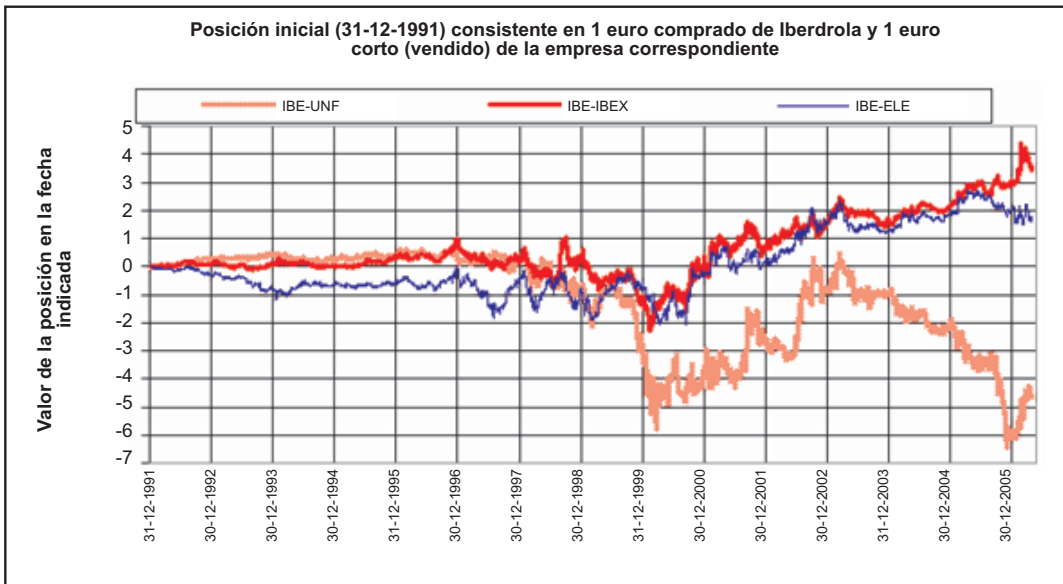


Figura 13

Valor de una posición larga en Iberdrola y corta en IBEX, UNF, ELE, BBVA, TELEF y SCH





## Anexo 1

### Balance de Iberdrola. Partidas principales (millones de euros)

|  | 1993          | 1994          | 1995          | 1996          | 1997          | 1998          | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2004-1993    |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>ACTIVO</b>                                      |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |              |
| II. Inmovilizaciones inmateriales                  | 45            | 55            | 51            | 54            | 53            | 69            | 153           | 203           | 817           | 545           | 611           | 575           | 12,7         |
| III. Inmovilizaciones materiales                   | 15.055        | 14.584        | 14.435        | 12.527        | 12.193        | 11.907        | 11.735        | 12.016        | 13.586        | 15.217        | 16.982        | 18.362        | 1,2          |
| IV. Inmovilizaciones financieras                   | 828           | 740           | 854           | 954           | 1.394         | 2.616         | 2.719         | 3.897         | 3.208         | 2.712         | 1.647         | 2.669         | 3,2          |
| V. Acciones de la sociedad dominante a largo plazo | 0             | 12            | 0             | 0             | 5             | 34            | 142           | 257           | 145           | 11            | 17            | 2             |              |
| VI. Deudores por operaciones tráfico a largo plazo | 935           | 845           | 696           | 608           | 586           | 488           | 498           | 620           | 581           | 633           | 635           | 88            | 0,1          |
| <b>B) INMOVILIZADO</b>                             | <b>16.862</b> | <b>16.236</b> | <b>16.036</b> | <b>14.142</b> | <b>14.230</b> | <b>15.113</b> | <b>15.253</b> | <b>17.002</b> | <b>18.375</b> | <b>19.185</b> | <b>19.920</b> | <b>21.720</b> | <b>1,3</b>   |
| <b>C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION</b>       | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>24</b>     | <b>70</b>     | <b>218</b>    | <b>540</b>    | <b>383</b>    | <b>635</b>    | <b>463</b>    | <b>289</b>    | <b>324</b>    | <b>322,7</b> |
| <b>D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS</b> | <b>1.716</b>  | <b>1.503</b>  | <b>1.285</b>  | <b>775</b>    | <b>967</b>    | <b>1.039</b>  | <b>859</b>    | <b>221</b>    | <b>172</b>    | <b>79</b>     | <b>174</b>    | <b>175</b>    | <b>0,1</b>   |
| II. Existencias                                    | 106           | 99            | 78            | 95            | 255           | 242           | 209           | 224           | 225           | 768           | 889           | 1.142         | 10,7         |
| III. Deudores                                      | 1.287         | 993           | 1.067         | 1.019         | 1.122         | 1.170         | 1.282         | 1.779         | 3.264         | 2.836         | 2.853         | 2.225         | 1,7          |
| IV. Inversiones financieras temporales             | 126           | 31            | 21            | 35            | 115           | 142           | 35            | 41            | 469           | 193           | 337           | 207           | 1,6          |
| VI. Tesorería                                      | 55            | 53            | 27            | 36            | 23            | 34            | 29            | 17            | 55            | 97            | 110           | 106           | 1,9          |
| VII. Ajustes por periodificación                   | 22            | 16            | 18            | 5             | 6             | 5             | 4             | 4             | 17            | 11            | 63            | 35            | 1,6          |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                                | <b>20.176</b> | <b>18.931</b> | <b>18.531</b> | <b>16.131</b> | <b>16.788</b> | <b>17.964</b> | <b>18.211</b> | <b>19.671</b> | <b>23.212</b> | <b>23.632</b> | <b>24.636</b> | <b>25.934</b> | <b>1,3</b>   |

|  | 1993          | 1994          | 1995          | 1996          | 1997          | 1998          | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2004-1993  |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| <b>PASIVO</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |            |
| A) FONDOS PROPIOS  | 5.539         | 5.704         | 5.891         | 7.386         | 7.522         | 8.058         | 8.076         | 8.009         | 8.241         | 8.295         | 8.468         | 8.953         | 1,6        |
| B) SOCIOS EXTERNOS                                       | 16            | 2             | 2             | 6             | 24            | 3             | 29            | 44            | 112           | 81            | 81            | 77            | 4,9        |
| C) DIFERENCIA NEGATIVA DE CONSOLIDACION                  | 751           | 715           | 670           | 452           | 284           | 0             | 0             | 17            | 15            | 30            | 22            | 22            | 0,0        |
| D) INGRESOS A DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS               | 40            | 35            | 44            | 55            | 88            | 135           | 150           | 231           | 327           | 338           | 412           | 484           | 12,0       |
| E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS                     | 858           | 950           | 997           | 925           | 1.227         | 710           | 728           | 674           | 669           | 698           | 1.014         | 1.035         | 1,2        |
| I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables   | 4.056         | 3.944         | 3.767         | 3.034         | 2.740         | 3.502         | 4.280         | 5.448         | 6.744         | 4.279         | 4.887         | 4.762         | 1,2        |
| II. Deudas con entidades de crédito                      | 5.379         | 4.273         | 3.615         | 1.336         | 1.736         | 1.879         | 1.857         | 2.028         | 2.604         | 3.431         | 3.978         | 3.130         | 0,6        |
| III. Acreedores por operaciones de tráfico a largo plazo | 882           | 847           | 812           | 776           | 744           | 719           | 768           | 727           | 407           | 411           | 415           | 19            | 0,0        |
| IV. Otras deudas a largo plazo                           | 59            | 83            | 75            | 86            | 84            | 84            | 92            | 124           | 155           | 318           | 267           | 779           | 13,1       |
| F) ACREEDORES A LARGO PLAZO                              | 10.376        | 9.147         | 8.270         | 5.232         | 5.305         | 6.184         | 6.997         | 8.327         | 9.910         | 8.439         | 9.547         | 8.691         | 0,8        |
| I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables   | 415           | 276           | 430           | 643           | 489           | 249           | 228           | 228           | 823           | 2.067         | 1.290         | 1.536         | 3,7        |
| II. Deudas con entidades de crédito                      | 1.175         | 1.156         | 1.190         | 231           | 410           | 549           | 499           | 533           | 633           | 1.200         | 572           | 1.372         | 1,2        |
| III. Acreedores comerciales                              | 450           | 357           | 444           | 489           | 577           | 702           | 509           | 689           | 1.246         | 1.245         | 1.784         | 1.573         | 3,5        |
| IV. Otras deudas a corto plazo                           | 542           | 578           | 583           | 685           | 841           | 1.219         | 965           | 884           | 1.166         | 1.160         | 1.364         | 2.102         | 3,9        |
| G) ACREEDORES A CORTO PLAZO                              | 2.584         | 2.368         | 2.646         | 2.048         | 2.320         | 2.823         | 2.204         | 2.340         | 3.878         | 5.710         | 5.054         | 6.623         | 2,6        |
| H) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS A CORTO PLAZO       | 12            | 10            | 11            | 26            | 19            | 50            | 28            | 29            | 59            | 41            | 38            | 48            | 4,1        |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                                      | <b>20.176</b> | <b>18.931</b> | <b>18.531</b> | <b>16.131</b> | <b>16.788</b> | <b>17.964</b> | <b>18.211</b> | <b>19.671</b> | <b>23.212</b> | <b>23.632</b> | <b>24.636</b> | <b>25.934</b> | <b>1,3</b> |

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2

Cuentas de resultados de Iberdrola. Partidas principales (millones de euros)

|   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2004-1993 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| <b>CUENTA DE RESULTADOS</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| + Importe neto de la cifra de negocio   | 4.779  | 4.534  | 4.863  | 4.943  | 4.869  | 5.856  | 6.250  | 7.048  | 8.113  | 9.594  | 9.489  | 10.271 | 2,1       |
| + Otros ingresos  | 254    | 87     | 60     | 76     | 393    | 149    | 125    | 150    | 214    | 269    | 329    | 363    | 1,4       |
| +/- Variación existencias productos terminados y en curso                           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 44     |           |
| <b>VALOR TOTAL DE LA PRODUCCION</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| - Compras netas   | 5.033  | 4.620  | 4.923  | 5.019  | 5.263  | 6.005  | 6.375  | 7.199  | 8.328  | 9.864  | 9.818  | 10.678 | 2,1       |
| +/- Variación existencias mercaderías, materias primas y otras materias consumibles | -1.842 | -1.692 | -1.901 | -1.798 | -2.046 | -2.991 | -3.321 | -4.031 | -4.780 | -6.743 | -6.496 | -6.146 | 3,3       |
| - Gastos externos y de explotación  | -400   | -391   | -421   | -420   | -456   | -512   | -451   | -514   | -590   | -682   | -777   | -900   | 2,3       |
| <b>VALOR AÑADIDO AJUSTADO</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| - Gastos de personal  | 2.784  | 2.529  | 2.580  | 2.818  | 2.726  | 2.490  | 2.571  | 2.669  | 3.148  | 3.172  | 3.399  | 3.631  | 1,3       |
| - Gastos de personal  | -677   | -635   | -629   | -665   | -663   | -668   | -649   | -658   | -743   | -762   | -772   | -763   | 1,1       |
| <b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| - Dotación amortizaciones inmovilizado  | 2.107  | 1.894  | 1.951  | 2.153  | 2.064  | 1.821  | 1.921  | 2.010  | 2.406  | 2.410  | 2.627  | 2.868  | 1,4       |
| - Dotación amortizaciones inmovilizado  | -709   | -696   | -713   | -713   | -892   | -602   | -735   | -776   | -800   | -793   | -789   | -838   | 1,2       |
| - Variación provisiones de circulante   | -20    | -12    | -19    | -13    | -13    | -9     | -9     | -9     | -27    | -53    | -15    | -11    | 0,6       |
| <b>RESULTADO NETO DE EXPLOTACION</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| + Ingresos financieros  | 1.378  | 1.186  | 1.219  | 1.427  | 1.158  | 1.211  | 1.177  | 1.225  | 1.579  | 1.564  | 1.823  | 2.019  | 1,5       |
| - Gastos financieros  | 372    | 363    | 369    | 189    | 72     | 54     | 190    | 59     | 177    | 121    | 150    | 164    | 0,4       |
| - Gastos financieros  | -1.099 | -880   | -840   | -623   | -425   | -404   | -357   | -462   | -602   | -778   | -651   | -570   | 0,5       |
| + Intereses y diferencias cambio capitalizados                                      | 79     | 43     | 35     | 33     | 30     | 10     | 7      | 9      | 19     | 85     | 68     | 47     | 0,6       |
| - Dotación amortización y provisiones financieras                                   | -373   | -288   | -145   | -126   | -97    | -21    | -18    | -39    | -153   | -17    | -18    | -30    | 0,1       |
| +/- Participación resultados sociedades puestas en equivalencia                     | 31     | 23     | 16     | 22     | 53     | 57     | -29    | 320    | 220    | 87     | 121    | 89     | 2,9       |
| - Amortización fondo comercio consolidación   | -1     | 0      | 0      | -2     | -1     | -5     | -22    | -18    | -34    | -43    | -21    | -19    | 19,0      |
| <b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| Resultados procedentes del inmovilizado inmaterial, material y cartera de control   | 386    | 446    | 653    | 920    | 791    | 902    | 948    | 1.093  | 1.206  | 1.019  | 1.474  | 1.699  | 4,4       |
| - Variación provisiones inmovilizado inmaterial, material y cartera de control      | 75     | 158    | 135    | -12    | 2      | -11    | 233    | 38     | 20     | 618    | 277    | 96     | 1,3       |
| +/- Resultados por operaciones con acciones y obligaciones propias                  | 4      | -2     | -3     | -1     | -1     | -9     | -1     | -8     | 3      | -2     | -3     | -3     | -0,8      |
| +/- Resultados de ejercicios  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 3      | 6         |
| +/- Resultados de ejercicios  | 1      | 4      | -1     | -6     | -1     | -7     | -4     | 0      | -1     | -28    | -12    | 1      | 2,2       |
| +/- Otros resultados extraordinarios  | 15     | -82    | -163   | -98    | 16     | 57     | -143   | -8     | -30    | -335   | -464   | -41    | -2,7      |
| <b>RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS  | 481    | 524    | 621    | 802    | 807    | 932    | 1.034  | 1.115  | 1.198  | 1.273  | 1.275  | 1.758  | 3,7       |
| +/- Impuestos sobre beneficios  | -117   | -106   | -110   | -220   | -194   | -267   | -303   | -259   | -286   | -304   | -207   | -535   | 4,6       |
| <b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO   | 364    | 418    | 511    | 581    | 612    | 665    | 731    | 856    | 912    | 969    | 1.068  | 1.223  | 3,4       |
| +/- Resultados atribuidos a socios externos   | 0      | 0      | 0      | -1     | -3     | 0      | 0      | -3     | -6     | -6     | -8     | -12    |           |
| <b>RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |           |
| RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE                           | 364    | 418    | 511    | 581    | 610    | 665    | 730    | 852    | 906    | 963    | 1.060  | 1.211  | 3,3       |

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 2 (continuación)

Balances consolidados y cuentas de resultados según las NIIF (millones de euros)

|  | 2004 NIIF     | 2005 NIIF     |
|--|---------------|---------------|
| I. ACTIVO  |               |               |
| Inmovilizado material  | 18.180        | 19.942        |
| Inversiones inmobiliarias  | 342           | 551           |
| Fondo de comercio  | 17            | 50            |
| Otros activos intangibles  | 548           | 799           |
| Activos financieros no corrientes                                  | 1.045         | 1.155         |
| Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación | 528           | 476           |
| Activos por impuestos diferidos                                    | 1.284         | 1.356         |
| Otros activos no corrientes  | 121           | 1.469         |
| <b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>                                       | <b>22.065</b> | <b>25.797</b> |
| Existencias  | 1.271         | 1.060         |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar                      | 1.981         | 2.324         |
| Otros activos financieros corrientes                               | 328           | 669           |
| Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes               | 389           | 420           |
| Otros activos corrientes   | 21            | 0             |
| Efectivo y otros medios líquidos equivalentes                      | 134           | 208           |
| <b>ACTIVOS CORRIENTES</b>  | <b>4.124</b>  | <b>4.682</b>  |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>  | <b>26.189</b> | <b>30.479</b> |
|  |               |               |
| X. PASIVO Y PATRIMONIO NETO  |               |               |
| PATRIMONIO ATRIBUIDO A ACCIONISTAS DE LA DOMINANTE                 | 8.426         | 9.268         |
| Intereses minoritarios   | 93            | 147           |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>   | <b>8.520</b>  | <b>9.415</b>  |
| I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables             | 4.728         | 6.280         |
| II. Deudas con entidades de crédito                                | 3.859         | 4.478         |
| IV. Pasivos por impuestos diferidos                                | 597           | 720           |
| V. Provisiones   | 1.272         | 1.562         |
| VI. Otros pasivos no corrientes                                    | 723           | 914           |
| <b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>                                       | <b>11.228</b> | <b>13.954</b> |
| I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables             | 1.498         | 889           |
| II. Deudas con entidades de crédito                                | 1.019         | 1.464         |
| III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar                | 2.990         | 2.920         |
| IV. Otros pasivos financieros                                      | 321           | 339           |
| VI. Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes           | 544           | 576           |
| VII. Otros pasivos corrientes                                      | 41            | 689           |
| <b>PASIVOS CORRIENTES</b>  | <b>6.441</b>  | <b>7.110</b>  |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>                              | <b>26.189</b> | <b>30.479</b> |

|   | 2004 NIIF    | 2005 NIIF    |
|---|--------------|--------------|
| + Importe neto de la cifra de negocio                                   | 8.725        | 11.738       |
| + Otros ingresos  | 343          | 496          |
| +/- Variación de existencias de productos terminados o en curso         | 0            | 0            |
| - Aprovisionamientos  | -4.252       | -6.792       |
| - Gastos de personal  | -960         | -980         |
| - Dotación a la amortización  | -881         | -968         |
| - Otros gastos  | -985         | -1.233       |
| <b>BENEFICIOS DE EXPLOTACION</b>  | <b>1.990</b> | <b>2.262</b> |
| + Ingresos financieros  | 221          | 224          |
| - Gastos financieros  | -604         | -708         |
| +/- Diferencias de cambio (neto)  | 2            | 23           |
| Variaciones de valor de activos financieros a valor razonable (neto)    | -14          | 6            |
| Variaciones de valor de activos no financieros a valor razonable (neto) | 0            | 0            |
| +/- Resultados por deterioro/reversión del deterioro de activos (neto)  | 7            | 0            |
| +/- Participación en el resultado método de la participación            | 43           | 34           |
| +/- Resultado de la enajenación de activos no corrientes                | 82           | 117          |
| +/- Otras ganancias o pérdidas (neto)                                   | 0            | 0            |
| <b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>          | <b>1.728</b> | <b>1.958</b> |
| +/- Gastos por impuesto sobre las ganancias                             | -521         | -553         |
| <b>BENEFICIO DEL EJERCICIO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>               | <b>1.208</b> | <b>1.405</b> |
| Resultado después de impuestos de las actividades interrumpidas (neto)  | 0            | 0            |
| <b>BENEFICIO DEL EJERCICIO</b>  | <b>1.208</b> | <b>1.405</b> |
| +/- Intereses minoritarios  | -12          | -23          |
| <b>BENEFICIO ATRIBUIBLE A ACCIONISTAS DE LA DOMINANTE</b>               | <b>1.196</b> | <b>1.382</b> |

## Anexo 3

### Iberdrola. Otras informaciones y magnitudes

| Consejo de administración de Iberdrola, S.A. | Cargo / Tipología de consejero              |
|--|---|
| D. José Ignacio Sánchez Galán (1)            | Presidente y consejero delegado / ejecutivo |
| D. Juan Luis Arregui Ciársolo (1) (3)        | Vicepresidente / externo independiente      |
| D. Víctor de Urrutia Vallejo (1) (3)         | Vicepresidente / externo independiente      |

|                                |                               |
|--------------------------------|-------------------------------|
| D. José Orbeagoz Arroyo        | Vocal / externo independiente |
| Dña. Inés Macho Stadler        | Vocal / externo independiente |
| D. Ricardo Álvarez Isasí (2)   | Vocal / externo independiente |
| D. Mariano de Ybarra y Zubiria | Vocal / externo independiente |
| D. Braulio Medel Cámara        | Vocal / externo independiente |
| D. Julio de Miguel Aynat (2)   | Vocal / externo independiente |

|   |                                  |
|---|----------------------------------|
| D. Julio de Miguel Aynat (2)                | Vocal / externo independiente    |
| D. Sebastián Battaner Arias (2)             | Vocal / externo independiente    |
| D. Xabier de Irala Estévez (1)              | Vocal / externo dominical (BBK)  |
| D. Iñigo Víctor de Oriol Ibarra             | Vocal / externo                  |
| D. José Carlos Pla Royo (1)                 | Vocal / externo dominical (BBVA) |
| D. Lucas María de Oriol López-Montenegro    | Vocal / externo independiente    |
| D. José Ignacio Berroeta Echevarría (1) (3) | Vocal / externo independiente    |

(1) Comisión ejecutiva delegada. (2) Comisión de auditoría y cumplimiento. (3) Comisión de nombramientos y retribuciones.  
El secretario del consejo, letrado asesor del mismo y secretario general de la sociedad es D. Federico San Sebastián Flechoso. D. Julián Martínez-Simancas Sánchez es vicesecretario del consejo de administración.  
D. Xabier de Irala Estévez es presidente de BBK. D. José Carlos Pla Royo es adjunto a la dirección de banca en América (BBVA)

#### Remuneración de los consejeros durante los ejercicios 2005 y 2004 (miles de euros)

|                      | Endesa |       | Iberdrola (3) |        |
|----------------------|--------|-------|---------------|--------|
|                      | 2005   | 2004  | 2005          | 2004   |
| Retribución fija (1) | 2.937  | 2.170 | 2.258         | 1.771  |
| Retribución variable | 1.733  | 1.349 | 733           | 155    |
| Dietas               | 1.112  | 930   | 839           | 888    |
| Otros                | 32     | 47    | 13.494        | 15.347 |
| TOTAL                | 5.814  | 4.496 | 17.324        | 18.161 |

#### Otros beneficios

|  |        |       |     |     |
|--|--------|-------|-----|-----|
| Anticipos  | 343    | 343   | 0   | 0   |
| Créditos concedidos  | 93     | 153   | 0   | 0   |
| Fondos y planes de pensiones: aportaciones (2)                   | 2.359  | 4.555 | 0   | 0   |
| Primas de seguros de vida  | 326    | 225   | 649 | 737 |
| Garantías constituidas por la sociedad a favor de consejeros (2) | 10.369 | 5.865 | 854 | 984 |

(1) En todas las sociedades del Grupo Endesa, la retribución fija del presidente de la sociedad es un 10% mayor que la del primer ejecutivo.  
(2) Endesa tiene establecida con carácter general, para el personal que cumple determinados supuestos de edad y antigüedad, una garantía de derechos futuros en materia de pensiones y retribuciones. Las aportaciones del ejercicio 2005 por servicios futuros para fondos y planes de pensiones ascienden a 1.389 miles de euros; la garantía de derechos futuros en materia retributiva "Garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros", asciende a 10.369.000 euros. Las retribuciones garantizadas disminuirán por cada año de permanencia en la empresa.  
(3) El artículo 50 de los estatutos sociales de Iberdrola: "La sociedad destinará, en concepto de gasto, una cantidad equivalente de hasta el 2% del beneficio obtenido en el ejercicio por el Grupo consolidado" a la remuneración de los administradores.

#### Miembros de la alta dirección

|  |  |
|--|--|
| <b>Auditoría interna:</b> Luis Aranz                 | <b>Negocio liberalizado España:</b> F. Martínez Córcoles |
| <b>Económico-financiero (CFO):</b> José Sáinz Armada | <b>Latinoamérica:</b> Gonzalo Pérez                      |
| <b>Estrategia y desarrollo:</b> José Luis del Valle  | <b>Operaciones:</b> José Luis San Pedro                  |
| <b>Recursos corporativos:</b> Fernando Becker        | <b>Secretaría general:</b> Julián Martínez-Simancas      |
| <b>Negocio regulado España:</b> Javier Villalba      | <b>Adjunto a la presidencia:</b> J. Pina Moura           |
|  | <b>Renovables:</b> Xabier Viteri                         |

| Miles de euros                          | Endesa |        | Iberdrola |       |
|---|--------|--------|-----------|-------|
|   | 2005   | 2004   | 2005      | 2004  |
| Remuneración total de la alta dirección | 16.793 | 17.271 | 15.181    | 8.453 |

Fuente: Memoria anual de la empresa.

## Anexo 3 (continuación)

| Remuneración de los auditores (miles de euros)  | 2005              |                             | 2004              |                             |
|---|-------------------|-----------------------------|-------------------|-----------------------------|
|   | Auditor principal | Otros auditores de filiales | Auditor principal | Otros auditores de filiales |
| Auditoría de cuentas anuales  | 2.606             | 741                         | 2.462             | 269                         |
| Otras auditorías distintas de las cuentas anuales y otros servicios relacionados con las auditorías | 517               | 18                          | 558               | 20                          |
| Otros servicios no relacionados con las auditorías  | 238               | 80                          | 309               | 166                         |
| <b>TOTAL Iberdrola</b>  | <b>3.361</b>      | <b>839</b>                  | <b>3.329</b>      | <b>455</b>                  |

|  |               |              |              |              |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Remuneración TOTAL de los auditores de Endesa</b> | <b>10.271</b> | <b>2.821</b> | <b>8.548</b> | <b>2.996</b> |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|

### Conciliación de la cuenta de resultados del ejercicio 2004 del Grupo Iberdrola bajo principios contables españoles y las NIIF (Miles de euros)

|  | Apartado | Saldos según normativa contable española | Partidas de conciliación netas por transición a NIIF | Saldos según NIIF |
|--|----------|--|--|-------------------|
| Importe neto de la cifra de negocios   | 1        | 10.270.744                               | -1.546.031   | 8.724.713         |
| Aprovisionamientos   | 1        | -6.146.141                               | 1.894.603  | -4.251.538        |
|  |          | <b>4.124.603</b>                         | <b>348.572</b>                                       | <b>4.473.175</b>  |
| Gastos de personal   | 2        | -636.759                                 | -169.939   | -806.698          |
| Servicios exteriores y tributos  | 3        | -900.135                                 | -43.017  | -943.152          |
| Otros ingresos de explotación  |          | 280.228                                  | -90.918  | 189.310           |
| Amortizaciones y provisiones   | 4        | -849.055                                 | -73.502  | -922.557          |
| <b>BENEFICIO DE EXPLOTACION</b>  |          | <b>2.018.882</b>                         | <b>-28.804</b>                                       | <b>1.990.078</b>  |
| Resultado neto de las sociedades por el método de participación y amortización del fondo de comercio | 5        | 69.563                                   | -26.195  | 43.368            |
| Ingresos financieros   | 6        | 210.427                                  | 49.977   | 260.404           |
| Gastos financieros   | 6        | -600.154                                 | -54.823  | -654.977          |
| Resultado por enajenación de activos no corrientes   | 7        |  | 89.531   | 89.531            |
| <b>BENEFICIO DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS</b>   |          | <b>1.698.718</b>                         | <b>29.686</b>  | <b>1.728.404</b>  |
| Resultados extraordinarios   | 7        | 58.874                                   | -58.874  |                   |
| <b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>  |          | <b>1.757.592</b>                         | <b>-29.188</b>                                       | <b>1.728.404</b>  |
| Impuesto sobre sociedades  |          | -534.530                                 | 13.965   | -520.565          |
| <b>BENEFICIO NETO DEL EJERCICIO</b>  |          | <b>1.223.062</b>                         | <b>-15.223</b>                                       | <b>1.207.839</b>  |
| Accionistas minoritarios   |          | -12.335                                  | 124  | -12.211           |
| <b>BENEFICIO NETO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE</b>  |          | <b>1.210.727</b>                         | <b>-15.099</b>                                       | <b>1.195.628</b>  |

### Calificación crediticia de Iberdrola

| Agencia              | Calificación | Perspectiva |
|----------------------|--------------|-------------|
| Standard & Pools (*) | A+           | Negativa    |
| Moody's (*)          | A2           | Negativa    |
| Fitch IBCA (**)      | A+           | Negativa    |

(\*) Tras el anuncio del acuerdo de adquisición de activos firmado con Gas Natural y sujeto a la aprobación de las autoridades pertinentes:

- S&P's situó los *ratings* de Iberdrola en "*credit watch with negative implications*".

- Moody's situó los *ratings* de IBERDROLA en "*review for a possible downgrade*".

(\*\*) Tras la aprobación por parte del gobierno español de la OPA de Gas Natural sobre Endesa, Fitch IBCA situó los *ratings* de Iberdrola en "*Rating Watch Negative*" (RWN).

## Anexo 4

### Detalles del balance

#### Participaciones contabilizadas por el método de participación

|                                      | Resultado del ejercicio |               | Dividendos     | Cambio en el método y/o perímetro de consolidación | Diferencias de conversión | Aumento participación | Enajenación participación | Otros         | Saldo al       |
|--------------------------------------|-------------------------|---------------|----------------|--|---------------------------|-----------------------|---------------------------|---------------|----------------|
|                                      | 31-12-2004              | 31-12-2005    |                |  |                           |                       |                           |               | 31-12-2005     |
| Gas Natural México, S.A. de C.V.     | 78.469                  | 1.374         |                |  | 16.354                    |                       |                           |               | 96.197         |
| TermoaSu, S.A.                       | 10.999                  |               |                |  | 6.415                     |                       |                           | 1.948         | 19.362         |
| Metal Industry of Arcadia C. Rokas   | 32.469                  |               |                | -32.469  |                           |                       |                           |               |                |
| Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. | 184.390                 | 22.421        | -7.247         |  | -205                      |                       |                           | (11.929)      | 187.430        |
| Cementos Portland, S.A.              | 69.093                  |               |                |  |                           |                       |                           |               |                |
| Amara, S.A.                          | 66.317                  | 17.251        | 7.466          | -76.559  |                           |                       |                           |               |                |
| Anselmo León, S.A.                   | 20.982                  | 2.692         |                |  |                           |                       |                           | 322           | 20.265         |
| Otras                                |                         | 1.485         | -936           |  |                           |                       |                           | 79            | 21.610         |
|                                      |                         | -1.017        | -11.314        | -3.849   | 20.844                    | 7.382                 | -2.913                    | 7.980         | 130.976        |
| <b>Total</b>                         | <b>527.516</b>          | <b>34.421</b> | <b>-19.497</b> | <b>-112.877</b>                                    | <b>43.408</b>             | <b>7.382</b>          | <b>-2.913</b>             | <b>-1.600</b> | <b>475.840</b> |

#### Cartera de valores (miles de euros)

| Sociedad                                     | Valoración según normativa NIIF al |                |                | Valoración según normativa española al 1-1-2004 | Porcentaje de participación al 31-12-2005 | Porcentaje de participación al 31-12-2004 |
|--|------------------------------------|----------------|----------------|---|---|---|
|  | 31-12-2005                         | 31-12-2004     | 31.12.2003     |   |   |   |
| Energías de Portugal, S.A.                   | 541.899                            | 464.782        | 313.500        | 455.516 (*)                                     | 5,70                                      | 5,70%                                     |
| Red Eléctrica de España, S.A.                | 106.160                            | 66.959         | 52.755         | 21.658 (*)                                      | 3   | 3%  |
| Galp, S.A.                                   | 190.000                            | 126.000        | 113.238        | 113.238 (*)                                     | 4   | 4%  |
| Euskaltel, S.A.                              | 45.451                             | 45.451         | 43.936         | 30.075 (*)                                      | 11,14                                     | 11,14%                                    |
| Ciudad Real Aeropuertos, S.L.                |                                    | 2.744          | 1.775          | 1.775 (*)                                       | 9,22                                      | 8,96%                                     |
| Corporación Empresarial de Extremadura, S.A. | 3.362                              | 4.224          | 4.610          | 4.610 (*)                                       | 25,58                                     | 25%                                       |
| Medgaz, S.A.                                 | 3.008                              | 2.760          | 1.980          | 1.980 C*)                                       | 12  | 12%                                       |
| Sogetable, S.A.                              |                                    | 5.961          | 4.487          | 4.487 C*)                                       |   | 0,19%                                     |
| Otras  | 24.166                             | 30.528         | 17.683         | 17.541 (*)                                      |   |   |
| <b>Total</b>                                 | <b>914.046</b>                     | <b>749.409</b> | <b>553.964</b> | <b>650.880</b>                                  |   |   |

(\*) Valorado por aplicación del método de la participación. (\*\*) Valorado a coste de adquisición o mercado, el menor.

| Existencias               | Miles de euros |                  |
|---------------------------|----------------|------------------|
|                           | 2005           | 2004             |
| Materias energéticas      | 128.569        | 83.324           |
| Promociones inmobiliarias | 659.308        | 892.170          |
| Otras existencias         | 60.471         | 55.127           |
| <b>Total coste</b>        | <b>848.348</b> | <b>1.030.621</b> |

| Patrimonio  | Capital suscrito | Reserva legal | Reservas de revalorización | Prima de emisión | Otras reservas indisponibles | Resultados acumulados y remanente | Reserva por revaluación de activos y pasivos no realizados | Acciones propias en cartera | Diferencias de conversión | Resultado neto del ejercicio | Intereses minoritarios | Total          |
|---|------------------|---------------|----------------------------|------------------|------------------------------|-----------------------------------|--|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|------------------------|----------------|
| Saldo al 31 de diciembre de 2004  | 2.704,6          | 540,9         | 1.389,0                    | 459,6            | 86,3                         | 3.339,6                           | -18,8  | -4,1                        | -71,1                     |                              | 93,4                   | 8.519,9        |
| Distribución de resultados del ejercicio 2004 - Dividendos                    |                  |               |                            |                  |                              | -398,6                            |  |                             |                           |                              |                        | -398,6         |
| Ingresos y gastos imputados directamente a reservas netas de su efecto fiscal |                  |               |                            |                  |                              | -205,2                            | 147,8  | 1,6                         | 3,4                       |                              |                        | -52,4          |
| Imputación a resultados de reservas de cobertura de flujos                    |                  |               |                            |                  |                              |                                   | 24,5   |                             |                           |                              |                        | 24,5           |
| Diferencias de conversión   |                  |               |                            |                  |                              |                                   |  |                             | 216,5                     |                              |                        | 216,5          |
| Resultado 2005 sociedad dominante   |                  |               |                            |                  |                              |                                   |  |                             |                           | 1.382,1                      |                        | 1.382,1        |
| Resultado 2005 atribuible a socios externos                                   |                  |               |                            |                  |                              |                                   |  |                             |                           |                              | 22,5                   | 22,5           |
| Dividendo activo a cuenta   |                  |               |                            |                  |                              | -330,8                            |  |                             |                           |                              |                        | -330,8         |
| Otros movimientos   |                  |               |                            |                  |                              | -4,5                              |  |                             | 4,5                       |                              | 31,1                   | 31,1           |
| <b>Saldo al 31 de diciembre de 2005</b>                                       | <b>2.704,6</b>   | <b>540,9</b>  | <b>1.389,0</b>             | <b>459,6</b>     | <b>86,3</b>                  | <b>2.400,7</b>                    | <b>153,5</b>   | <b>-2,5</b>                 | <b>153,2</b>              | <b>1.382,1</b>               | <b>147,0</b>           | <b>9.414,7</b> |



## Anexo 4 (continuación)

| España                            |                  | 2005          | 2004          | Porcentaje  |
|-----------------------------------|------------------|---------------|---------------|-------------|
| <b>Energía distribuida</b>        | <b>GWh</b>       | <b>96.295</b> | <b>92.207</b> | <b>4,4</b>  |
| Mercado a tarifa                  | GWh              | 57.810        | 57.307        | 0,9         |
| Comercialización                  | GWh              | 38.485        | 34.900        | 10,3        |
| <b>Suministros de gas</b>         | <b>GWh</b>       | <b>51.985</b> | <b>34.502</b> | <b>50,7</b> |
| Cientes                           | GWh              | 22.255        | 17.730        | 25,5        |
| Ciclos combinados de gas          | GWh              | 29.730        | 16.772        | 77,3        |
| <b>Cientes</b>                    | <b>Nº (mill)</b> | <b>9,7</b>    | <b>9,6</b>    | <b>1</b>    |
| Cuota mercado de gas (total)      |                  | <b>13,90%</b> | <b>10,80%</b> | <b>28,7</b> |
| <b>Empleados (empresa matriz)</b> |                  | <b>8.252</b>  | <b>8.546</b>  | <b>-3,4</b> |

| Latinoamérica                    |                 | 2005          | 2004          | Porcentaje |
|----------------------------------|-----------------|---------------|---------------|------------|
| Energía distribuida (gestionada) | <b>GWh</b>      | <b>26.609</b> | <b>24.908</b> | <b>6,8</b> |
| Cientes (gestionados)            | <b>Millones</b> | <b>8,1</b>    | <b>7,8</b>    | <b>3,8</b> |
| Empleados (atribuibles)          |                 | <b>2.894</b>  | <b>2.836</b>  | <b>2</b>   |

**Nota: Capacidad instalada, producción y número de empleados de acuerdo a criterio de consolidación.**



## Anexo 5

### Detalles de la cuenta de resultados

| <b>Importe neto de la cifra de negocios (miles de euros)</b>   | <b>2005</b>       | <b>2004</b>      |
|--|-------------------|------------------|
| Electricidad: <b>Ventas de electricidad en régimen ordinario:</b>                                      |                   |                  |
| - Ventas al mercado mayorista de generación  | 4.769.634         | 2.567.117        |
| - Otras ventas   | 67.358            | 64.618           |
| <b>Ventas de electricidad en régimen especial:</b> - Ventas al mercado mayorista de generación         | 132.676           | 146.027          |
| - Ventas a otros distribuidores  | 408.296           | 313.570          |
| <b>Ventas de electricidad al cliente final:</b> - En el mercado libre                                  | <b>2.182.521</b>  | <b>1.986.241</b> |
| - En mercados regulados fuera de España  | 867.181           | 842.415          |
| <b>Ingresos por las actividades reguladas en España:</b> - Retribución de la actividad de distribución | 1.200.209         | 1.155.297        |
| - Retribución fija por CTC's (nota 5.ae)   | -4.278            | 65.597           |
| - Retribución por prima de carbón autóctono (nota 5.ae)  | 3.290             | 11.583           |
| - Indemnizaciones por calidad de suministro  | -3.770            | -2.550           |
| - Desajuste de ingresos de ejercicios anteriores correspondiente a las actividades reguladas           |                   | -18.002          |
| Cesión de capacidad en las instalaciones de generación   | 153.352           | 65.983           |
| Ventas de gas en el mercado libre  | 381.596           | 287.618          |
| Ventas de productos y servicios inmobiliarios  | 435.686           | 311.574          |
| Contratos de construcción  | 301.951           | 162.692          |
| Alquiler de propiedades de inversión   | 32.192            | 24.626           |
| Ventas por servicios de telecomunicaciones   | 59.765            | 42.463           |
| Ventas de contenidos audiovisuales   | 3.245             | 11.202           |
| Ventas por servicios de tecnología de la información y similares                                       | 416.622           | 418.385          |
| Otros  | 129.074           | 75.764           |
| <b>Subtotal</b>  | <b>11.536.600</b> | <b>8.532.220</b> |
| Derechos de responsabilidad, verificación y enganche y alquileres de contadores                        | 173.986           | 162.935          |
| Otros ingresos   | 27.642            | 29.558           |
| <b>Importe neto de la cifra de negocios</b>  | <b>11.738.228</b> | <b>8.724.713</b> |

| <b>Aprovisionamientos</b>   | <b>2005</b>      | <b>2004</b>      |
|---|------------------|------------------|
| Compras de energía al mercado mayorista español de generación de energía eléctrica                              | 2.127.582        | 1.162.763        |
| Compras de energía a otras empresas españolas   | 2.553            | 13.214           |
| Compras de energía en euros a empresas extranjeras  | 212.484          | 89.540           |
| Compras de energía en divisas a empresas extranjeras  | 451.364          | 365.579          |
| Compras de materiales de telecomunicaciones y similares   | 311.038          | 289.102          |
| Compras de materias energéticas   | 2.356.130        | 1.575.561        |
| Variación de existencias y otros aprovisionamientos, excluidas las de combustible nuclear                       | 151.865          | (60.265)         |
| Consumos de combustible nuclear   | 81.217           | 85.766           |
| Peajes por utilización de redes de distribución para suministrar gas y electricidad a clientes de mercado libre | 755.148          | 591.500          |
| Otros gastos externos   | 342.186          | 138.778          |
| <b>Aprovisionamientos</b>   | <b>6.791.567</b> | <b>4.251.538</b> |

| <b>Gastos de personal</b>  | <b>2005</b>    | <b>2004</b>    |
|--|----------------|----------------|
| Sueldos y salarios   | 707.498        | 677.231        |
| Seguridad Social a cargo de la empresa   | 141.030        | 136.368        |
| Provisiones para pensiones y aportaciones definidas al plan de pensiones externalizado | 72.907         | 62.965         |
| Atenciones estatutarias  | 17.276         | 18.161         |
| Otros gastos sociales  | 41.121         | 65.279         |
| <b>Subtotal</b>  | <b>979.832</b> | <b>960.004</b> |
| Gastos de personal activados: - Activos intangibles                                    | (8.754)        | (6.342)        |
| - Propiedad, planta y equipo   | (165.501)      | (146.964)      |
|  | <b>805.577</b> | <b>806.698</b> |

| <b>Gasto financiero (miles de euros)</b>   | <b>2005</b>    | <b>2004</b>    |
|--|----------------|----------------|
| Gastos financieros y gastos asimilados     | 677.970        | 556.572        |
| Corrección valorativa de derivados         | 4.048          | 32.381         |
| Diferencias negativas en moneda extranjera | 13.654         | 36.921         |
| Provisiones para pensiones y similares     | 26.687         | 29.103         |
| <b>Total gastos financieros</b>            | <b>722.359</b> | <b>654.977</b> |

| <b>Ingreso financiero (miles de euros)</b>            | <b>2005</b>    | <b>2004</b>    |
|---|----------------|----------------|
| Ingresos de participaciones en capital                | 33.191         | 16.107         |
| Ingresos de otros valores negociables                 | 34.356         | 29.631         |
| Otros intereses e ingresos financieros                | 74.690         | 97.082         |
| Corrección valorativa de derivados no de cobertura    | 10.638         | 7.688          |
| Diferencias positivas de cambio                       | 36.691         | 39.145         |
| Gastos financ. activados - Propiedad, planta y equipo | 68.383         | 61.044         |
| - Existencias   | 8.104          | 9.067          |
| - Combustible nuclear                                 | 666            | 640            |
| <b>Total ingresos financieros</b>                     | <b>266.719</b> | <b>260.404</b> |

Gasto devengado por impuesto sobre sociedades en los ejercicios 2005 y 2004.

## Anexo 5 (continuación)

| Miles de euros   | 2005             | 2004             |
|--|------------------|------------------|
| <b>Resultado consolidado antes de impuestos</b>  | <b>1.957.810</b> | <b>1.728.404</b> |
| Gastos no deducibles e ingresos no computables:  |                  |                  |
| De las sociedades individuales   | -23.785          | -54.626          |
| De los ajustes por consolidación   | -31.989          | 153.150          |
| Compensación de créditos fiscales  | -42.169          | -14.445          |
| Resultados de las sociedades puestas en equivalencia   | -34.421          | -43.368          |
| <b>Resultado contable ajustado</b>   | <b>1.825.446</b> | <b>1.769.115</b> |
| Impuesto bruto calculado a la tasa impositiva vigente en cada país (a)                                       | 617.736          | 601.142          |
| Deducciones de la cuota por reinversión de beneficios extraordinarios y otros créditos fiscales              | -63.441          | -57.549          |
| Diferencias temporarias generadas en sociedades extranjeras con moneda funcional distinta de su moneda local | 15.030           | -10.124          |
| Regularización del gasto por impuesto sobre sociedades del ejercicio 2004                                    | -20.751          | -10.682          |
| Otros  | 4.676            | -2.222           |
| <b>Gasto devengado por impuesto sobre sociedades</b>   | <b>553.250</b>   | <b>520.565</b>   |

(a) Las distintas sociedades extranjeras dependientes consolidadas por el método de integración global y proporcional calculan el gasto por impuesto sobre sociedades, así como las cuotas resultantes de los diferentes impuestos que les son de aplicación, de conformidad con sus correspondientes legislaciones y de acuerdo con los tipos impositivos vigentes en cada país. Asimismo, las sociedades dependientes sometidas a la normativa fiscal del País Vasco aplican el tipo impositivo vigente en cada territorio histórico.

### Segmentación primaria geográfica del ejercicio 2005 (millones de euros)

|  | España    | Brasil   | México   | Guatemala | Otros | Estructura | TOTAL            |
|--|-----------|----------|----------|-----------|-------|------------|------------------|
| <b>Total ventas</b>  | 9.707,04  | 729      | 1.047,50 | 237,43    | 16,97 |            | 11.738,23        |
| <b>RESULTADOS</b>  |           |          |          |           |       |            |                  |
| Beneficio de explotación del segmento  | 1.886,12  | 184,66   | 121,02   | 59,71     | 6,06  | 4,64       | 2.262,22         |
| Participaciones contabilizadas método de participación   | 33        | 3,02     | 1,37     | 0,62      | -3,95 |            | 34,42            |
| Ingreso financiero   |           |          |          |           |       |            | 266,72           |
| Gasto financiero   |           |          |          |           |       |            | -722,36          |
| Beneficios en enajenación de activos no corrientes   |           |          |          |           |       |            | 157,71           |
| Pérdidas en enajenación de activos no corrientes   |           |          |          |           |       |            | -40,90           |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>  |           |          |          |           |       |            | <b>1.957,81</b>  |
| Impuesto sobre beneficios  |           |          |          |           |       |            | -553,25          |
| <b>Beneficio neto del ejercicio</b>  |           |          |          |           |       |            | <b>1.404,56</b>  |
| Accionistas minoritarios   |           |          |          |           |       |            | -22,51           |
| <b>Resultado atribuido a la sociedad dominante</b>   |           |          |          |           |       |            | <b>1.382,05</b>  |
| <b>ACTIVOS</b>   |           |          |          |           |       |            |                  |
| Activos del segmento   | 20.285,29 | 1.512,55 | 2.000,60 | 295,29    | 88,88 | 541,40     | 24.724,01        |
| Inversión en empresas cont. método de participación  | 244,59    | 34,30    | 96,20    | 3,85      | 82,19 | 14,72      | 475,84           |
| Otras inversiones financieras no corrientes  |           |          |          |           |       |            | 240,55           |
| Activos financieros corrientes   |           |          |          |           |       |            | 851,29           |
| Impuesto diferido activo   |           |          |          |           |       |            | 1.356,46         |
| Otros activos no asignados   |           |          |          |           |       |            | 2.830,52         |
| <b>Total activos</b>   |           |          |          |           |       |            | <b>30.478,66</b> |
| <b>PASIVOS</b>   |           |          |          |           |       |            |                  |
| Pasivos del segmento   | 4.373,42  | 335,56   | 240,70   | 56,31     | 0,51  | 1.649,98   | 6.656,48         |
| Deuda financiera   |           |          |          |           |       |            | 12.935,02        |
| Instrumentos financieros derivados   |           |          |          |           |       |            | 176,03           |
| Impuestos diferidos pasivos  |           |          |          |           |       |            | 719,72           |
| Otros pasivos no asignados   |           |          |          |           |       |            | 576,76           |
| <b>Total pasivos</b>   |           |          |          |           |       |            | <b>21.064,01</b> |
| <b>OTRA INFORMACION</b>  |           |          |          |           |       |            |                  |
| Coste total incurrido en 2005 en adquisición de propiedad, planta y equipo e intangibles no corrientes | 1.877,17  | 144,20   | 346,17   | 15,96     | 1,30  | 140,18     | 2.524,97         |
| Gasto del ejercicio por depreciación y amortización  | 898,26    | 119,65   | 49,09    | 10,75     | 4,91  | 32,75      | 1.115,40         |
| Gastos del ejercicio distintos de amortización y depreciación que no han supuesto salidas de efectivo  | 31,93     | 10,91    |          |           | 0,14  | 28,59      | 71,56            |

## Anexo 6

### Principales participaciones significativas de Iberdrola. Diciembre de 2005

#### A. Sociedades con participación mayoritaria o control de hecho consolidadas por integración global en los ejercicios 2005 y 2004

| Sociedad  | Domicilio    | Actividad                | Porcentaje participación directa o indirecta 31-12-2005 |
|---|--------------|--------------------------|---|
| Iberdrola Internacional, B.V.   | Países Bajos | Financiera- Instrumental | 100   |
| Iberdrola Distribución Eléctrica, S.A.U.  | Bilbao       | Energía                  | 100   |
| Eléctrica Conquense, S.A. y sociedades dependientes                                 | Madrid       | Energía                  | 53,59   |
| Subgrupo Iberdrola Inmobiliaria (antes Subgrupo Apex 2000)                          | Madrid       | Inmobiliaria             | 100   |
| Iberdrola Distribución de Gas, S.A.U.   | Valencia     | Gas                      | 100   |
| Iberdrola Infraestructuras Gasistas, S.L.   | Madrid       | Gas                      | 100   |
| Iberdrola II Comercializ. Energía, Ltda. (antes Auder Auditores Energéticos, Ltda.) | Portugal     | Servicios                | 100   |
| NEO-SKY2002,S.A.  | Madrid       | Telecomunicaciones       | 94,29   |
| Subgrupo Media Park   | Barcelona    | Televisión               | 100   |
| Iberdrola Finanzas, S.A.U.  | Bilbao       | Financiera               | 100   |
| Productos y Servicios del Confort, S.A.   | Bilbao       | Instrumental Servicios   | 100   |
| Iberdrola Portugal Electricidade e Gas, S.L.  | Portugal     | Energía y gas            | 100   |
| Iberdrola Participa (oes SGPS, S.A.   | Portugal     | Holding                  | 100   |
| Iberdrola Reinsurance,S.A.  | Luxemburgo   | Seguros                  | 100   |
| Factor Energía, S.A.  | Barcelona    | Comercial                | 57,5  |
| <b>Subgrupo Iberdrola Generación</b>  |              |                          |   |
| Iberdrola Generación, S.A.U.  | Bilbao       | Energía                  | 100   |
| Iberduero, S.L.U.   | Bilbao       | Energía                  | 100   |
| Fuerzas Eléctricas de Navarra, S.A.   | Navarra      | Energía                  | 100   |
| Hidroeléctrica Ibérica, S.L.  | Bilbao       | Energía                  | 100   |
| Iberdrola Operación y Mantenimiento, S.A.U.   | Madrid       | Servicios                | 100   |
| Energyworks Cartagena, S.L.   | Murcia       | Energía                  | 99  |
| Energyworks Villarrobledo, S.L.   | Albacete     | Energía                  | 99  |
| Energyworks Aranda, S.L.  | Burgos       | Energía                  | 99  |
| Energyworks Carballo, S.L.  | La Coruña    | Energía                  | 99  |
| Energyworks San Millán, S.L.  | León         | Energía                  | 90  |
| Energyworks Milagos, S.L.   | Burgos       | Energía                  | 72,8  |
| Iberdrola Cogeneración, S.L.  | Madrid       | Holding                  | 100   |
| Energyworks Fonz, S.L.  | Huesca       | Energía                  | 77,18   |
| Energyworks Monzón, S.L.  | Huesca       | Energía                  | 80,68   |
| Energyworks Vit-Vall, S.L.  | Vitoria      | Energía                  | 99  |
| <b>Subgrupo Iberdrola Energía</b>   |              |                          |   |
| Iberdrola Energía, S.A.U.   | Madrid       | Holding                  | 100   |
| Iberdrola Invetimentos, S.U.L.  | Portugal     | Holding                  | 100   |
| Iberdrola Energía do Brasil, Ltda.  | Brasil       | Holding                  | 100   |
| Iberdrola Energía Monterrey, S.A. de C.V.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberoamericana de Energía Ibener, S.A.  | Chile        | Energía                  | 94,74   |
| Iberdrola México, S.A. de C.V.  | México       | Holding                  | 99,99   |
| Gestión Empresas Eléctricas, S.A.   | Guatemala    | Servicios                | 99,99   |
| Enertek, S.A. de C.V.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberdrola Energía Altamira, S.A. de C.V.  | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberdrola Energía del Golfo, S.A. de C.V.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Servicios de Operación Altamira, S.A. de C.V.                                       | México       | Servicios                | 99,99   |
| Servicios de Operación La Laguna, S.A. de C.V.                                      | México       | Servicios                | 99,99   |
| Cinergy, S.R.L de C.V.  | México       | Servicios                | 99,99   |
| Servicios Industriales y Administrativos del Noreste, S.R.L. de C.V.                | México       | Servicios                | 51,11   |
| Iberdrola Energía Altamira de Servicios, S.A. de C.V.                               | México       | Servicios                | 99,99   |
| Iberdrola Servicios Monterrey, S.A. de C.V.   | México       | Servicios                | 99,99   |
| Iberdrola Energía Tamazunchale, S.A. de C.V.  | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberdrola de Inversiones, S.R.L. de C.V.  | Bolivia      | Holding                  | 99,99   |
| Electricidad de Veracruz, S.A. de C.V.  | México       | Energía                  | 99,99   |
| Electricidad de Veracruz II, S.A. de C.V.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberdrola Energía La Laguna, S.A. de C.V.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Capuava Energy, Ltda.   | Brasil       | Energía                  | 100,00  |
| Energyworks do Brasil, Ltda.  | Brasil       | Energía                  | 100,00  |
| Parques Ecológicos de México, S.A. de C.V.  | México       | Energía                  | 97,96   |
| Iberdrola Servicios de Capacitación, S.A.   | México       | Energía                  | 99,99   |
| Iberaguas, Ltda.  | Chile        | Holding                  | 99,80   |
| Iberdrola Energía Chile, Ltda.  | Chile        | Holding                  | 99,90   |
| <b>Subgrupo Iberdrola Energías Renovables</b>                                       |              |                          |   |
| Iberdrola Energ. Rinnovabili, S.P.A. (antigua Iberdrola Italia)                     | Italia       | Energía                  | 100,00  |
| Iberdrola Renewable Energies of UK Limited  | Reino Unido  | Energía                  | 100,00  |
| Aeolia ProduSao de Energia, S.A.  | Portugal     | Energía                  | 77,99   |

Fuente: Memoria anual.

## Anexo 6 (continuación)

|  |            |           |        |
|--|------------|-----------|--------|
| Iberdrola Energies Renouveables, S.A.S.  | Francia    | Energía   | 100,00 |
| Iberdrola Regenerat Energien, GMBH   | Alemania   | Energía   | 100,00 |
| Energias Renováveis do Brasil, Ltda.   | Brasil     | Energía   | 100,00 |
| Iberdrola Energias Renováveis, S.A.  | Portugal   | Energía   | 100,00 |
| Metal Industry of Arcadia C. Rokas, S.A. (1)   | Grecia     | Energía   | 49,90  |
| Iberdrola Energia  | Polonia    | Energía   | 100,00 |
| Aerocastilla, S.A.   | Valladolid | Energía   | 51,00  |
| Generación de Energía Eólica, S.A.   | Valladolid | Energía   | 51,00  |
| Vientos de Castilla y León, S.A.   | Valladolid | Energía   | 51,00  |
| Eólicas Fuente Isabel, S.A.  | Valladolid | Energía   | 51,00  |
| Productora de Energía Eólica, S.A.   | Valladolid | Energía   | 50,92  |
| Energías de Castilla y León, S.A.  | Valladolid | Energía   | 76,50  |
| Energía Global Castellana, S.A.  | Valladolid | Energía   | 51,00  |
| Villardefrades Eólica, S.L.  | Valladolid | Energía   | 68,00  |
| Iberdrola Energías Renovables II, S.A.U.   | Madrid     | Energía   | 100,00 |
| Ibernova Promociones, S.A.U.   | Madrid     | Energía   | 100,00 |
| Ciener, S.A.U.   | Bilbao     | Energía   | 100,00 |
| Energía 1 Vent, S.A.   | Barcelona  | Energía   | 90,00  |
| Iberdrola Energías Renovables de Galicia, S.A.U.                                       | Orense     | Energía   | 100,00 |
| Iberdrola Energías Renovables de Castilla-La Mancha, S.A.U.                            | Toledo     | Energía   | 100,00 |
| Minicentrales del Tajo, S.A.   | Madrid     | Energía   | 66,58  |
| Biovent Energía, S.A.  | Valladolid | Energía   | 85,00  |
| Eólicas de La Rioja, S.A.  | Logroño    | Energía   | 72,50  |
| Iberdrola Energías Renovables de Andalucía, S.A.U.                                     | Málaga     | Energía   | 100,00 |
| Iberdrola Energías Renovables de Aragón, S.A.U.  | Zaragoza   | Energía   | 100,00 |
| Iberdrola Energías Renovables de La Rioja, S.A.U.                                      | Logroño    | Energía   | 100,00 |
| Sociedad Gestora de Parques Eólicos Campo de Gibraltar, S.A.                           | Málaga     | Energía   | 55,00  |
| Gestora de Parques Eólicos de Andalucía, S.A.  | Málaga     | Energía   | 55,00  |
| Biovent Holding, S.A.  | Valladolid | Energía   | 85,00  |
| Sistemas Energéticos Chandrexa, S.A.U.   | Orense     | Energía   | 96,07  |
| Sistemas Energéticos Mas Garullo, S.A.   | Zaragoza   | Energía   | 51,00  |
| Sistemas Energéticos La Muela, S.A.  | Zaragoza   | Energía   | 50,00  |
| Sistemas Energéticos del Moncayo, S.A.   | Soria      | Energía   | 75,00  |
| Sistemas Energéticos Torralba, S.A.  | Zaragoza   | Energía   | 60,00  |
| Eme Dólar Uno, S.L.  | Sevilla    | Energía   | 100,00 |
| Eme Hueneja Tres, S.L.   | Sevilla    | Energía   | 100,00 |
| Eme Dólar Tres, S.L.   | Sevilla    | Energía   | 100,00 |
| Eme Ferreira Dos, S.L.   | Sevilla    | Energía   | 100,00 |
| Electra de Layna, S.A. (1)   | Valladolid | Energía   | 42,50  |
| Peache Energías Renovables, S.A.   | Burgos     | Energía   | 51,00  |
| <b>Subgrupo Iberdrola Ingeniería y Construcción</b>                                    |            |           |        |
| Iberdrola Ingeniería y Construcción, S.A.U. (antes Iberdrola Ingeniería y Consultoría) | Bilbao     | Servicios | 100,00 |
| Iberdrola Ingeniería y Consultoría Servicios, S.A.U.                                   | Madrid     | Servicios | 100,00 |
| Iberdrola Consultoría e Servios do Brasil, Ltda.                                       | Brasil     | Servicios | 100,00 |
| Iberdrola Ingeniería y Consultoría México, S.A. de C.V. y sociedades dependientes      | México     | Servicios | 99,99  |

## Anexo 7

### Principales compras y ventas de eléctricas en España Cronología del sector eléctrico en España

|  |  |
|--|--|
| <p>19 de julio de <b>1901</b>. Bilbao. Constitución de <b>Hidroeléctrica Ibérica</b> para atender a las regiones industriales del norte de España.</p> <p>Capital social: 20 millones de pesetas.</p> <p>Creadora del concepto de mercado eléctrico nacional buscando la energía lejos de los centros de consumo y transportando ésta a grandes distancias, con líneas de alta tensión.</p>  |  |
| <p>1907: Hidroeléctrica Ibérica cede sus concesiones del río Tajo y el Salto del Molinar, en el Júcar, a Hidroeléctrica Española, en la constitución de esta sociedad. A cambio de estas concesiones, Hidroeléctrica Ibérica recibió el 44% del capital de la nueva empresa.</p>   | <p>13 de mayo de <b>1907</b>. Madrid. Constitución de <b>Hidroeléctrica Española</b>. Capital social: 12 millones de pesetas. Aportado por dos grupos: el "de Madrid" (Lucas de Urquijo), y el "Bilbaíno" (Enrique Ocharan Posadas, director del Banco de Vizcaya, e Hidroeléctrica Ibérica, representada por Juan de Urrutia y Zulueta.</p> <p>Objeto social: abastecer energía eléctrica a Madrid y Valencia, explotando para ello la cuenca del río Júcar</p> |
| <p><b>1908</b>. Crea (capital de 18 millones de pesetas) <b>Unión Eléctrica Vizcaína</b>, distribuidora de energía eléctrica para la mayor parte del mercado de Vizcaya.</p>   | <p>1957. Ante la creciente demanda, recurre a las centrales térmicas e inaugura Escombreras.</p>   |
| <p>3 de julio de <b>1918</b>. Creación de <b>Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos</b> y <b>Consortio de los Saltos del Duero</b>, con capitales de 150 millones de pesetas y 800.000 pesetas. Los socios fueron Banco de Bilbao (50%), Sociedad General de Transportes Eléctricos (25%) y Horacio Echevarrieta (25%). El 12 de diciembre de 1924, los derechos del Consortio de los Saltos del Duero se integran en la Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos. En la Junta del 20 de noviembre de 1928, se acuerda denominar a la empresa <b>Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos - Saltos del Duero</b>.</p> | <p>1958. Constitución, con Unión Eléctrica Madrileña y Sevillana de Electricidad, de Centrales Nucleares (CENUSA),</p>   |
| <p>30 de septiembre de <b>1944</b>: Nace <b>Iberdrola</b> por <b>fusión con Saltos del Duero</b>. Hidroeléctrica Ibérica tenía un capital de 250 millones de pesetas y 62 millones en obligaciones. La producción era de 188,8 14 GWh.</p>   | <p>1969. Absorción de Compañía Electra Madrid.</p>   |
| <p>2 de marzo de 1957. Con Electra de Viesgo crea Nuclenor, para la construcción de la central nuclear de Santa María de Garoña (puesta en servicio en 1971).</p>  | <p><b>1970</b>. Adquisición del 50% de Centrales Eléctricas Navarro y la totalidad de Hidroeléctrica de Lorquí.</p>  |
| <p>1967. Autorización para construir la central nuclear de Lemóniz. En su fase final de construcción, la colocación de dos bombas y el asesinato de dos de sus ingenieros, provocaron la paralización de las obras y su intervención por el Estado (1982).</p>   | <p><b>1981</b>. Adquisición de la Compañía Eléctrica de Langreo (1981), propietaria de la Central Térmica de Lada y de la tercera parte de la Central Térmica de Soto de Ribera.</p>   |
| <p>1985. Iberduero tomó una participación en las centrales nucleares de Almaraz y de Trillo (mercados en Madrid, Avila, León y Palencia)</p>   | <p><b>1985</b>. OPA sobre la mayoría del capital de Hidroeléctrica de Cataluña.</p>  |
| <p><b>1991</b>. Fusión de Iberduero con Hidroeléctrica Española (fusión por absorción): <b>Iberdrola</b>.</p>  |  |

**1991**. Integración de Hidroeléctrica Española e Iberduero, que dio lugar a **Iberdrola**.

**Endesa** acuerda la adquisición del 87,6% de Electra de Viesgo, 40% de Fecsa, 33,5% de Sevillana de Electricidad y 24,9% de Nansa.

**1992**. Constitución de **Iberdrola** el 1 de noviembre de 1992.

**Endesa** acuerda la adquisición del 61,9% de Carboex y la entrada en el capital de Electricidad de Argentina y Yacylec.

El grupo **Unión Fenosa** inicia su expansión mediante la primera inversión directa en el exterior, hasta alcanzar catorce países.

**1993**

**Endesa** acuerda la adquisición del 55% de la sociedad Hidroeléctrica de Cataluña (Hecea) y la toma de participación en la compañía portuguesa Tejo Energía.

**1994**

Segunda OPV por la que el Estado reduce su participación en **Endesa** al 66,89% del capital. En este año se constituye, con participación de **Endesa**, la Compañía Peruana de Electricidad y Distrilima, y se adquiere el 11,78% del capital de la Sociedad General de Aguas de Barcelona (Agbar).

Se crea **Unión Fenosa Energías Especiales** y se acomete un intenso desarrollo de las energías renovables.

## Anexo 7 (continuación)

### 1995

**Iberdrola** acuerda la adquisición de las empresas distribuidoras de electricidad Electropaz y Elfeo en Bolivia. Acuerdo entre **Endesa** y el BCH, y adquisición del 9,7% del capital de la distribuidora argentina de electricidad Edenor y del 7,2% del segundo operador de telefonía móvil en España, Airtel.

### 1996

**Iberdrola** acuerda la adquisición de las empresas de generación eléctrica de Tocopilla y Colbún, en Chile. **Endesa** amplía hasta el 75% su participación en el capital de Fecsa y Sevillana de Electricidad.

### 1997

**Iberdrola** adquiere la distribuidora eléctrica Coelba y la distribuidora de electricidad Cosern a través de Coelba, en Brasil. Adjudicación del segundo operador de telefonía fija español (Retevisión) al consorcio liderado por **Endesa**. En este año se produce la tercera OPV por el 25% del capital de **Endesa** y la compañía entra a participar en el grupo latinoamericano Enersis.

### 1998

La Ley 34/1998 del sector de Hidrocarburos liberaliza el mercado de la energía, –producción, distribución y comercialización–, abriéndolo totalmente y sin límites a la libre circulación de capitales a partir del 1 de enero de 2003.

**Iberdrola** firma el primer convenio colectivo de grupo y adquiere, junto a EDP y Tampa Energy, el 80% de la Empresa Eléctrica de Guatemala (EEGSA).

**Iberdrola** y Telefónica se adjudican la telefonía celular del estado brasileño de Bahía.

OPV por el 33% del capital de **Endesa**, que pasa a ser una compañía privada.

**Unión Fenosa** adquiere una participación en la empresa de telefonía móvil Airtel.

### 1999

**Iberdrola** acuerda la adquisición de Energy Works (Estados Unidos), dedicada principalmente al *outsourcing* energético a grandes clientes.

**Endesa** realiza las siguientes operaciones: adquiere el 3,64% del capital social de Repsol, el 10% de Cable y Televisión de Catalunya (Menta), lanza una oferta de adquisición de acciones sobre Enersis que culmina con éxito, alcanzando una participación del 64% en su capital social. Vende al BCH el 7,8% del capital de Cepsa, vende su participación del 7,2% en el capital de Airtel, obteniendo una plusvalía de 817 millones de euros, adquiere el 10% del Amsterdam Power Exchange, culmina el proceso de reordenación societaria, cotizando por vez primera las acciones de la nueva **Endesa** en las cuatro bolsas de valores españolas y en la de Nueva York, y vende el 3,6% del capital de Antena 3.

Enersis inicia una oferta pública de adquisición de acciones sobre **Endesa Chile**, que culmina alcanzando el 60% de su capital.

**Unión Fenosa** traspasa la participación que tenía en el capital de la empresa de telefonía móvil Airtel.

### 2000

**Iberdrola** adquiere el 4% de la empresa portuguesa gasista Galp y la Compañía Energética de Pernambuco, Celpe.

**Endesa, Telecom Italia y Unión Fenosa** firman el acuerdo para crear Auna, empresa que agrupa todas las participaciones en los operadores de telecomunicaciones españoles en los que están presentes.

**Endesa** vende su participación del 7,86% en Electricidad de Caracas (Elecar).

**Endesa** realiza las siguientes operaciones:

- Acuerdo para adquirir las compañías holandesas N.V. Nutsbedrijf Regio Eindhoven (NRE), distribuidora de electricidad, y N.V. Gasdebrieff Regio Eindhoven (GRE), distribuidora de gas.

-Concluye su OPA sobre la distribuidora brasileña Cerj, situando su participación en el 80%.

-Acuerdo para la adquisición de Remu, cuarta distribuidora de electricidad y gas de Países Bajos.

-Última la adquisición del 30% de la generadora eléctrica francesa SNET.

**Endesa Chile** concreta la venta del 100% de la compañía chilena de transporte de electricidad Transelec.

Comienza la cotización de las acciones de **Endesa** en la bolsa *Off Shore* de Santiago de Chile.

**Unión Fenosa** formaliza un contrato con la empresa Egyptian General Petroleum Corporation, que le permite disponer de gas propio en origen y obtener una posición de ventaja en el sector. Crea **Soluziona**, que integra las empresas de servicios profesionales.

### 2001

**Iberdrola** suscribe los primeros contratos de gas.

El consorcio liderado por **Endesa** (45%) se adjudica Elettrogen, segunda generadora eléctrica de Italia

**Endesa** adjudica Viesgo a la italiana ENEL a través de una subasta competitiva, obtiene la licencia para comercializar energía a clientes cualificados en Alemania, vende su participación (40,19%) en la compañía argentina Edenor, S.A. a la compañía francesa EDF y adquiere una participación del 5% del *pool* francés Powernext, S.A., en el que operará a través de su filial **Endesa Trading**, compañía que ya opera en los mercados mayoristas de electricidad de Europa.

## Anexo 7 (continuación)

### 2002

**Iberdrola** llega a un acuerdo estratégico con Gamesa por el que se adquieren 982 MW eólicos en España.

**Endesa** y Enel cierran la venta de Viesgo tras la autorización de las autoridades competentes (españolas y de la Unión Europea).

La Comisión Europea autoriza a **Endesa** y Sonae la creación de una empresa mixta para comercializar electricidad en Portugal.

**Endesa** compra a Santander Central Hispano el 5,7% en **Endesa Italia** y alcanza una participación del 51%.

El consejo de administración de **Endesa** designa presidente a D. Manuel Pizarro Moreno.

**Endesa** vende a Aguas de Barcelona su participación en Interagua (39,5%).

**Endesa** adquiere un 2% de Auna, alcanzando el 29,89% de participación. Salida de Telecom Italia del accionariado de Auna y la incorporación de SCH como socio de referencia. Es incorporada al índice Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World).

**Unión Fenosa** (50%), **Iberdrola** (30%) y **Endesa** (20%): alianza para la construcción de una planta regasificadora de gas natural en Sagunto.

**Unión Fenosa** cambia su denominación social que pasa a ser **Unión Fenosa S.A.**, para reflejar la expansión de actividades de la empresa.

### 2003

La Comisión Nacional de Energía desautoriza la OPA hostil de Gas Natural sobre **Iberdrola**.

**Iberdrola** acuerda la adquisición del 12% del proyecto Medgaz a ENI y entra a formar parte del índice FTSE Eurotop 100.

**Endesa** firma un acuerdo de suministro eléctrico con Telecom Italia, vende el 3,01% que poseía en Repsol YPF, formaliza la venta de su red de transporte a Red Eléctrica, S.A, vende el 100% de Made (fabricación de aerogeneradores y paneles solares), vende un 7% de Red Eléctrica de España, S.A. (REE) y ejercita su opción de compra por el 3% de Auna que pertenecía a SCH.

**Unión Fenosa** acuerda la entrada de la empresa italiana ENI como socio estratégico en el 50% del capital de **Unión Fenosa GAS** para impulsar la capacidad competitiva y reforzar el posicionamiento del Grupo en los mercados gasistas internacionales.

### 2004

**Endesa**, **Unión Fenosa** y Telecom Italia venden sus participaciones en Netco Redes a Auna.

La Caja de Castilla-La Mancha y Caja Extremadura se incorporan al accionariado de **Iberdrola**.

**Iberdrola** se convierte en socio estratégico de Rokas, el mayor productor de energía eólica de Grecia, adquiere un 6% de Gamesa a la Corporación IBV por 148,3 millones de euros y compra a Gamesa 469 MW de potencia instalada en parques eólicos de Portugal y España.

**Endesa** vende su 11,64% en Aguas de Barcelona a inversores institucionales, cierra la compra del 34,3% de **Endesa Italia** al SCH, firma con Charbonnages de France la adquisición del 35% adicional de la generadora de electricidad francesa SNET y, a través de su filial **Endesa Europa** y su socio en **Endesa Italia**, ASM Brescia compra el 50% de la italiana Eurosviluppo Elettrica.

### 2005

**Iberdrola** culminó el acuerdo firmado con el Grupo Rokas, el mayor productor de energía eólica de Grecia, al alcanzar el 49,9% de su capital; firmó un acuerdo estratégico con Sonatrach para el desarrollo de los negocios gasista y eléctrico, y cerró un acuerdo con Gamesa para adquirir 700 megavatios (MW) de potencia instalada en parques eólicos, en fase de promoción en España e Italia.

**Endesa** vende su participación en la empresa marroquí Lydec por 26 millones de euros, firma un acuerdo para la compra de la compañía portuguesa FINERGE, que posee instalaciones de cogeneración y energías renovables con 107 MW de potencia total consolidada, vende a France Telecom el 27,7% de Auna, vende el 40% de la empresa de generación de la República Dominicana CEPM, vende el 5,01% que mantenía en Auna a Deutsche Bank.

**Endesa Chile** compra el 25% de la central San Isidro (Chile), con lo que accede a la propiedad del 100% de la compañía.

**OPA hostil de Gas Natural sobre Endesa.** (Véase [http://portal.gasnatural.com/OPA/anuncio\\_OPA\\_Endesa\\_Castellano.pdf](http://portal.gasnatural.com/OPA/anuncio_OPA_Endesa_Castellano.pdf)). 7,34 euros en efectivo más 0,569 acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa (aproximadamente 21 euros, que resultan de sumar los 7,34 euros en efectivo más el valor de 0,569 acciones de Gas Natural).

**2006. OPA de E.ON sobre Endesa a 27,5 euros/acción en efectivo.**

Capitalización (millones de euros)

|      | Iberduero | Hidrola | Fenosa | Endesa | Sevillana | Fecsa |
|------|-----------|---------|--------|--------|-----------|-------|
| 1983 | 279       | 359     | 193    | 183    | 117       | 204   |
| 1984 | 606       | 92      | 360    | 335    | 199       | 295   |
| 1985 | 887       | 980     | 384    | 899    | 262       | 296   |
| 1986 | 1.671     | 1.282   | 640    | 2.374  | 542       | 357   |

## Anexo 8

### Principales compras y ventas de Iberdrola

| Fecha      | Operación | Empresa   | Porcentaje | Importe en millones de euros |
|------------|-----------|---|------------|------------------------------|
| 23-12-2005 | Compra    | Grupo Rokas                                       | 49,9       | 88                           |
| 4-10-2005  | Venta     | Portland Valderribas                              | 8,06       | 150                          |
| 5-1-2005   | Compra    | Energias de Portugal                              | Hasta 5,7  |                              |
| 29-12-2004 | Compra    | Gamesa  | 6          | 148,3                        |
| 27-10-2004 | Venta     | Ridesa y Ondagua                                  | 25         | 31,5                         |
| 18-6-2003  | Venta     | Red Eléctrica Española                            | 7          | 102,5                        |
| 3-4-2002   | Venta     | Participaciones gasistas en Brasil                |            | 156                          |
| 26-3-2002  | Compra    | Gas Natural México                                | 13,25      | 159                          |
| 13-9-2001  | Venta     | Varias operadoras brasileñas                      |            |                              |
| 29-6-2001  | Compra    | Media park  | 29,19      | 90                           |
| 11-6-2001  | Compra    | Alternativas Energéticas Solares                  | 50         | 1                            |
| 7-12-2000  | Compra    | Pridesa   | 75         |                              |
| 4-10-2000  | Compra    | Eni Power   | 10         |                              |
| 30-8-2000  | Venta     | Compañía Chilena Inversora Eléctrica Andina       | 25         | 10U\$                        |
| 18-7-2000  | Venta     | Compañía Brasileaa TBS                            | 100        | 800U\$                       |
| 17-2-2000  | Compra    | Sociedad Brasileaa Celpe                          | 79,62      |                              |
| 7-10-1999  | Compra    | Brasilea Coelba                                   | 31,3       | 68                           |
| 15-7-1999  | Compra    | ESSAL   | 51         | 93,5 U\$                     |
| 31-5-1999  | Compra    | Repsol  | 3,5        | 505                          |
| 31-7-1998  | Compra    | Empresa Eléctrica de Guatemala                    | 80         | 520U\$                       |
| 30-7-1998  | Compra    | Varias operadoras brasileñas junto con Telefónica |            |                              |
| 16-12-1997 | Compra    | Cosern  | 78         | 555,3                        |
| 22-12-1995 | Venta     | Hidroeléctrica Cataluña                           | 30         |                              |

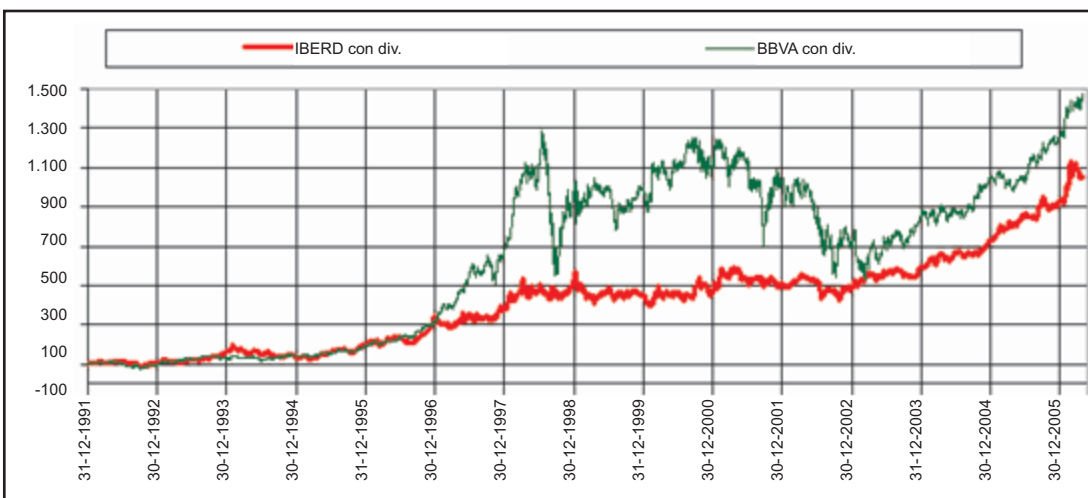
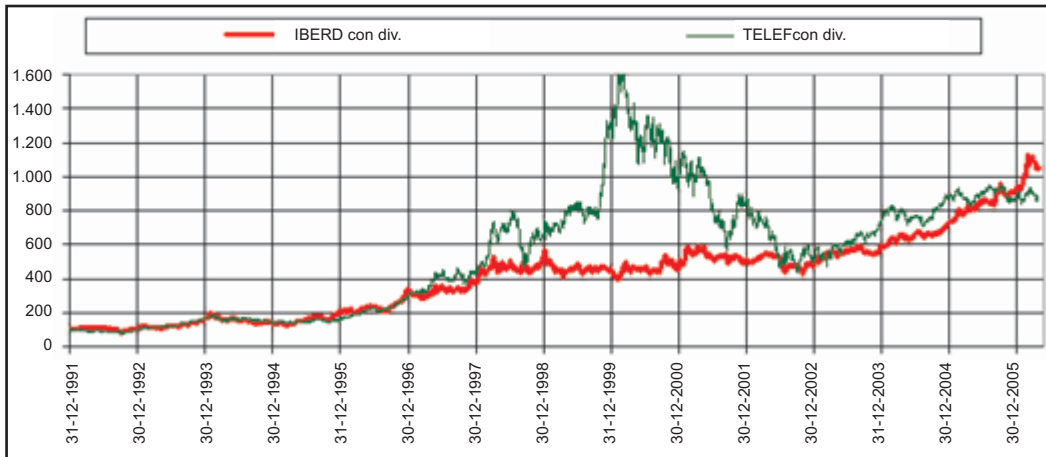


## Anexo 9

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de Iberdrola con la de otras grandes empresas: Telefónica (TELEF), SCH y BBVA

31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

## Referencias

Fernández, Pablo (2004a), «Are Calculated Betas Worth for Anything?», disponible en SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=504565>

Fernández, Pablo (2004b), «On the Instability of Betas: The Case of Spain», disponible en SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=510146>

Fernández, Pablo, José María Carabias, Julio Aznarez Ledesma y Oscar Carbonell López (2006)  
«Euro Stoxx 50: 1997-2005. Shareholder Value Creation in Europe», disponible en SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=895152>

Otros artículos sobre otras empresas y sobre valoración pueden descargarse en  
<http://ssrn.com/author=12696>

y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>