



CIIF

Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI nº 642

Julio, 2006

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE UNION FENOSA

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 UNION FENOSA

Pablo Fernández*

José María Carabias**

Resumen

En este documento se cuantifica la creación de valor para los accionistas de Unión Fenosa entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005. En ese período, el aumento de la capitalización de Unión Fenosa fue de 8.600 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 9.972 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 7.678 millones de euros (expresado en euros de 2005).

La rentabilidad media anual para los accionistas de Unión Fenosa fue del 21,6%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%): cada euro invertido en acciones de Unión Fenosa en diciembre de 1991 se convirtió en 15,37 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 Unión Fenosa, fue del 13,9%. La rentabilidad para los accionistas de Unión Fenosa fue positiva todos los años, excepto en 1992, 1994 y 2001-2002.

La capitalización de Unión Fenosa durante estos años osciló entre el 1,3% y el 2,4% de la capitalización del IBEX 35. En diciembre de 1991, Unión Fenosa fue la decimocuarta empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola, Banco Central, Banco Santander, Popular, Banesto, Hispano, Cepsa, Tabacalera y Acesa). En junio de 2006, Unión Fenosa fue la decimosegunda empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA, Endesa, Repsol, Iberdrola, Popular, Arcelor, Inditex, ACS y Altadis).

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

** Asistente de investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: Unión Fenosa, creación de valor para los accionistas, aumento del valor para los accionistas, rentabilidad para los accionistas.

CREACION DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS DE UNION FENOSA

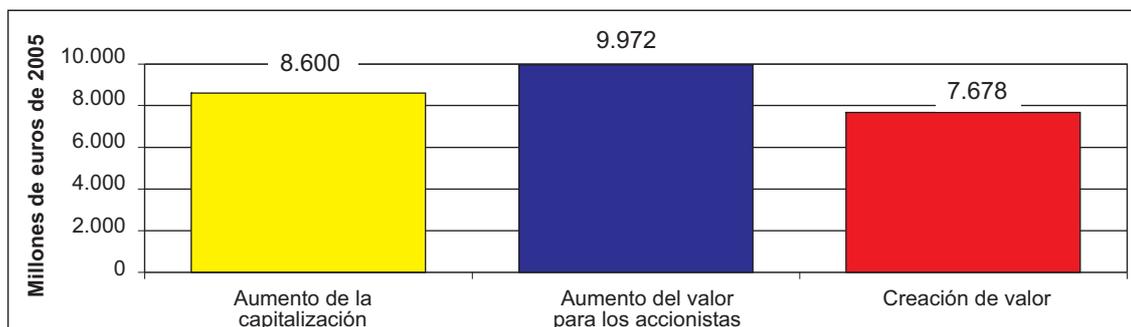
En este documento se analiza la creación de valor para los accionistas de Unión Fenosa (UNF) entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005.

El 31 de diciembre de 1991, Unión Fenosa tenía en circulación 283,41 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 3,44 euros. El 31 de diciembre de 2005, Unión Fenosa tenía en circulación 304,7 millones de acciones, y el precio de cada acción en la bolsa fue de 31,43 euros¹. Por consiguiente, la capitalización² aumentó desde 976 millones de euros en diciembre de 1991 hasta 9.576 millones de euros en diciembre de 2005³. El aumento de la capitalización en ese período fue de 8.600 millones de euros.

La Figura 1 muestra que entre diciembre de 1991 y diciembre de 2005, el aumento de la capitalización de Unión Fenosa fue de 8.600 millones de euros; el aumento del valor para los accionistas fue de 9.972 millones de euros, y la creación de valor para los accionistas fue de 7.678 millones de euros (expresado en euros de 2005).

Figura 1

Unión Fenosa. 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)

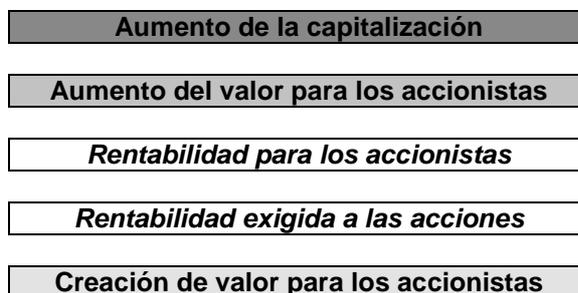


¹ Los datos proceden de Sociedad de Bolsas (www.sbolsas.es), de Datastream, de ThomsonFinancial y de la web de la empresa.

² La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa.

³ Diciembre de 2005: 304,7 millones de acciones x 31,43 euros/acción = 9.576 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 Unión Fenosa 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 Unión Fenosa (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 Unión Fenosa con la del IBEX 35 ajustado por dividendos. La Figura 5 compara la evolución de la cotización ajustada por dividendos de Unión Fenosa con la de las otras dos grandes eléctricas españolas.

Tabla 1

Unión Fenosa. 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	283,4	288,1	290,1	290,1	291,0	291,0	304,7	304,7	304,7	304,7	304,7	304,7	304,7	304,7	304,7	
Precio/acción (euros)	3,44	2,52	3,61	3,29	4,39	8,38	8,77	14,75	17,34	19,55	18,18	12,55	14,89	19,35	31,43	
Capitalización	976	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576	
Δ capitalización		-251	323	-92	321	1.163	233	1.822	788	673	-417	-1.715	713	1.359	3.681	8.600

El 31 de diciembre de 2005, el capital social de Unión Fenosa, S.A. estaba representado por 304.679.326 acciones ordinarias, al portador, de 3 euros de valor nominal cada una. ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A., poseía una participación en el capital social de Unión Fenosa, S.A. del 24,51% (directamente o por medio de sus filiales), y Caja de Ahorros de Galicia una participación del 9,99%, a través de Corporación Caixa Galicia.

La Junta General de Accionistas de Unión Fenosa, S.A., en su reunión de fecha 17 de junio de 2003, aprobó delegar en el consejo de administración, conforme a lo establecido en el artículo 153.1b del texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, la facultad de acordar dentro del

plazo máximo de cinco años, en una o varias veces, y en el momento que considere oportuno, un aumento del capital social hasta la mitad del importe actual, con la posible exclusión del derecho de suscripción preferente.

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

Unión Fenosa. Evolución de la capitalización (millones de euros)

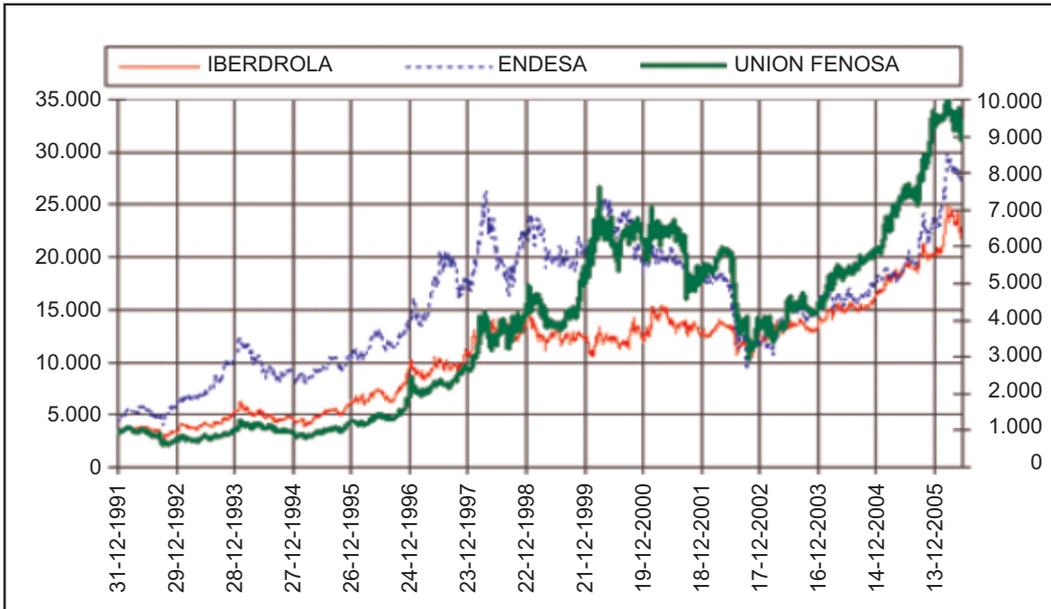
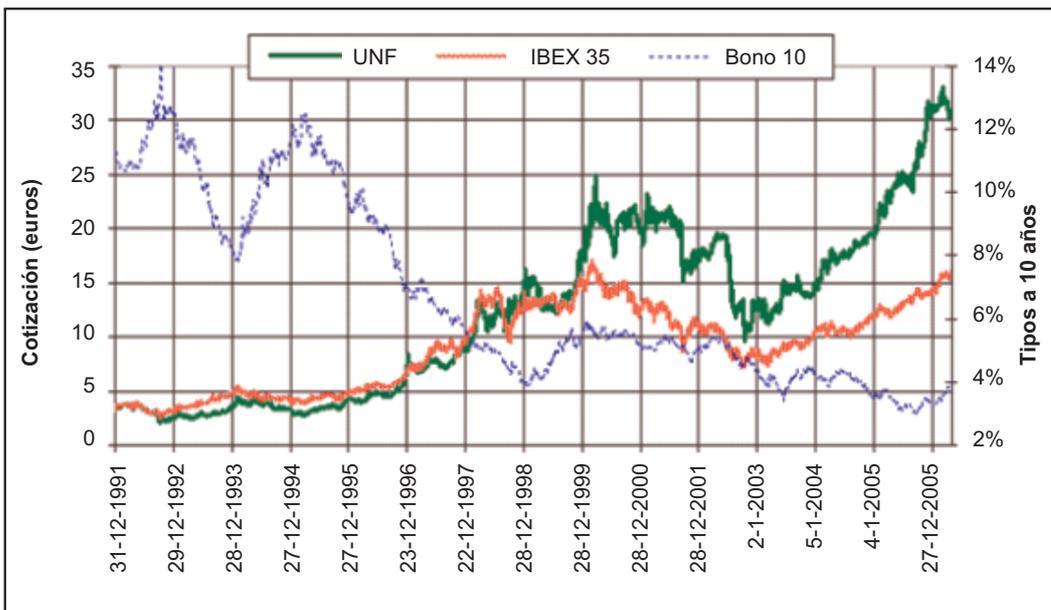


Figura 3

Evolución de la cotización de Unión Fenosa, del IBEX 35* y del tipo de interés a 10 años



Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

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

Figura 4

Evolución de la cotización ajustada (incluye dividendos) de Unión Fenosa y del IBEX 35
31 de diciembre de 1991 = 100

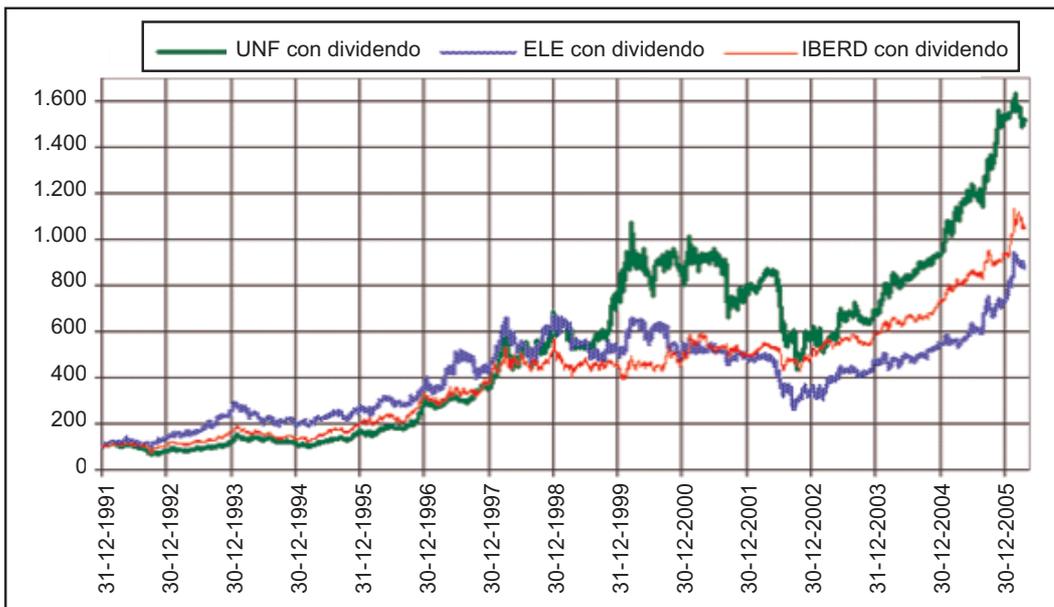


Fuente: Datastream y Sociedad de Bolsas.

Figura 5

Evolución de la cotización ajustada (incluyendo dividendos) de las tres grandes eléctricas españolas:
Unión Fenosa (UNF), Endesa (ELE) e Iberdrola (IBERD)
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 accionistas⁴, 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 1997 (año en el que Unión Fenosa emitió 13,6 millones de acciones para canjearlas por convertibles). Unión Fenosa repartió como dividendos 0,55 euros/acción en 2004 y 0,59 euros/acción en 2005. En diciembre de 2005, Unión Fenosa tenía 0,2 millones de acciones en autocartera (un año antes, 0,955 millones).

⁴ 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.

Tabla 2

Unión Fenosa. 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	-251	323	-92	321	1.163	233	1.822	788	673	-417	-1.715	713	1.359	3.681	8.600
+ Dividendos	79	78	78	79	87	98	101	104	121	134	148	155	168	181	1.611
+ Otros pagos a accionistas															0
+ Recompra de acciones															0
- desembolsos de los accionistas															0
- convertibles convertidas	-14	-6		0		-120									-140
Ajustes temporales y otros	-31	5	-25	0	34	-17	13	-5	-15	-35	-61	-7	6	39	-99
Aumento de valor para los accionistas	-217	399	-39	399	1.285	194	1.936	887	779	-319	-1.628	861	1.533	3.901	9.972
Aumento de valor, euros de 2005	-790	1.237	-107	950	2.688	368	3.360	1.441	1.159	-435	-2.031	994	1.641	3.901	14.375

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

Tabla 3

Unión Fenosa. Ampliaciones y reducciones de capital

Fecha	Acciones nuevas	Acciones después	Observaciones
1997	13.648.341	304.679.326	Conversión de obligaciones
1996	54.300	291.030.985	Conversión de obligaciones
1995	837.780	290.976.685	Conversión de obligaciones
1993	2.042.990	290.138.905	Conversión de obligaciones
1992	4.683.182	288.095.915	Conversión de obligaciones
1990	41.375.440	283.412.733	Conversión de obligaciones
1989	349.260	242.037.293	Conversión de obligaciones
1988	178.920	241.688.033	Conversión de obligaciones
Oct. 1987	20.000.000	241.509.113	Ampliación 80%
1987	21.480	221.509.113	Conversión de obligaciones
Jul. 1986	18.457.303	221.487.633	1 x 11, 80%
En. 1985	29.004.333	203.030.330	1 x 6, 50%
Dic. 1982	75.895.376	174.025.997	Absorción de Fenosa: 2 acc. de Unión Eléctrica x 1 de Fenosa
En. 1982	12.266.328	98.130.621	1 x 7, 50%
En. 1981	9.540.477	85.864.293	1 x 8, 40%
En. 1980	8.480.424	76.323.816	1 x 8, 40%
Ag. 1978	7.538.155	67.843.392	1 x 8, gratis
Ab. 1978	550	60.305.237	Aportaciones no dinerarias
En. 1978	8.614.955	60.304.687	1 x 6, 50%
1977	85.789	51.689.731	Conversión de obligaciones
		51.603.942	

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.

Rentabilidad para los accionistas = Aumento del valor para los accionistas/Capitalización

Como muestra la Tabla 4, la rentabilidad para los accionistas de Unión Fenosa en el año 2005 fue del 66,2%: el aumento del valor para los accionistas del año 2005 (3.901 millones de euros) dividido entre la capitalización al final de 2004 (5.896 millones de euros). La rentabilidad anual media del período fue del 21,6%⁵.

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 Unión Fenosa

(Millones de euros)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Capitalización	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576	
Δ capitalización	-251	323	-92	321	1.163	233	1.822	788	673	-417	-1.715	713	1.359	3.681	
Aumento valor accionistas	-217	399	-39	399	1.285	194	1.936	887	779	-319	-1.628	861	1.533	3.901	
Rentabilidad accionistas	-22,3%	55,1%	-3,7%	41,8%	101%	8,0%	72,4%	19,7%	14,7%	-5,3%	-29,4%	22,5%	33,8%	66,2%	21,6%
<i>Rentabilidad del precio</i>	-27%	43,4%	-8,8%	33,2%	91,1%	4,7%	68,2%	17,5%	12,7%	-7,0%	-31,0%	18,6%	30,0%	62,4%	17,1%
<i>Rentabilidad por dividendos</i>	8,0%	10,8%	7,5%	8,2%	6,8%	4,0%	3,8%	2,3%	2,3%	2,2%	2,7%	4,1%	3,7%	3,1%	4,9%
<i>Otros ajustes en la rentabilidad</i>	-1,6%	-2,4%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-0,8%	-1,2%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-1,1%

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.

⁵ La rentabilidad media es la media geométrica de las rentabilidades de los catorce años:

$$21,6\% = [(1-0,223) \times (1+0,551) \times \dots \times (1+0,338) \times (1+0,662)]^{(1/14)} - 1.$$

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).

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

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 empresa⁶:

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

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 Unión Fenosa.

Tabla 5

Evolución de la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años y rentabilidad exigida a las acciones de Unión Fenosa (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 acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	9,1%	6,8%	9,2%	9,0%	9,5%	8,1%	7,8%	7,1%	10,8%
Prima de riesgo	4,5%	5,0%	3,6%	4,7%	4,1%	3,6%	3,5%	2,8%	3,6%	3,8%	4,3%	3,8%	3,5%	3,5%	3,8%

* Tipos de interés al final del año anterior.

5. Creación de valor para los accionistas

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas 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.

⁶ 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%.

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

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

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 los accionistas.

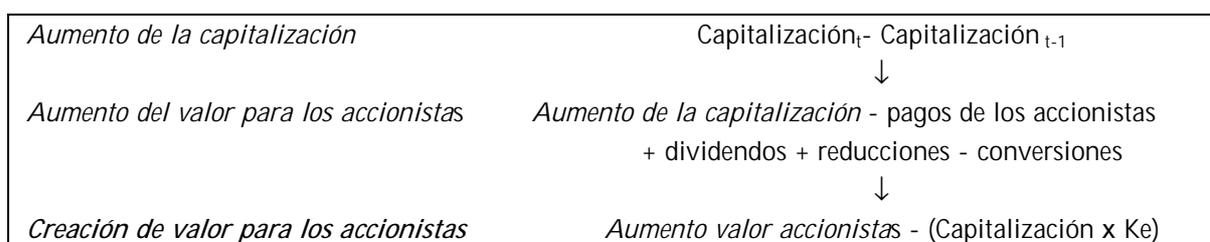
La Tabla 6 muestra que Unión Fenosa creó valor para sus accionistas todos los años, excepto en 1992, 1994, 1997 y 2001-2002.

Tabla 6

Unión Fenosa. 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	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576	
Δ capitalización	-251	323	-92	321	1.163	233	1.822	788	673	-417	-1.715	713	1.359	3.681	8.600
Aumento valor accionistas	-217	399	-39	399	1.285	194	1.936	887	779	-319	-1.628	861	1.533	3.901	9.972
Rentabilidad accionistas	-22%	55,1%	-3,7%	41,8%	101%	8,0%	72,4%	19,7%	14,7%	-5,3%	-29,4%	22,5%	33,8%	66,2%	1437,3%
Rentabilidad exigida acciones	15,8%	17,4%	11,7%	16,5%	13,8%	10,5%	9,1%	6,8%	9,2%	9,0%	9,5%	8,1%	7,8%	7,1%	321,1%
Creación de valor	-371	273	-161	241	1.109	-61	1.692	580	295	-854	-2.153	552	1.181	3.484	5.807
Creación valor (euros de 2005)	-1.350	846	-448	573	2.321	-116	2.936	942	439	-1.166	-2.685	637	1.264	3.484	7.678

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.



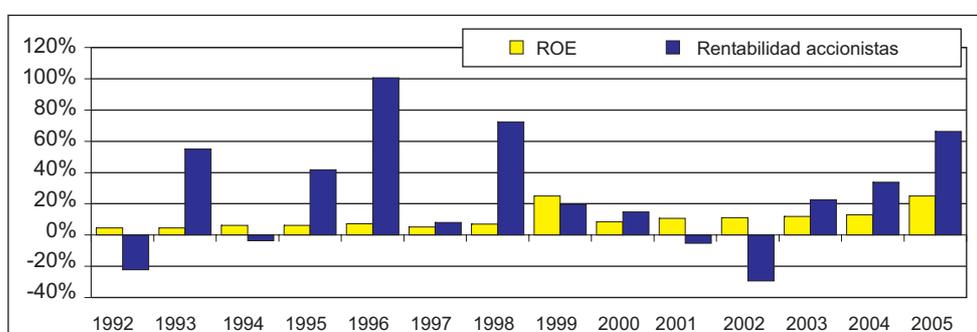
6. El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

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 Unión Fenosa 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 Unión Fenosa fue negativa sólo cuatro años.

Figura 6

ROE y la rentabilidad para los accionistas de Unión Fenosa



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	NIC
Fondos propios	1805	1.807	1.827	1.841	2.748	2.397	2.378	2.752	2.748	3.112	3.128	3.061	3.290	3.924	
Benef. neto	83	81	112	113	133	140	167	593	235	293	345	373	397	824	
Benef. a. de impuestos	114	102	123	124	148	164	211	1.038	388	342	217	382	550	1.091	
ROE	5%	4%	6%	6%	7%	5%	7%	25%	9%	11%	11%	12%	13%	25%	
Rentabilidad accionistas	-22%	55%	-4%	42%	101%	8%	72%	20%	15%	-5%	-29%	23%	34%	66%	

Nótese la variación de los estados contables en 2005 por la introducción de las NIC. Según las NIC, los fondos propios de 2004 fueron 2.962; el beneficio neto, 377, y el beneficio antes de impuestos, 500.

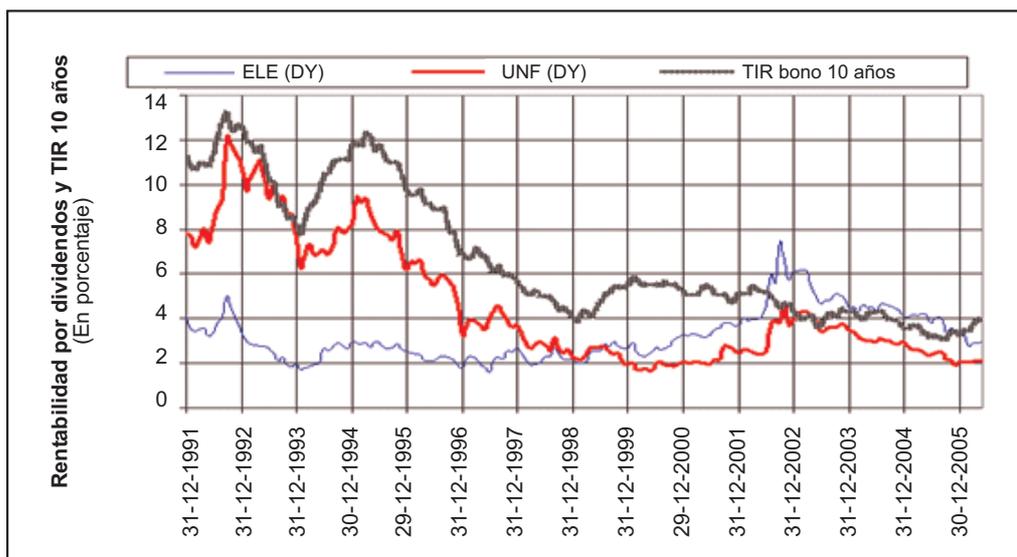
Fuente: Datastream.

La Figura 7 muestra la rentabilidad por dividendos de Unión Fenosa comparada con la TIR de los bonos del Estado a 10 años y la rentabilidad por dividendos de Endesa. 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/acción⁷.

Figura 7

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



7. Comparación de Unión Fenosa con otras empresas de energía internacionales

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

La Tabla 8 muestra la capitalización de las empresas.

⁷ 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.

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 S.A.	-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 S.A.	-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 S.A.	83%	-10%	-23%	1%	3%	13%	37%	20%	12%	23%
Iberdrola S.A.	36%	-12%	0%	13%	-6%	22%	24%	28%	12%	24%
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%
Repsol YPF S.A.	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	10%	28%
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%
Endesa S.A.	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	7%	31%
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%

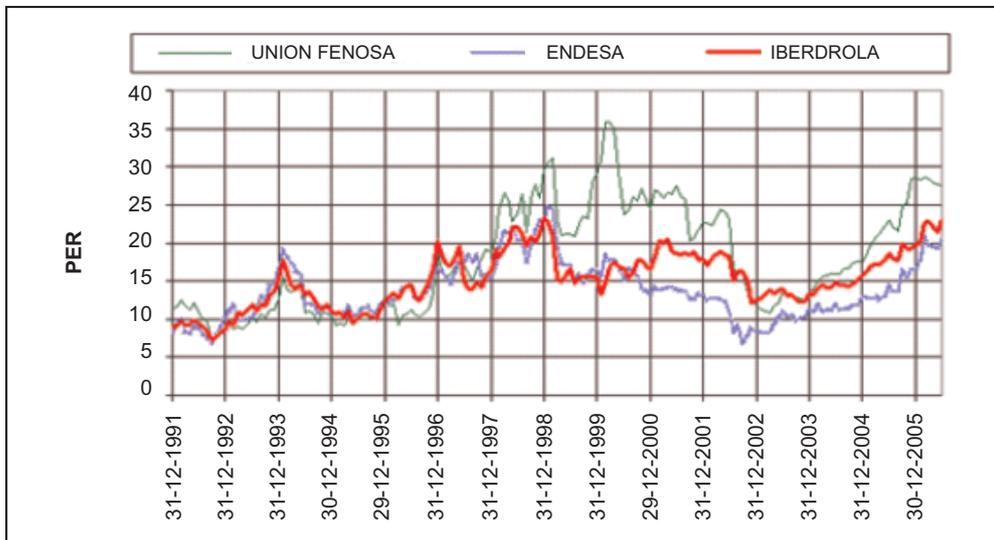
Fuente: ThomsonFinancial.

Tabla 8

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

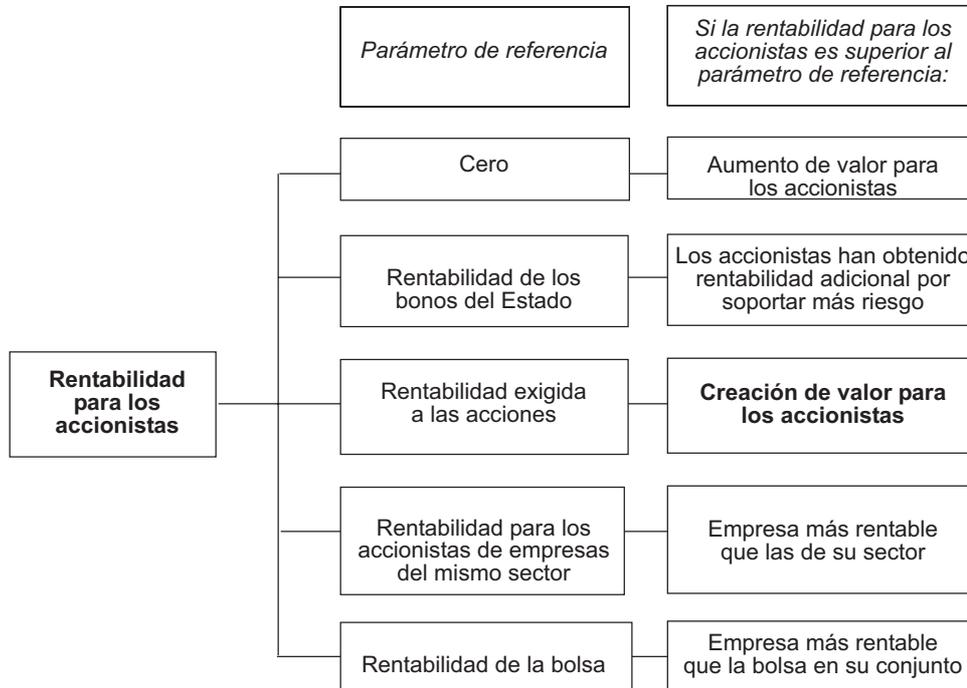
Empresas energéticas	Capitalización (millones de dólares)							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BP PLC	87.893	195.480	181.777	174.338	153.837	179.400	209.945	219.511
ENI	52.400	43.800	51.087	50.164	63.618	75.533	100.256	110.698
Siemens AG	37.799	75.307	77.767	59.468	37.839	71.691	75.527	76.068
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
Repsol YPF S.A.	16.028	26.308	19.508	17.806	16.142	23.807	31.794	35.527
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 S.A.	5.125	11.591	10.610	10.005	5.924	12.244	16.912	29.467
Endesa S.A.	25.337	20.920	18.041	16.564	12.387	20.366	24.881	27.750
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 S.A.	23.944	17.748	12.342	11.375	13.262	17.193	24.385	24.634
Iberdrola S.A.	16.893	12.436	11.300	11.736	12.629	17.819	22.915	24.555
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 S.A.	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
Unión Fenosa S.A.	5.279	5.296	5.592	4.932	4.012	5.722	8.013	11.296
Energias de Portugal	13.211	10.424	9.914	6.518	5.005	7.909	11.083	11.214

Fuente: ThomsonFinancial.



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 referencia⁸. Los parámetros de referencia más frecuentes son:

- Cero. Si la rentabilidad para los accionistas es positiva (superior a cero), los accionistas tienen más dinero nominal que al principio del año.
- 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.
- 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.
- 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).
- 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.

⁸ La comparación con distintas referencias permite responder a distintas preguntas.

9. Unión Fenosa y el IBEX 35

La Tabla 9 compara la rentabilidad para los accionistas de Unión Fenosa con la rentabilidad del IBEX 35. La rentabilidad media anual de Unión Fenosa fue del 21,6%, sensiblemente superior a la del IBEX 35 (14,0%). La rentabilidad de Unión Fenosa fue ocho años superior a la del IBEX 35 y seis años (1992-1993, 1997, 1999 y 2002-2003) inferior.

La rentabilidad de Unión Fenosa en estos catorce años fue del 1.437,3% (cada euro invertido en acciones de Unión Fenosa en diciembre de 1991 se convirtió en 15,37 euros en diciembre de 2005), mientras que la rentabilidad del IBEX 35 en estos catorce años fue del 526,3%⁹. 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 Unión Fenosa, fue del 13,9%¹⁰.

Tabla 9

Comparación de la rentabilidad para los accionistas de Unión Fenosa con la del IBEX 35

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media
Unión Fenosa	-22,3%	55,1%	-3,7%	41,8%	100,7%	8,0%	72,4%	19,7%	14,7%	-5,3%	-29,4%	22,5%	33,8%	66,2%	21,6%
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 Unión Fenosa	-4,7%	61,1%	-11,8%	22,1%	46,2%	45,2%	38,1%	20,1%	-21,2%	-6,1%	-26,4%	32,4%	20,9%	21,2%	13,9%
Unión Fenosa - IBEX	-17,2%	-5,9%	8,0%	19,4%	53,6%	-36,5%	33,8%	-0,3%	35,3%	0,7%	-2,9%	-9,7%	12,7%	44,2%	6,9%
(1+UNF) / (1+IBEX) - 1	-18,1%	-3,7%	9,0%	15,8%	36,5%	-25,3%	24,4%	-0,3%	44,4%	0,8%	-3,9%	-7,3%	10,5%	36,2%	6,6%

La Tabla 10 muestra que la capitalización de Unión Fenosa durante estos años osciló entre el 1,3% y el 2,4% sobre el total de la capitalización del IBEX 35.

Tabla 10

Comparación de la capitalización de Unión Fenosa 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
Unión Fenosa	976	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576
Porcentaje	1,9%	1,6%	1,3%	1,3%	1,5%	2,0%	1,6%	2,0%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,7%	2,4%

⁹ $1.437,3\% = 1,216^{14} - 1$. $526,3\% = 1,14^{14} - 1$.

¹⁰ Esta rentabilidad ($R_{IBEXnoUNF}$) se calcula del siguiente modo:

$$R_{IBEXnoUNF} = (CAP_{IBEX} \times R_{IBEX} - CAP_{UNF} \times R_{UNF}) / CAP_{IBEXnoUNF}$$

Siendo R_{IBEX} y CAP_{IBEX} la rentabilidad del IBEX y su capitalización a principio del año; R_{UNF} y CAP_{UNF} , la rentabilidad de UNF y su capitalización a principio del año; y $CAP_{IBEXnoUNF}$, la capitalización del IBEX sin Unión Fenosa al principio del año.

En diciembre de 1991, Unión Fenosa fue la decimocuarta empresa por capitalización (tras Telefónica, Endesa, Repsol, BBV, Iberdrola, Banco Central, Banco Santander, Popular, Banesto, Hispano, Cepsa, Tabacalera y Acesa). En junio de 2006, Unión Fenosa fue la decimosegunda empresa por capitalización del IBEX 35 (tras BSCH, Telefónica, BBVA, Endesa, Repsol, Iberdrola, Popular, Arcelor, Inditex, ACS y Altadis). 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 Unión Fenosa 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	69.735
Telefónica	6.351	10.390	8.780	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689	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	10.626	8.376	10.735	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
UNF	725	1.048	956	1.277	2.440	2.673	4.495	5.283	5.956	5.539	3.824	4.537	5.896	9.576

10. Riesgo para el accionista de Unión Fenosa

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

La Figura 9 muestra la volatilidad de Unión Fenosa 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 Unión Fenosa respecto al IBEX, a Iberdrola y a Endesa.

La Figura 11 muestra la correlación de la rentabilidad de Unión Fenosa 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 Unión Fenosa 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 Unión Fenosa y 1 euro corto en el IBEX y otras empresas: Endesa, Iberduero, Repsol, Telefónica y SCH.

Figura 8

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

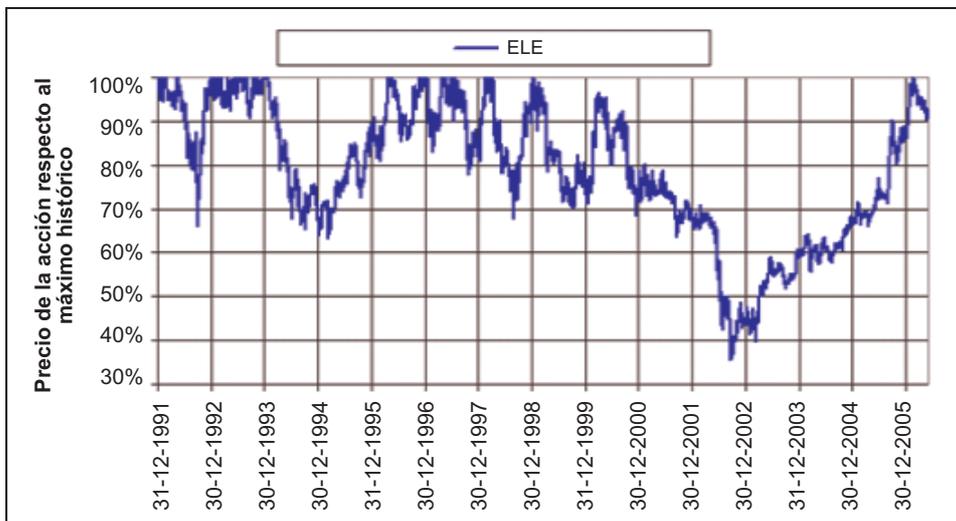
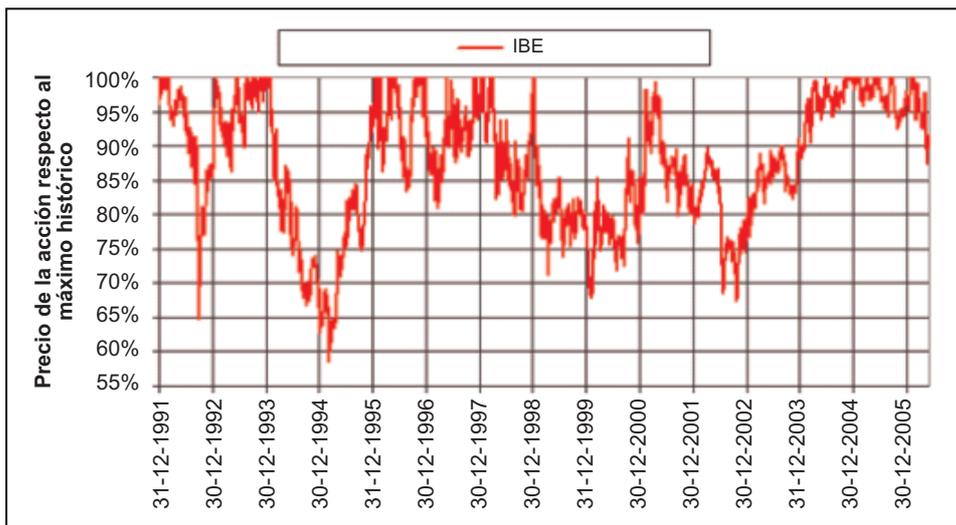
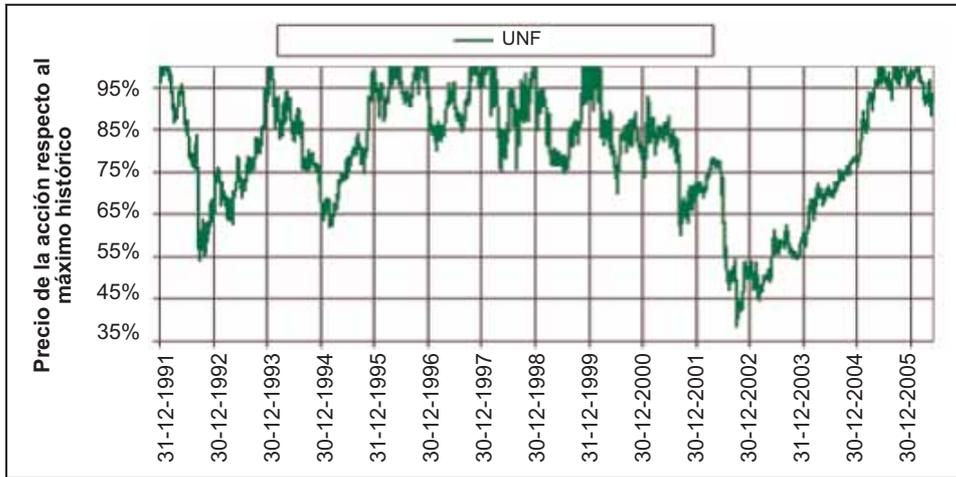


Figura 9

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

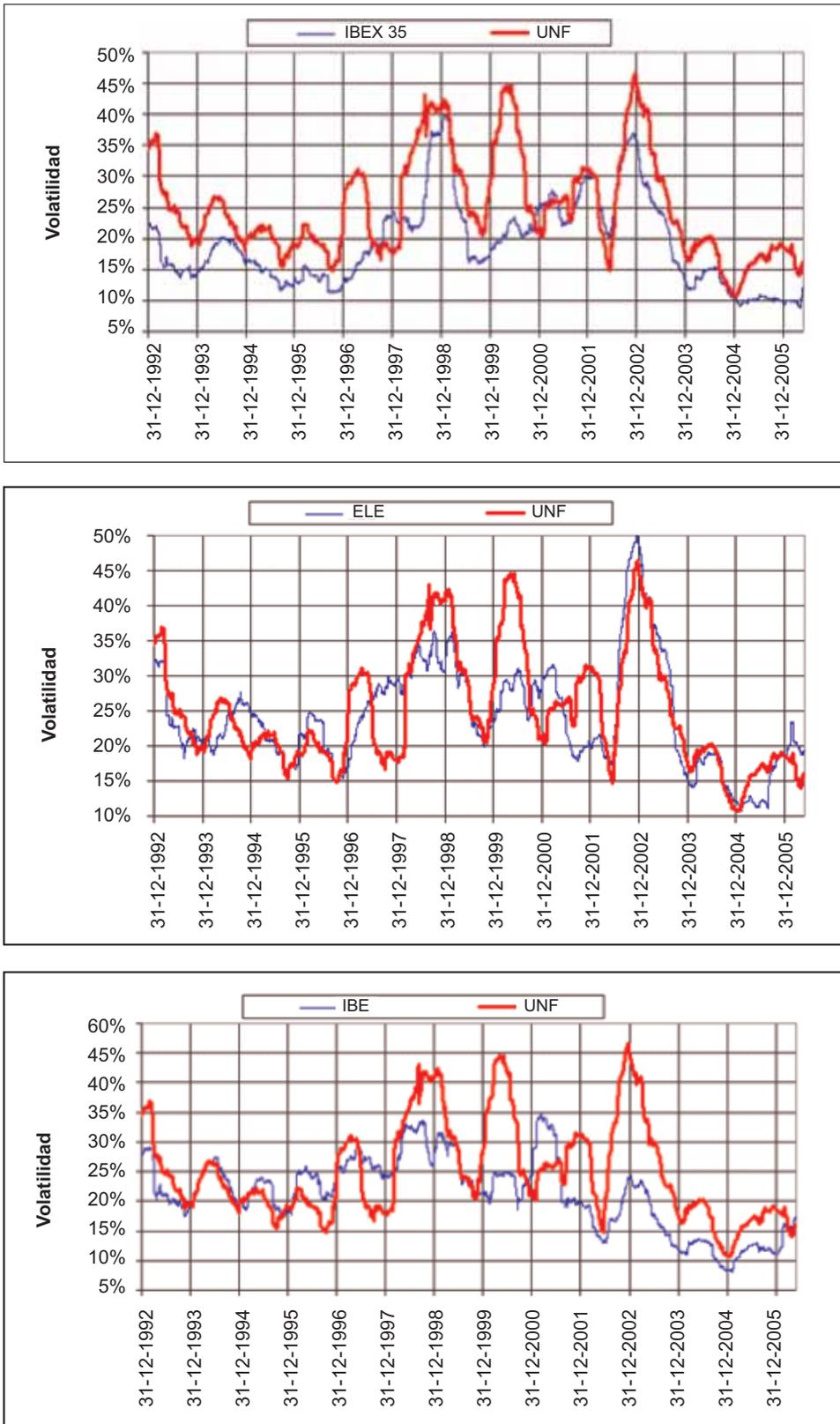


Figura 10

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

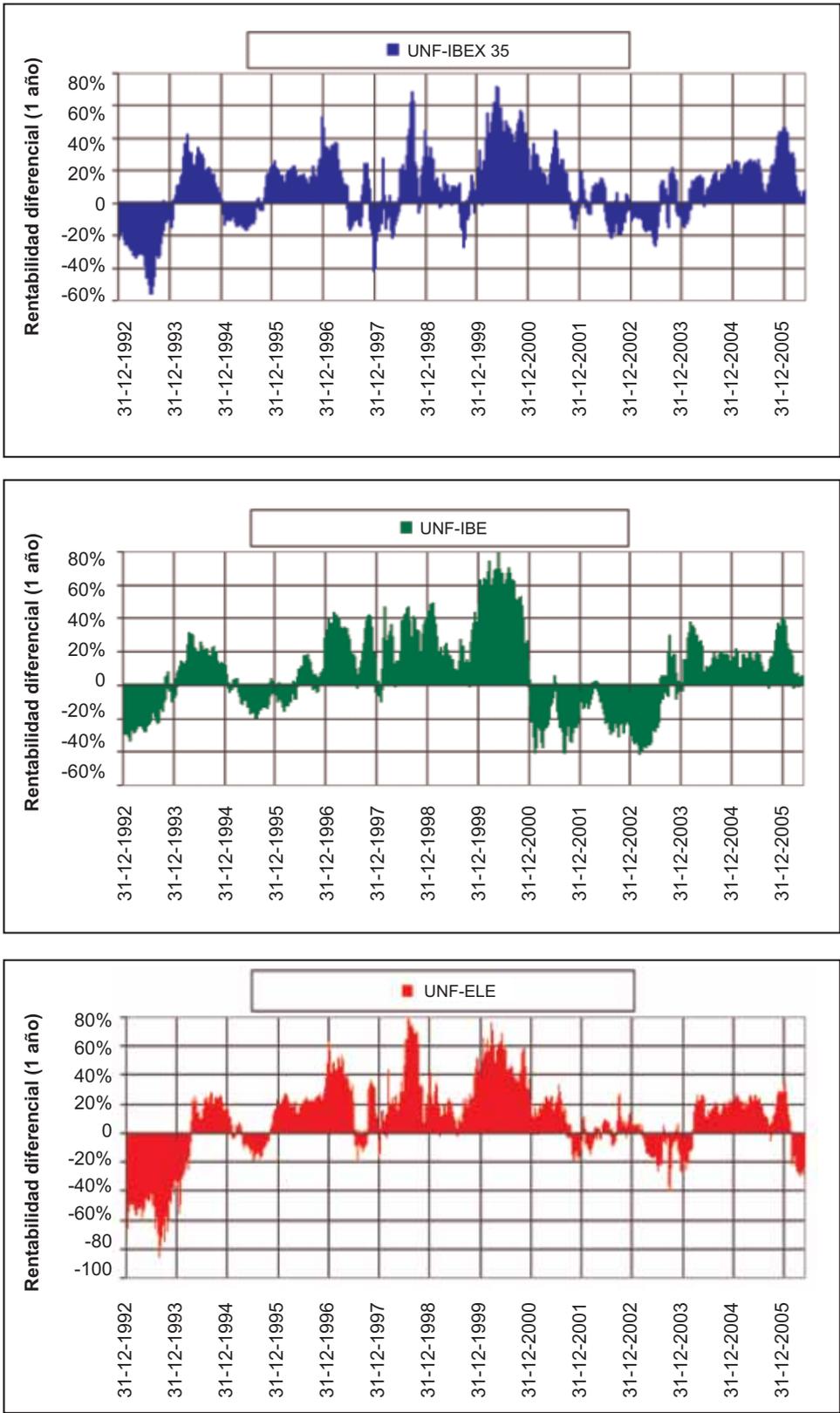


Figura 11

Evolución de la correlación de Unión Fenosa (UNF) respecto al Ibex, Endesa (ELE), Iberdrola (IBE), Telefónica, BSCH y Repsol
(Correlación calculada con datos diarios de un año)

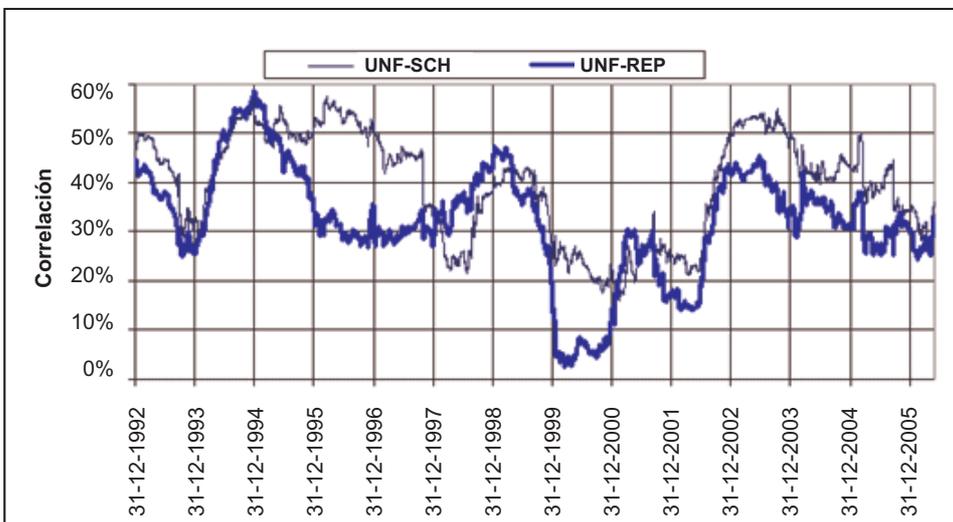
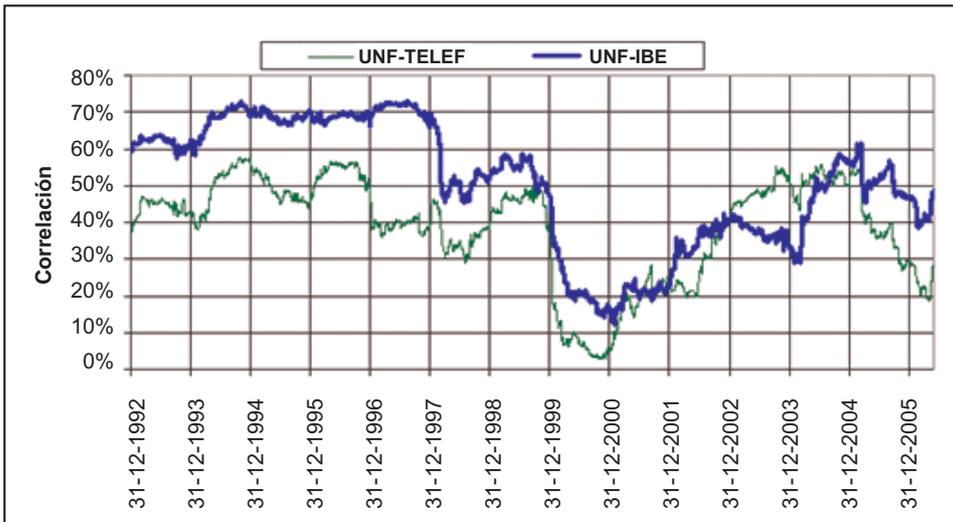
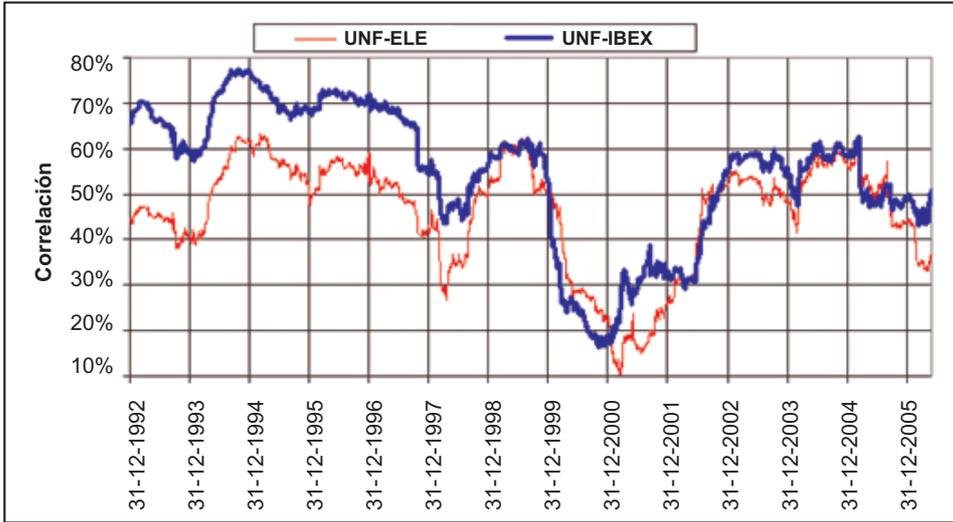


Figura 12

Evolución de las betas calculadas de Unión Fenosa
Betas calculadas cada día con datos de los últimos cinco años anteriores

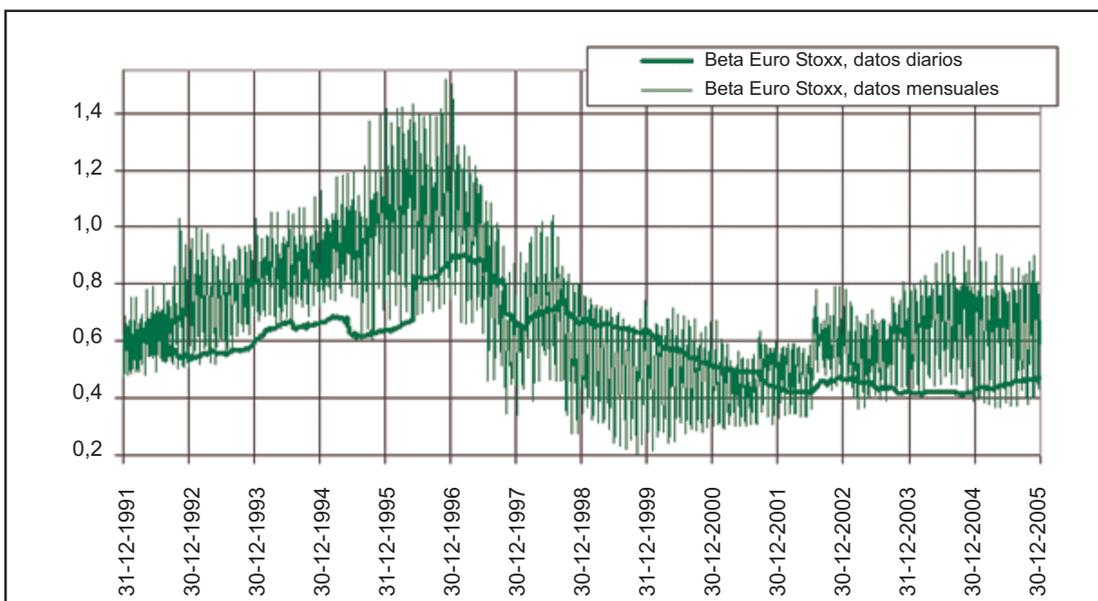
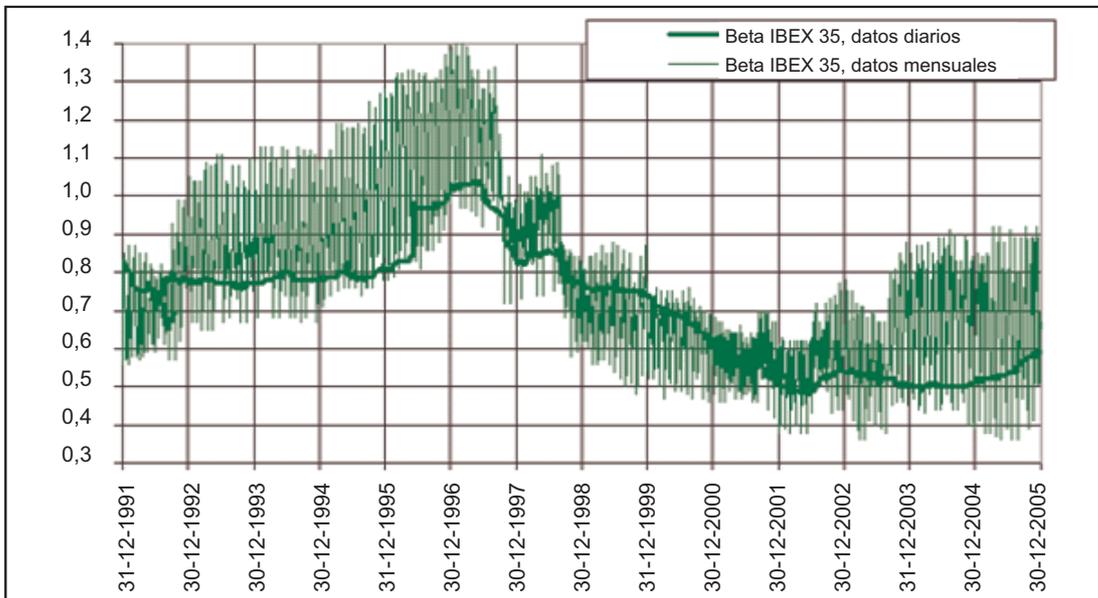
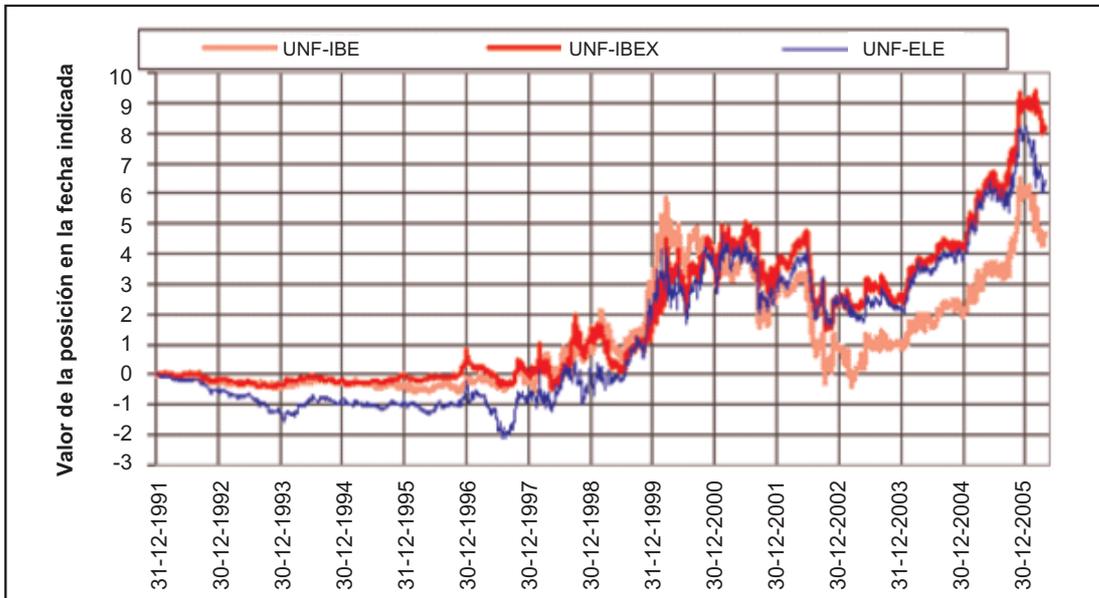


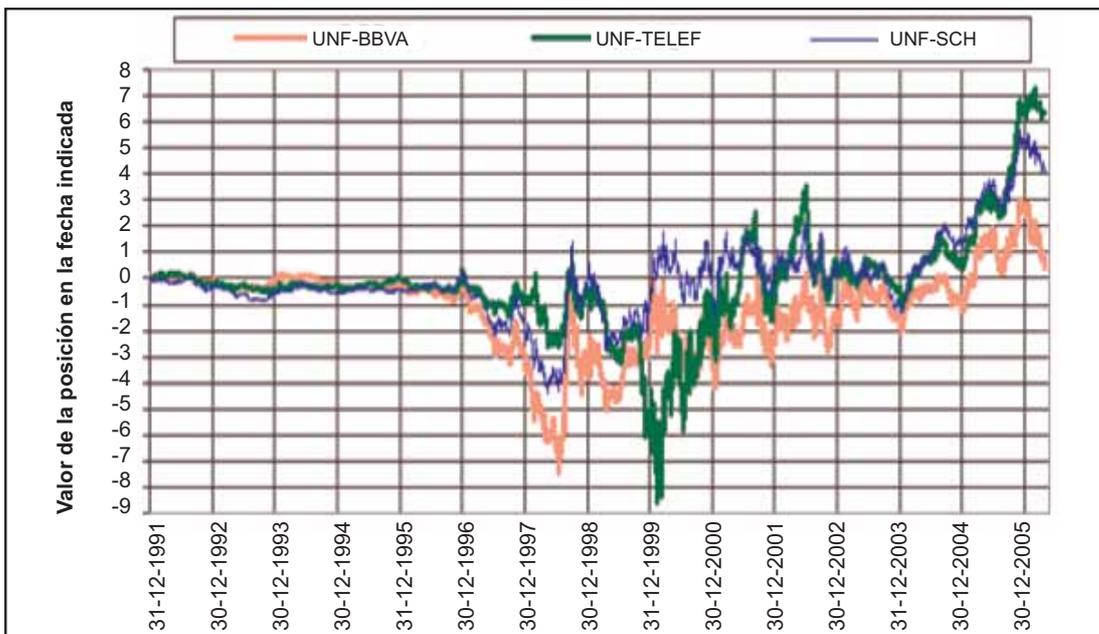
Figura 13

Valor de una posición larga en Unión Fenosa (UNF), y corta en IBEX, IBE, ELE, BBVA, TELEF y SCH

Posición inicial (31-12-1991) consistente en 1 euro comprado de Unión Fenosa y 1 euro corto (vendido) de la empresa correspondiente



Posición inicial (31-12-1991) consistente en 1 euro comprado de Unión Fenosa y 1 euro corto (vendido) de la empresa correspondiente



Anexo 1

Balance de Unión Fenosa. Partidas principales (millones de euros)

ACTIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
I. Gastos de establecimiento	2	1	4	3	3	4	4	16	32	27	20	22	9,8
II. Inmovilizaciones inmateriales	26	34	45	66	81	107	107	619	673	638	649	812	30,7
III. Inmovilizaciones materiales	4.964	4.527	4.499	5.264	5.162	5.394	5.507	8.006	9.582	9.491	8.825	9.010	1,8
IV. Inmovilizaciones financieras	409	439	538	520	919	962	1.700	1.799	1.707	2.270	2.223	2.287	5,6
V. Acciones de la sociedad dominante a largo plazo	0	14	9	0	26	5	29	120	92	33	21	11	
B) INMOVILIZADO	5.401	5.014	5.094	5.853	6.192	6.481	7.347	10.563	12.100	12.475	11.760	12.165	2,3
C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION	4	0	2	0	10	93	218	475	583	641	514	453	105,4
D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (2)	788	661	620	573	30	26	26	176	238	331	293	511	0,6
II. Existencias	135	110	105	135	166	152	158	216	194	178	160	152	1,1
III. Deudores	494	410	365	401	470	554	819	1.445	2.118	1.907	1.601	1.426	2,9
IV. Inversiones financieras temporales	22	18	13	2	34	17	580	131	121	76	111	316	14,5
VI. Tesorería	34	48	36	14	14	31	47	186	227	179	107	104	3,0
VII. Ajustes por periodificación	30	14	21	17	11	14	11	22	34	19	27	61	2,0
E) ACTIVO CIRCULANTE	715	600	540	569	695	767	1.614	1.999	2.693	2.359	2.005	2.059	2,9
TOTAL ACTIVO	6.908	6.276	6.256	6.995	6.926	7.366	9.205	13.214	15.656	15.806	14.571	15.207	2,2

PASIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
A) FONDOS PROPIOS	1.807	1.827	1.841	2.748	2.397	2.378	2.752	2.748	3.112	3.128	3.061	3.290	1,8
B) SOCIOS EXTERNOS	0	0	1	1	2	98	302	777	696	453	1.015	1.001	
C) DIFERENCIA NEGATIVA DE CONSOLIDACION	0	0	4	2	12	12	25	560	125	32	6	6	14,6
D) INGRESOS A DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS (3)	73	175	162	121	142	149	177	369	455	534	858	824	11,2
E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	323	381	433	511	681	861	1.537	1.782	1.203	770	725	870	2,7
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	915	475	421	378	373	373	195	400	593	1.047	1.320	1.319	1,4
II. Deudas con entidades de crédito	2.194	2.048	2.217	2.079	1.989	1.761	1.169	2.230	3.876	4.618	3.311	3.458	1,6
IV. Otras deudas a largo	324	247	240	238	236	261	708	800	1.249	1.404	1.045	1.357	4,2
F) ACREEDORES A LARGO PLAZO	3.432	2.770	2.879	2.695	2.599	2.395	2.072	3.430	5.718	7.068	5.675	6.134	1,8
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	462	561	329	384	275	530	697	572	1.471	315	639	402	0,9
II. Deudas con entidades de crédito	441	203	174	106	399	334	767	1.476	1.132	1.511	898	797	1,8
III. Acreedores comerciales	141	155	310	294	292	392	582	862	1.060	1.071	1.083	1.160	8,2
IV. Otras deudas a corto	228	203	123	134	127	217	294	636	679	921	605	714	3,1
G) ACREEDORES A CORTO PLAZO (4)	1.272	1.122	937	918	1.092	1.474	2.340	3.548	4.347	3.821	3.230	3.082	2,4
TOTAL PASIVO (A+B+C+E+F+G+H)	6.908	6.276	6.256	6.995	6.926	7.366	9.205	13.214	15.656	15.806	14.571	15.207	2,2

Fuente: Memoria anual de la empresa.

Anexo 2

Cuentas de resultados de Unión Fenosa. Partidas principales (millones de euros)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004-1993
+ Importe neto de la cifra de negocio (5)	1.933	1.820	2.085	2.038	2.119	2.553	3.081	4.078	5.442	5.831	5.560	5.803	3,0
+ Otros ingresos (6)	155	74	81	76	87	81	179	434	509	375	240	205	1,3
+/- Variación existencias productos terminados y en curso	-1	0	1	-1	4	6	3	17	7	12	-2	3	-3,3
VALOR TOTAL DE LA PRODUCCION	2.087	1.895	2.167	2.113	2.210	2.639	3.263	4.528	5.958	6.218	5.799	6.011	2,9
- Compras netas	-734	-710	-856	-785	-763	-1.204	-1.579	-2.534	-3.011	-3.344	-2.982	-3.170	4,3
+/- Variación existencias mercancías, materias primas y otras materias consumibles	32	-25	-11	31	-66	-50	-17	140	-27	-15	-9	-2	-0,1
- Gastos externos y de explotación (7)	-202	-201	-229	-235	-261	-303	-383	-555	-889	-819	-838	-886	4,4
VALOR AÑADIDO AJUSTADO	1.182	959	1.071	1.124	1.119	1.083	1.284	1.580	2.030	2.040	1.970	1.954	1,7
- Gastos de personal	-246	-259	-296	-306	-317	-322	-405	-532	-742	-731	-665	-665	2,7
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACION	936	701	776	818	802	760	879	1.048	1.288	1.309	1.305	1.289	1,4
- Dotación amortizaciones inmovilizado	-338	-299	-308	-325	-312	-285	-334	-381	-464	-567	-526	-475	1,4
- Variación provisiones de circulante (9)	-2	-1	-4	-5	-1	-7	-7	-35	-87	-50	-68	-45	22,7
RESULTADO NETO DE EXPLOTACION	596	401	464	488	489	468	539	632	737	692	712	769	1,3
+ Ingresos financieros	11	34	15	7	15	27	35	56	137	297	219	208	19,4
- Gastos financieros	-455	-338	-367	-313	-279	-225	-179	-266	-490	-642	-526	-440	1,0
+ Intereses y diferencias cambio capitalizados	25	18	16	16	13	11	7	8	45	72	63	66	2,6
- Dotación amortización y provisiones financieras (10)	-131	-60	-8	-22	-16	-10	-44	-23	-3	-8	-22	-16	0,1
+/- Participación resultados en sociedades puestas en equivalencia	2	1	7	11	13	22	1	6	-72	-74	22	46	27,4
- Amortización fondo de comercio de consolidación	-2	0	0	-2	-20	-4	-13	-31	-40	-39	-39	-37	24,1
- Reversión diferencias negativas de consolidación	0	0	0	0	0	0	0	38	113	72	16	0	
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	47	55	126	185	215	289	346	420	427	370	447	595	12,6
+/- Resultados procedentes del inmovilizado inmaterial, material y cartera de control	36	197	8	2	1	7	406	-3	61	33	140	38	1,0
- Variación provisiones inmovilizado inmaterial, material y cartera de control (12)	4	-4	3	0	-1	-1	-47	-40	-39	-1	-60	-13	-3,3
+/- Resultados por operaciones con acciones y obligaciones propias (13)	1	1	1	1	5	5	9	14	9	-9	1	0	0,4
+/- Resultados de ejercicios anteriores (14)	0	0	0	0	-2	0	0	16	3	21	-18	70	
+/- Otros resultados extraordinarios (15)	14	-125	-13	-41	-53	-89	324	-18	-120	-198	-128	-140	-10,2
RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	102	123	124	148	164	211	1.038	388	342	217	382	550	5,4
+/- Impuestos sobre beneficios	-21	-11	-12	-15	-23	-43	-420	-115	-33	103	-1	-104	5,0
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	81	112	113	133	141	168	618	273	309	320	381	446	5,5
+/- Resultados atribuidos a socios externos	0	0	0	0	0	-1	-26	-38	-16	25	-8	-48	
RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE	81	112	113	133	140	167	593	235	293	345	373	397	4,9

Anexo 2 (continuación)

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

	2004 NIIF	2005 NIIF		2004 NIIF	2005 NIIF
ACTIVO			Importe neto de la cifra de negocio	4.364	6.014
I. Inmovilizado material	9.502	10.829	+ Otros ingresos	101	84
III. Fondo de comercio	163	180	+/- Variación de existencias de productos terminados o en curso	0	2
IV. Otros activos intangibles	531	674	- Aprovisionamientos	-2.156	-3.346
V. Activos financieros no corrientes	926	1.764	- Gastos de personal	-572	-688
VI. Inversiones contabilizadas por el método de participación	697	156	- Dotación a la amortización	-454	-521
VIII. Activos por impuestos diferidos	1.112	1.222	- Otros gastos	-508	-589
IX. Otros activos no corrientes	100	98	BENEFICIOS/(PERDIDA) de explotación	774	956
A) ACTIVOS NO CORRIENTES	13.031	14.924	+ Ingresos financieros	64	55
II. Existencias	94	114	- Gastos financieros	-428	-530
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.200	1.621	+/- Diferencias de cambio (neto)	28	7
IV. Otros activos financieros corrientes	163	191	+/- Variaciones de valor de instrumentos financieros a valor razonable	50	35
V. Activos por impuestos sobre las ganancias corrientes	44	245	+/- Variaciones de valor de activos no financieros a valor razonable	0	-147
VI. Otros activos corrientes	222	243	+/- Resultados por deterioro/reversión del deterioro de activos (neto)	-16	-36
VII. Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	200	151	+/- Participación según el método de la participación	9	14
VIII. Activos no corr. clasif. como mantenidos para la venta	315	241	+/- Enajenación de activos no corrientes	18	736
B) ACTIVOS CORRIENTES	2.238	2.807	+/- Otras ganancias o pérdidas (neto)	0	0
TOTAL ACTIVO (A+B)	15.269	17.731	BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	500	1.091
			+/- Gastos por impuesto sobre las ganancias	-109	-253
PATRIMONIO NETO DE LA DOMINANTE	2.962	3.924	BENEFICIO/(PERDIDA) DEL EJERCICIO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	391	838
X. Intereses minoritarios	356	1.143	+/- Resultado después de impuestos de las actividades interrumpidas	7	-3
A) PATRIMONIO NETO	3.318	5.067	BENEFICIO/(PERDIDA) DEL EJERCICIO	398	835
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	2.089	2.132	+/- Intereses minoritarios	-21	-11
II. Deudas con entidades de crédito	3.570	3.368	BENEFICIO ATRIBUIBLE A PATRIMONIO NETO DE LA DOMINANTE	377	824
IV. Pasivos por impuestos diferidos	706	741			
V. Provisiones	896	1.239			
VII. Otros pasivos no corrientes	988	1.122			
B) PASIVOS NO CORRIENTES	8.736	8.690			
I. Emisión de obligaciones y otros valores negociables	399	248			
II. Deudas con entidades de crédito	852	479			
III. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	749	1.128			
VI. Pasivos por impuestos sobre las ganancias corrientes	196	315			
VII. Otros pasivos corrientes	609	1.359			
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO (A+B+C)	15.269	17.731			

Anexo 2 (continuación)

Resultados por segmentos – Ejercicio 2005 (millones de euros)

Descripción	Negocio energético en España			Negocio eléctrico internacional				Estructura corporativa y otros (1)	Ajustes y eliminaciones	Total Grupo	
	Gas	Generación	Distribución	México	Colombia	Centro-américa y resto	Estructura corporativa				Soluziona
Ingresos	334.864	2.731.536	622.878	563.237	751.536	918.452	4.578	537.273	153.788	-519.322	6.098.820
Aprovisionamientos	188.691	1.805.732	289	420.289	390.715	644.719	867	173.197	32.044	-312.171	3.344.372
Gastos de personal	6.905	140.053	171.412	5.768	41.803	37.303	5.360	215.584	65.628	-1.879	687.937
Otros gastos	15.231	186.704	163.101	18.910	160.527	96.753	-8.328	107.116	88.180	-155.620	672.574
Activación de gastos operativos	-961	7.827	17.082		7.007	11.104	222	3.100		38.014	83.395
Amortización y depreciación	24.845	158.410	142.574	40.615	72.613	43.835	349	15.432	59.115	-4.435	553.353
RESULTADO DE EXPLOTACION	98.231	448.464	162.584	77.655	92.885	106.946	6.552	29.044	-91.179	-7.203	923.979
Gastos financieros	31.409	77.737	73.343	35.333	85.706	26.961	56.691	12.312	343.058	-220.489	522.061
Resultado de inversiones financieras	924	12.019	3.815	2.893	10.816	10.225	138	7.764	515.403	-476.075	87.922
Participación en el resultado de asociadas	-89	4.812		-1.280			2.414	6.977	707	-1	13.540
Resultado de activos no corrientes no financieros		-1.291	-93	-2	-2.048	-911	-108.326	234	700.221	1	587.785
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	67.657	386.266	92.962	43.934	15.948	89.298	-155.913	31.708	762.094	-262.789	1.091.165
Impuestos	29.571	130.883	30.791	32.508	16.336	35.198	-78.835	3.165	60.673	-7.472	252.818
RESULTADO DEL EJERCICIO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	38.087	255.384	62.170	11.426	-388	54.100	-77.078	28.543	721.421	-255.318	838.347
RESULTADO DEL EJERCICIO DE ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS											-3.458
RESULTADO DEL EJERCICIO	38.087	255.384	62.170	11.426	-388	54.100	-77.078	25.085	721.421	-255.318	834.889
Atribuible a accionistas de la sociedad dominante	38.287	254.684	62.168	11.426	6.332	39.465	-77.078	22.219	721.386	-255.161	823.728
Atribuible a intereses minoritarios	-200	700	2		-6.720	14.635		2.866	35	-157	11.161

(1) Recoge principalmente la eliminación de ingresos y gastos operativos, así como financieros, por operaciones intersegmentos.

Anexo 2 (continuación)

Estados financieros por segmentos – Ejercicio 2005 (millones de euros)

Descripción	Negocio energético en España			Negocio eléctrico internacional			Estructura corporativa y otros (2)	Soluziona	Estructura corporativa y otros (2)	Total Grupo
	Gas	Generación	Distribución	México	Colombia	Centroamérica y resto				
ACTIVO	1.002.829	5.206.612	3.915.958	1.040.985	2.499.736	1.210.794	572.917	691.730	1.589.411	17.730.972
ACTIVO NO CORRIENTE / INMOVILIZADO	825.081	4.312.752	3.172.302	825.767	2.265.603	918.950	494.987	186.427	1.921.879	14.923.748
Inmovilizado material	780.291	3.401.971	2.848.948	779.743	1.880.098	851.799	213	37.238	249.187	10.829.488
Activos intangibles	5.814	209.042	22.517	1.286	29.031	9.098	205	32.286	364.240	673.519
Fondo de comercio	7.758	3.549					88.334	11.677	68.193	179.511
Activos financieros no corrientes	16.755	545.898	108.748	18.618		14.426	236.528	3.649	819.407	1.764.029
Inversiones en asociadas	9.382	24.697					-10.006	52.032	80.387	156.492
Activos por impuestos diferidos	4.995	125.894	97.827	26.119	353.186	30.002	179.562	48.764	355.872	1.222.221
Otros activos no corrientes	86	1.701	94.262	1	3.288	13.625	151	781	-15.407	98.488
ACTIVO CORRIENTE / CIRCULANTE	177.748	893.860	743.656	175.494	234.133	291.844	77.930	423.286	-452.066	2.565.885
Existencias	22.096	69.020	381	454		10.744		4.600	7.023	114.318
Clientes y otras cuentas a cobrar	52.631	322.377	554.451	89.678	159.478	208.229	1.739	323.253	(90.391)	1.621.445
Activos financieros corrientes	74.674	352.222	63.559	38.487	44.879	48.845	75.537	71.754	-578.925	191.032
Otros activos corrientes	21.296	97.378	74.218	45.681	12.987	8.652	-178	19.094	208.858	487.986
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.051	52.863	51.047	1.194	16.789	15.374	832	4.585	1.369	151.104
ACTIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA				39.724				82.017	119.598	241.339
FONDOS PROPIOS Y PASIVO	1.002.829	5.206.612	3.915.958	1.040.985	2.499.736	1.210.794	572.917	691.730	1.589.411	17.730.972
PATRIMONIO NETO	273.541	823.487	625.532	344.577	1.195.883	491.553	-1.170.832	294.039	2.188.990	5.066.770
PASIVO NO CORRIENTE / A LARGO PLAZO	586.143	2.365.836	2.308.855	511.010	936.405	384.010	1.707.091	66.172	-175.486	8.690.036
Deuda financiera	393.955	617.913	1.14.283	378.295	350.687	70.755		4.147	3.570.527	5.500.562
Provisiones	1.678	183.973	163.782	11.045	386.018	11.787	83.079	8.112	389.766	1.239.240
Otros pasivos financieros		1.199.333	1.555.862	49.930		145.170	1.586.924	6.519	-4.456.921	87.044
Pasivos por impuestos diferidos	5.756	146.420	-6.522	54.600	141.387	24.868	30.086	14.423	329.701	740.719
Otros pasivos no corrientes	184.527	218.197	481.450	17.140	58.313	131.430	7.002	32.971	-8.559	1.122.471
PASIVO CORRIENTE / A CORTO PLAZO	143.145	2.017.289	981.571	185.398	367.448	335.231	36.658	274.479	-528.049	3.813.170
Deuda financiera	42.696	63.312	30.711	42.188	65.301	105.198	-3	42.859	335.013	727.275
Provisiones		223.587						1.202		224.789
Otros pasivos financieros	8.553	464.798	258.356	1.221	27.232	14.330	72.485	9.661	-797.355	59.281
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	24.136	255.993	353.217	89.015	136.744	122.011	-104	103.905	42.818	1.127.735
Otros pasivos corrientes	67.760	1.009.599	339.287	52.974	138.171	93.692	-35.720	116.852	-108.525	1.674.090
PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA								57.040	103.956	160.996

Anexo 3

Unión Fenosa. Otras informaciones y magnitudes

Consejo de administración

Nombre	Cargo en el consejo	Fecha primer nombramiento	Fecha último nombramiento
D. PEDRO LOPEZ JIMENEZ	PRESIDENTE	17-10-2005	04-01-2006
D. HONORATO LOPEZ ISLA	VICEPRESIDENTE- CONSEJERO DELEGADO	22-07-1994	22-03-2002
D. ANTONIO BARRERA DE IRIMO	VICEPRESIDENTE	22-07-1994	22-03-2002
D. JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ	VICEPRESIDENTE	26-02-1988	04-05-2001
D. JOSE MARIA ARIAS MOSQUERA	VICEPRESIDENTE	31-01-1992	04-05-2001
D. JAIME TERCEIRO LOMBA	CONSEJERO	28-10-1988	06-05-2005
D. GUILLERMO DE LA DEHESA ROMERO	CONSEJERO	28-10-1988	04-05-2001
D. JOSE ANTONIO OLAVARRIETA ARCOS	CONSEJERO	29-09-1989	04-05-2001
D. ERNESTO GERARDO MATA LOPEZ	CONSEJERO	07-06-1990	06-05-2005
D. FERNANDO FERNANDEZ-TAPIAS ROMAN	CONSEJERO	25-01-1991	04-05-2001
D. ELIAS VELASCO GARCIA	CONSEJERO	25-02-1997	04-05-2001
D. ALFONSO PORRAS DEL CORRAL	CONSEJERO	24-07-2002	17-06-2003
D. JOSE B. TERCEIRO LOMBA	CONSEJERO	24-07-2002	17-06-2003
D. LUIS ESTEBAN MARCOS	CONSEJERO	25-02-2004	29-04-2004
D. MIGUEL CANALEJO LARRAINZAR	CONSEJERO	01-12-2004	06-05-2005
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra, representada por D. JULIO FERNANDEZ GAYOSO (CAIXANOVA)	CONSEJERO	27-04-2005	06-05-2005
D. MANUEL DELGADO SOLIS	CONSEJERO	17-10-2005	04-01-2006
D. ANGEL GARCIA ALTOZANO	CONSEJERO	17-10-2005	04-01-2006
D. SANTOS MARTINEZ -CONDE Y GUTIERREZ-BARQUIN	CONSEJERO	17-10-2005	04-01-2006
D. JUAN CARLOS RODRIGUEZ CEBRIAN	CONSEJERO	04-01-2006	04-01-2006

Remuneraciones y otros beneficios administradores y directivos en la sociedad dominante: (miles de euros)

Descripción	2005	2004
Retribución fija	4.307	4.108
Retribución variable	1.053	1.031
Dietas	852	804
Opciones sobre acciones y/o instrumentos financieros	1.839	305
Otros beneficios:		
Fondos y planes de pensiones: aportaciones	2.557	602
Fondos y planes de pensiones: obligaciones contraídas	4.790	2.589
Primas de seguros de vida	1	1

El Grupo tiene dotada una provisión para hacer frente en ejercicios futuros a una posible retribución diferida del equipo directivo vinculada al cumplimiento del plan de negocio del Grupo Unión Fenosa para el período 2004-2007. El importe de la retribución prevista es de 2.187.000 euros para los consejeros ejecutivos.

Remuneración respecto al beneficio de la sociedad dominante	2005	2004
Remuneración total consejeros (miles de euros)	8.051	6.248
Remuneración total consejeros / beneficio atribuido sociedad dominante (porcentaje)	0,98	1,66

MIEMBROS DE LA ALTA DIRECCION

D. Ramón Novo Cabrera	Secretario general y del consejo
D. José Antonio de Tomás y Alonso	Secretario técnico
D. José Manuel Arrojo Botija	Director general financiero
D. Juan José González López	Secretario general de control
D. Juan Antonio Hernández-Rubio Muñoyerro	Director general económico
D. Juan Luis López Cardenete	Director general de redes
D. José María Paz Goday	Secretario general de regulación
D. Santiago Roura Lama	Consejero delegado de Soluziona y director general de telecom. y sistemas
D. José María Vázquez-Pena Pérez	Director general de recursos
D. José Luis Zapata Pinar	Director general de generación
D. Miguel Angel Arias Arias	Director de minería
D. Alejandro Sánchez Bustamante	Director de servicios jurídicos
D. José Manuel Velasco Guardado	Director de comunicación

La remuneración total devengada a favor de los miembros de la alta dirección que no son consejeros ejecutivos ascendió en los ejercicios 2005 y 2004 a 4.517.000 y 4.017.000 de euros, respectivamente. El importe de la retribución prevista, vinculada al cumplimiento del plan de negocio del Grupo mencionada en el apartado c.1. es de 2.752.000 de euros para los miembros de la alta dirección.

Fuente: Memoria anual de la empresa.

Anexo 3 (continuación)

HONORARIOS AUDITORIA

En "otros servicios exteriores y gastos accesorios" están incluidos, entre otros, gastos de investigación por importe de 1.460.000 euros a 31 de diciembre de 2005 (1.054.000 euros a 31 de diciembre de 2004) y los honorarios satisfechos por las sociedades consolidadas por las auditorías de sus cuentas anuales, otros trabajos de verificación contable y consultoría. Estos gastos ascendieron a 5.539.000 euros en el ejercicio 2005, y a 4.397.000 euros en el ejercicio 2004, de acuerdo con el siguiente detalle:

(Miles de euros)	2005		2004	
	Deloitte	Otras firmas	Deloitte	Otras firmas
Auditoría	2.280	468	1.763	387
Servicios relacionados con la auditoría	1.401	5	452	68
Otros servicios	608	778	760	967
TOTAL	4.289	1.250	2.975	1.422

PARTICIPACIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION

Consejeros	Sociedad	Participación	Cargo
D. Pedro López Jiménez	Compañía Española de Petróleos, S.A. (CEPSA)	Inferior a 0,001	Consejero
D. Honorato López Isla	Hullas del Coto Cortés, S.A. Operador del Mercado Ibérico de Energía – Polo Español, S.A. (OMEL) Soluziona R Cable y Telecomunicaciones Galicia, S.A.	- - -	Consejero Consejero Presidente Presidente
D. Antonio Barrera de Irimo	Bull España, S.A.	-	Presidente
D. José Luis Méndez López	Enagás, Endesa, Iberdrola, Red Eléctrica de España, Repsol YPF, todas < 0,001		
D. José María Arias Mosquera	Red Eléctrica de España, Repsol YPF, Telefónica. Telefónica Móviles, todas < 0,001		- -
D. Jaime Terceiro Lomba	Sogecable, S.A. Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	Inferior a 0,001 0,002	Consejero Consejero
D. José Antonio Olavarrieta Marcos	Endesa, Repsol YPF, S.A.	Inferiores a 0,001	- -
D. Ernesto Gerardo Mata López	Compañía Española de Petróleos, S.A. (CEPSA)	-	Consejero
D. Elías Velasco García	Enel Unión Fenosa Renovables, S.A. Compañía Española de Petróleos, S.A. (CEPSA) Gasifica, S.A. Presidente de Generación Peninsular, Nueva Generadora del Sur, Planta de Regasificación de Sagunto, Segas Services, Spanish Egyptian Gas Company, Unión Fenosa Gas y Unión Fenosa Gas Comercializadora, S.A. Unión Fenosa Generación, S.A. Unión Fenosa Gas Exploración y Producción, S.A.		Vicepresidente Consejero Administrador solidario Presidente Presidente Presidente Administrador solidario Administrador solidario
D. Alfonso Porras del Corral	Hullas del Coto Cortés, S.A. Endesa, S.A. Iberdrola, S.A.	Inferior a 0,001 Inferior a 0,001 Inferior a 0,001	Consejero - -
D. José B. Terceiro Lomba	Abengoa, S.A.	0,22 1	Consejero
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra (Caixanova)	Eólica Galenova, S.L. Enagás, S.A. Endesa, S.A. Gas Natural, S.A. Regasificadora del Noroeste, S.A. (Reganosa) Repsol YPF, S.A.	66, 667 0,03 1 0,155 0,022 5,000 0,026	- - - - -
D. Julio Fernández Gayoso (representante de Caixanova)	Enagás, Endesa, Gas Natural, Iberdrola, S.A.	Inferiores a 0,001	- -
D. Angel García Altozano	Presidente de Energías Ambientales EASA, Societat Eólica de L'Enderrocada, Energías Ambientales de Somozas, Energías Ambientales de Vimianzo,		Presidente
D. Santos Martínez-Conde y Gutiérrez-	Abengoa, S.A. 0,002; CEPSA, Enagás, Endesa, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Repsol YPF. Inferiores a 0,001		- -

Anexo 4

Detalles del balance

CONCILIACION PATRIMONIO NETO PGC-NIIF a 31 de diciembre de 2004 (miles de euros)

	Capital, reservas y diferencias de conversión	Resultado atribuible	Accionistas minoritarios	Patrimonio neto
31 de diciembre de 2004 PGC	2.892.661	397.453		3.290.114
Incorporación de accionistas minoritarios			1.001.112	1.001.112
Activos no corrientes	(108.069)	(20.603)		(128.672)
Obligaciones por prestaciones post-empleo	(108.256)	71.975		(36.281)
Pasivos relacionados con provisiones e instrumentos financieros	(146.765)	(20.475)		(167.240)
Participaciones preferentes		(25.443)	(586.946)	(612.389)
Impuestos diferidos	(92.850)	3.325		(89.525)
Inversiones disponibles para la venta	224.498	(32.741)		191.757
Otros ajustes y reclasificaciones y atribución a minoritarios	(75.642)	3.260	(58.394)	(130.776)
31 de diciembre de 2004 NIIF	2.585.577	376.751	355.772	3.318.100

El total fondos propios según PGC se compone únicamente de aquellos fondos correspondientes a los accionistas de la sociedad dominante, a diferencia del patrimonio neto definido en NIIF, que incluye tanto el patrimonio atribuible a la sociedad dominante como a los accionistas minoritarios.

INMOVILIZADO MATERIAL - Ejercicio 2005 (miles de euros)

Inmovilizado material	Saldo a 01-01-2005	Variación tipo de cambio	Variación perímetro	Trasposos			Trasposos y otros	Saldo a 31-12-2005
				Entradas	curso / explotación	Bajas		
Terrenos y construcciones	387.954	18.380	555	10.344	25.232	(10.833)	7.418	439.050
Instalaciones técnicas y maquinaria	13.745.709	610.844	3.933	281.365	1.295.778	(65.159)	(18.464)	15.854.006
Otras instalaciones, utillaje, mobiliario y otros	595.843	57.902	2.366	21.302	16.748	(29.703)	16.760	681.218
Anticipos e inmovilizado material en curso	1.376.980	81.018	82.761	989.352	(1.337.758)	(41.612)	(46.717)	1.104.024
TOTAL COSTE	16.106.486	768.144	89.615	1.302.363		(147.307)	(41.003)	18.078.298
Depreciación acumulada y deterioro								
Terrenos y construcciones	(137.938)	(4.648)	(32)	(7.421)		1.920	2.960	(145.159)
Instalaciones técnicas y maquinaria	(5.974.954)	(141.793)	(184)	(457.627)		12.523	93.377	(6.468.658)
Otras instalaciones, utillaje, mobiliario y otros	(402.730)	(27.755)	(1.815)	(46.683)		22.139	(89.304)	(546.148)
TOTAL DEPRECIACION ACUMULADA	(6.515.622)	(174.196)	(2.031)	(511.731)		36.582	7.033	(7.159.965)
Deterioro	(88.540)	(500)	(37)	(3.984)		4.216		(88.845)
TOTAL COSTE NETO	9.502.324	593.448	87.547	786.648		(106.509)	(33.970)	10.829.488

ACTIVOS INTANGIBLES - Ejercicio 2005

Activos intangibles	Trasposos y		Saldo a 31-12-2005
	Bajas	otros	
Desarrollo	(15.587)	(5.669)	63.953
Propiedad industrial	(1.255)	27.063	391.893
Derechos de emisión			158.519
Derechos de traspaso			2.047
Aplicaciones informáticas	(53.075)	3.464	358.212
Otros activos intangibles	(8.144)	(26.135)	19.984
Anticipos para activos intangibles	(551)	1.543	1.782
TOTAL COSTE	(78.612)	266	996.390
Amortización acumulada y deterioro			
Desarrollo	7.905		(43.034)
Propiedad industrial	549	5.229	(42.668)
Derechos de emisión. Derechos de traspaso			(317)
Aplicaciones informáticas	36.390	2.404	(225.029)
Otros activos intangibles	2.982	(8.001)	(10.310)
TOTAL AMORTIZACION ACUMULADA	47.826	(368)	(321.358)
Deterioro	20.374	334	(1.513)
TOTAL COSTE NETO	(10.412)	232	673.519

FONDO DE COMERCIO - Ejercicio 2005

Sociedades	Saldo a 01-01-2005	Altas	Bajas	Diferencias de conversión	Saldo a 31-12-2005
Unión Fenosa Generación, S.A.	66.196				66.196
Empresa Distribuidora de Electricidad Metro Oeste, S.A.	35.639			5.503	41.142
Distribuidora Eléctrica de Oriente, S.A.	18.233			3.232	21.465
Distribuidora Eléctrica de Occidente, S.A.	13.065			2.323	15.388
Empresa Distribuidora de Electricidad Chiriqui, S.A.	8.822			1.362	10.184
Prointec, S.A.	4.131				4.131
Sistemas Energéticos Mañón Ortigueira, S.A.	3.110				3.110
Soluziona C y S Holding, S.A.	2.041				2.041
Gibb Portugal		5.209			5.209
Otras	11.599	424	(1.378)		10.645
TOTAL	162.836	5.633	(1.378)	12.420	179.511

Anexo 4 (continuación)

Descripción	ACTIVOS FINANCIEROS (miles de euros)			
	2005		2004	
	No corriente	Corriente	No corriente	Corriente
Participación en empresas del Grupo y asociadas	2.935		11.524	
Créditos a empresas del Grupo y asociadas	138.104	23.191	129.468	42.085
Activos disponibles para la venta (nota 20)	854.092		515.868	
Otros activos financieros	768.898	167.841	269.114	120.432
Total	1.764.029	191.032	925.974	162.517

INVERSIONES EN ASOCIADAS - Ejercicio 2005	Saldo a 31-12-2005
Grupo Auna	4.289
Applus Servicios Tecnológicos, S.L.	118.330
Sociedades mexicanas aeroportuarias	(10.006)
Sociedade Galega do Medio Ambiente, S.A.	20.278
Subgrupo EUFER	4.008
R Cable y Telecomunicaciones Galicia, S.A.	1.813
Otras sociedades	17.780
TOTAL	156.492

Existencias	2005	2004
Mercancías	14.358	7.983
Materias primas y otros aprovisionamientos	92.074	80.476
Productos fabricados	7.886	5.516
TOTAL	114.318	93.975

ACTIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA Y ACTIVIDADES INTERRUMPIDAS

Sociedades	Activos mantenidos para la venta		Pasivos mantenidos para la venta		Resultados de actividades interrumpidas	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004
	Sociedades mexicanas aeroportuarias	39.724				
Calidad y Medio Ambiente Grupo Soluziona		113.830		87.661		5.361
Socoín y otras sociedades negocio ingeniería	81.317	81.317	55.173	59.999		935
IPT y otras sociedades negocio telecomunicaciones	119.598	119.598	105.123	104.202	(3.458)	756
Otras	700	700	700	459		136
TOTAL	241.339	315.445	160.996	252.321	(3.458)	7.188

Descripción	OTROS ACTIVOS (miles de euros)			
	2005		2004	
	No corriente	Corriente	No corriente	Corriente
Clientes y otras cuentas a cobrar	15.512	1.621.445	21.026	1.200.038
Fianzas y depósitos constituidos	78.236	34.927	74.789	54.001
Otros activos	4.740	604.163	4.184	412.186
TOTAL	98.488	2.260.535	99.999	1.666.225

ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO CONSOLIDADO

Descripción	Capital suscrito	Prima de emisión	Acciones propias	Reservas sociedad dominante	Reservas por diferencias conversión	Reservas de valoración	Ganancias acumuladas				Patrimonio neto consolidado
							Resultados ejercicios anteriores	Pérdidas y ganancias sociedad dominante	Dividendo a cuenta en el ejercicio	Intereses minoritarios	
Saldos a 31-12-2003	914.038	99.156		1.874.097	(606.153)		484.068	372.754	(76.508)	1.015.308	4.076.760
Ajustes cambios criterios contables: 1ª aplicación			(25.485)	(184.331)	606.153	141.952	(872.230)			(681.431)	(1.015.372)
Saldos a 01-01-2004	914.038	99.156	(25.485)	1.689.766		141.952	(388.162)	372.754	(76.508)	333.877	3.061.388
Distribución de beneficios											
- Ganancias acumuladas				(152.122)			357.060	(204.937)	76.508		76.509
- Dividendos pagados por la soc. dominante								(167.817)			(167.817)
- Dividendos pagados a minoritarios										(32.577)	(32.577)
- Dividendos recibidos por la soc. dominante				430.884			(430.884)				
Incorporación nuevas sociedades al perímetro										(25.151)	(25.151)
Transferencia entre reservas					58.304		(58.304)				
Recuperación de reservas*				2.243							2.243
Ajustes en el patrimonio por valoración					43.037	84.769				53.216	181.022
Otros ajustes NIIF reconocidos en patrimonio				(32.188)			(12.645)				(44.833)
Otros			11.761	3.435			(68.423)			5.018	(48.209)
Resultado del ejercicio								376.751	(82.613)	21.389	315.527
Saldos a 31-12-2004	914.038	99.156	(13.724)	1.942.018	101.341	226.721	(601.358)	376.751	(82.613)	355.772	3.318.102

Anexo 4 (continuación)

DIFERENCIAS DE CONVERSION

Descripción	2005	2004
Empresas eléctricas de Colombia	180.357	61.720
Empresas generadoras de México	19.607	16.861
Empresas distribuidoras eléctricas de Moldavia	7.914	(439)
Empresas de servicios profesionales	5.122	1.617
Subgrupo Unión Fenosa Gas	3.826	4.585
Otras sociedades	37.208	16.997
TOTAL	254.034	101.341

INTERESES MINORITARIOS a 31 de diciembre de 2005

Sociedades	Miles de euros				
	Capital y reservas	Preferentes	Diferencias de conversión	Resultados del ejercicio	Total
Unión Fenosa Preferentes, S.A.		687.076			687.076
Empresas eléctricas de Colombia	479.599		(151.478)	(6.728)	321.393
Empresas distribuidoras eléctricas de Panamá	50.765		342	13.550	64.657
Subgrupo Unión Fenosa Gas	30.471		(3.173)	(199)	27.099
Empresas distribuidoras eléctricas de Nicaragua	20.910		(7.096)	(2.318)	11.496
Empresas distribuidoras eléctricas de Guatemala	4.952		(661)	1.924	6.215
Empresa generadora eléctrica de Kenia	6.404		(478)	271	6.197
Empresas distribuidoras eléctricas de Moldavia	6.228		(55)	155	6.328
Otras sociedades	10.601		(2.601)	4.506	12.506
TOTAL	609.930	687.076	(165.200)	11.161	1.142.967

DEUDA FINANCIERA

Descripción	Miles de euros			
	2005		2004	
	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo
Préstamos con entidades de crédito	3.368.437	479.024	3.570.353	852.439
Obligaciones y bonos	1.537.983	26.838	1.515.205	23.684
Otros valores negociables	594.142	221.413	573.805	375.702
TOTAL	5.500.562	727.275	5.659.363	1.251.825

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS, 2005

	Valor razonable	Nocional (miles de euros)					Total
		2006	2007	2008	2009	Siguientes	
Cobertura de tipo de interés. Cobertura de flujos de caja	(9.586)	191.938	457.197	5.797	6.017	89.570	750.519
Derivados de tipo de cambio	(64.843)					290.300	290.300
Derivados de tipo de interés	(28.512)					239.379	239.379

OBLIGACIONES POR PRESTACIONES POST-EMPLEO

Descripción	2005	2004
Saldo inicial	595.284	452.058
Variación del perímetro por venta de sociedades	9	(71)
Variación por tipo de cambio	56.698	19.398
Dotaciones	185.225	121.993
- con cargo a reservas	73.629	68.450
- con cargo a resultados	111.596	53.543
. Gastos de personal	59.850	7.891
. Gastos financieros	51.746	45.652
Traspaso entre provisiones	(1.475)	49.476
Aplicaciones	(91.635)	(47.570)
Saldo final	744.106	595.284

Anexo 5

Detalles de la cuenta de resultados

INGRESOS

Descripción	2005	2004
Ventas de electricidad	4.604.146	3.218.061
Ventas de gas	183.406	59.065
Prestación de servicios energéticos	608.556	623.453
Prestación de servicios profesionales	398.953	338.563
Otras ventas	219.433	124.666
Ingresos diversos	84.326	101.172
TOTAL	6.098.820	4.464.980

APROVISIONAMIENTOS

Descripción	2005	2004
Compras de electricidad	1.509.870	939.901
Consumos de gas	154.479	63.387
Consumos de materias primas	844.733	690.571
Compras de servicios energéticos	495.970	173.239
Compras para prestación de servicios	126.675	148.449
Otros consumos	214.462	140.735
Variación de existencias de productos terminados y en curso	(1.817)	
TOTAL	3.344.372	2.156.282

GASTOS DE PERSONAL

	2005	2004
Retribuciones	555.154	436.808
Seguridad Social	102.287	85.152
Beneficios sociales y prestaciones post-empleo	30.496	50.111
TOTAL	687.937	572.071

GASTOS FINANCIEROS

	2005	2004
Gastos de financiación	421.057	403.072
Otros gastos financieros	149.900	90.504
Diferencias de cambio netas	(7.487)	(28.144)
Activación gastos financieros	(41.409)	(66.045)
TOTAL	522.061	399.387

Coste medio por intereses de la deuda total consolidada: 5% en el ejercicio 2005, frente al 4,8% del ejercicio 2004. La variación se debe al incremento en los tipos de referencia, fundamentalmente el Libor dólar, que se ha incrementado en media anual 165 puntos básicos en el ejercicio 2005 con respecto al 2004, así como al efecto de la conversión de deuda en dólares por deuda en moneda local en el caso concreto de Colombia, liberándose de esta forma garantías otorgadas por la sociedad matriz y evitando volatilidades futuras en los tipos de cambio.

RESULTADO DE INVERSIONES FINANCIERAS

Descripción	Miles de euros	
	2005	2004
Rendimiento de inversiones financieras	55.490	63.613
Variaciones de valor razonable de activos no corrientes financieros	35.461	49.818
Deterioro de inversiones financieras	(3.562)	(4.498)
Resultado enajenación de inversiones financieras	533	17.225
TOTAL	87.922	126.158

El rendimiento de inversiones financieras incluye, entre otros conceptos, los dividendos recibidos de las participaciones que el Grupo Unión Fenosa mantiene sobre el Grupo Cepsa y Red Eléctrica de España, S.A. por 15.108.000 euros y 2.626.000 euros, respectivamente, en el ejercicio 2005 (12.690.000 y 2.329.000 euros en 2004).

RESULTADO ACTIVOS NO CORRIENTES NO FINANCIEROS

Descripción	Miles de euros	
	2005	2004
Variaciones de valor razonable de activos no corrientes no financieros	(147.370)	
Resultado enajenación de activos no corrientes no financieros	735.155	1.194
TOTAL	587.785	1.194

En el epígrafe "Variaciones de valor razonable de activos no corrientes no financieros" se registran fundamentalmente provisiones por deterioro del valor de los activos de las sociedades distribuidoras de Moldavia y Nicaragua, por importe de 108.326.000 euros, así como la provisión dotada en el ejercicio para registrar a valor razonable las inversiones en determinadas filiales de servicios de telecomunicaciones y construcción industrial de Soluziona, que asciende a 39.036.000 euros.

Anexo 6

Principales participaciones significativas de Unión Fenosa. Diciembre de 2005

Sociedades dependientes

Sociedad	Domicilio	Actividad	Participación
			31-12-2005
ESTRUCTURA CORPORATIVA Y OTROS			
Arte Contemporáneo y Energía, A.I.E.	Madrid	Servicios	100,000
Clover Financial and Treasury Services, Ltd. (1)	Irlanda	Financiera	100,000
Distribuidora Dominicana de Electricidad, S.A. (1)	R. Dominicana	Holding	100,000
General de Edificios y Solares, S.L.	Madrid	Inmobiliaria	100,000
Hotel de Naturaleza Tambre, S.L.	Madrid	Servicios	100,000
Instalaciones y Proyectos de Telecomunicaciones, S.A. de C.V.	México	Telecomunicaciones	100,000
Instalaciones y Proyectos Integrales de Telecomunicaciones, S.L.	Madrid	Telecomunicaciones	100,000
Proyectos Izeda, S.L.	Madrid	Holding	100,000
Ufacex Uk Holdings, Ltd. (1)	Reino Unido	Holding	100,000
Unión Fenosa Centro de Tesorería, S.L.	Madrid	Servicios	100,000
Unión Fenosa Finance Bv	Países Bajos	Financiera	100,000
Unión Fenosa Financial Services Usa, Llc. (1)	Estados Unidos	Financiera	(*)
Unión Fenosa Inversiones, S.A.	Madrid	Holding	100,000
Unión Fenosa Preferentes, S.A. (1)	Madrid	Financiera	100,000
Unión Fenosa Univer, S.A.	Madrid	Financiera	100,000
Compañía Española de Industrias Electroquímicas, S.A. (1)	Madrid	Servicios	96,243
Sistemas Integrales de Radiocomunicación, S.A.	Madrid	Telecomunicaciones	90,000
Egatel, S.L. (1)	Orense	Telecomunicaciones	80,000
GENERACION			
Generación Peninsular, S.L. (1)	Madrid	Energía	100,000
Lignitos de Meirama, S.A. (1)	A Coruña	Minería	100,000
Pizarras Mahide, S.L. (1)	Zamora	Minería	100,000
Rocagest, S.L. (1)	Madrid	Minería	100,000
Unión Fenosa Comercial, S.L.	Madrid	Comercial	100,000
Unión Fenosa Generación, S.A.	Madrid	Energía	100,000
DISTRIBUCION			
Unión Fenosa Distribución, S.A.	Madrid	Energía	100,000
Unión Fenosa Metra, S.L.	Madrid	Servicios	100,000
Electra del Jallas, S.A.	A Coruña	Energía	99,924
INTERNACIONAL			
Almar Ccs, S.A.	Costa Rica	Servicios	100,000
Aplicaciones y Desarrollos Profesionales Nuevo Milenio, S.L.	Madrid	Holding	100,000
Caribe Capital B.V. (1)	Países Bajos	Holding	100,000
Caribe Energy Holdings Us, Llc. (1)	Estados Unidos	Holding	100,000
Distribuidora Eléctrica de Caribe, S.A. (Guatemala)	Guatemala	Holding	100,000
Distribuidora Eléctrica de Caribe, S.A. (Panamá)	Panamá	Holding	100,000
Fuerza y Energía de Hermosillo, S.A. de C.V.	México	Energía	100,000
Fuerza y Energía de Naco Nogales, S.A. de C.V.	México	Energía	100,000
Fuerza y Energía de Tuxpan, S.A. de C.V.	México	Energía	100,000
Generación Hermosillo, S.A. de C.V.	México	Holding	100,000
Generación Naco Nogales, S.A. de C.V.	México	Holding	100,000
Generación Tuxpan, S.A. de C.V.	México	Holding	100,000
Generadora Palamara La Vega, S.A.	R. Dominicana	Energía	100,000
Inversora de Noroeste, S.A. de C.V.	México	Holding	100,000
Unión Fenosa Colombia, S.A.	Colombia	Holding	100,000
Unión Fenosa Distribución Colombia B.V. (1)	Países Bajos	Holding	100,000
Unión Fenosa Generación México, S.A. de C.V.	México	Servicios	100,000
Unión Fenosa Internacional, S.A.	Madrid	Holding	100,000
Comercializadora Guatemalteca Mayorista de Electricidad, S.A.	Guatemala	Comercial	99,960
Red Sud, S.A. (1)	Moldavia	Energía	95,296
Red Centru, S.A. (1)	Moldavia	Energía	94,950
Re Chisinau, S.A. (1)	Moldavia	Energía	93,400
Distribuidora Eléctrica de Oriente, S.A.	Guatemala	Energía	92,843

(*) Unión Fenosa, S.A. es propietaria de los 10 títulos ordinarios emitidos por Unión Fenosa Financial Services Usa, Llc. Adicionalmente, esta sociedad ha emitido 24.369.786 títulos de capital preferentes, sin derecho a voto.

Fuente: Memoria anual.

Anexo 6 (continuación)

Sociedad	Domicilio	Actividad	Participación directa e indirecta 31-12-2005
INTERNACIONAL			
Distribuidora Eléctrica de Occidente, S.A.	Guatemala	Energía	90,830
First Independent Power (Kenya), Ltd. ⁽¹⁾	Kenya	Holding	89,588
Distribuidora de Electricidad del Norte, S.A. (Nicaragua)	Nicaragua	Energía	79,568
Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. (Nicaragua)	Nicaragua	Energía	79,568
Iberáfrica Power Ltd. ⁽¹⁾	Kenya	Energía	71,669
Electrificadora del Caribe S.A. E.S.P.	Colombia	Energía	71,560
Energía Social de la Costa S.A. E.S.P.	Colombia	Comercial	71,102
Energía Empresarial de la Costa, S.A., E.S.P.	Colombia	Energía	71,038
Electrificadora de La Costa Atlántica, S.A. E.S.P.	Colombia	Energía	70,514
Unión Fenosa Generadora La Joya, S.A.	Costa Rica	Energía	65,000
Empresa de Energía de Pacífico, S.A. E.S.P.	Colombia	Energía	63,823
Planificación e Inversión Estratégica, S.A.	Madrid	Holding	61,220
Compañía de Electricidad de Tulúa, S.A.	Colombia	Energía	55,071
Empresa Distribuidora de Electricidad Chiriqui, S.A.	Panamá	Energía	51,000
Empresa Distribuidora de Electricidad Metro Oeste, S.A.	Panamá	Energía	51,000
SOLUZIONA			
Socoin Ingeniería y Construcción Industrial, S.L.U.	Madrid	Serv. profesionales	100,000
Socoin México, S.A. de C.V.	México	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Chile, S.A.	Chile	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Guatemala, S.A.	Guatemala	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Internacional Servicios Profesionales, S.L.	Madrid	Holding	100,000
Soluzion Malaysia Sdn.Bhd	Malasia	Serv. profesionales	100,000
Soluzion México, S.A. de C.V.	México	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Operación y Mantenimiento, S.A.	Madrid	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Seguridad, S.A.	Madrid	Telecomunicaciones	100,000
Soluzion Szakertoi Szolgaltato Kft ⁽¹⁾	Hungría	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Technical Services, Llc.	Egipto	Serv. profesionales	100,000
Soluzion U.S.A., Inc.	Estados Unidos	Serv. profesionales	100,000
Soluzion Uninver, S.L.	Madrid	Holding	100,000
Soluzion, A.S. (Eslovaquia) ⁽¹⁾	Eslovaquia	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, Ltda. (Brasil)	Brasil	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, Ltda. (Colombia)	Colombia	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.A.	Madrid	Holding	100,000
Soluzion, S.A. (Argentina) ⁽¹⁾	Argentina	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.A. (Bolivia)	Bolivia	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.A. (Nicaragua)	Nicaragua	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.A. (Panamá)	Panamá	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.A. (Uruguay)	Uruguay	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.P., C.A. (Venezuela)	Venezuela	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.R.L. (Moldavia)	Moldavia	Serv. profesionales	100,000
Soluzion, S.R.O. (Rep. Checa) ⁽¹⁾	R.Checa	Serv. profesionales	100,000
Unión Fenosa Redes de Telecomunicación, S.A. (Guatemala)	Guatemala	Telecomunicaciones	100,000
Unión Fenosa Redes de Telecomunicación, S.A. (Nicaragua)	Nicaragua	Telecomunicaciones	100,000
Unión Fenosa Redes de Telecomunicación, S.L.	Madrid	Telecomunicaciones	100,000
Soluzion, S.A. (Rep. Dominicana)	R. Dominicana	Serv. profesionales	99,691
Unión Fenosa Redes de Telecomunicación, S.A. (Colombia)	Colombia	Telecomunicaciones	92,907
Unión Fenosa Redes de Telecomunicación, S.A. (Panamá)	Panamá	Telecomunicaciones	90,200
S.T.I., S.A.	Chile	Telecomunicaciones	80,000
Soluzion Zimbabwe Ltd.	Zimbabwe	Serv. profesionales	70,000
Soluzion, Ltd. (Kenya) ⁽¹⁾	Kenya	Serv. profesionales	70,000
Geoprin, S.A.	Madrid	Serv. profesionales	60,400
Procinsa Ingeniería, S.A.	Madrid	Ingeniería	60,400
Prointec, S.A.	Madrid	Ingeniería	60,400
Gicsa-Goymar Ingenieros Consultores, S.L.	Madrid	Ingeniería	60,390
Gibb Portugal - Consultores de Engenharia, Gestao e Ambiente, S.A. ⁽¹⁾	Portugal	Ingeniería	60,367
Soluzion C y S Holding, S.A.	Chile	Serv. profesionales	60,000
Asdoconsult, S.L.	Barcelona	Serv. profesionales	59,796
Soluzion Philippines Inc. ⁽¹⁾	Filipinas	Serv. profesionales	54,569
Inse Rail, S.A.	Madrid	Serv. profesionales	54,360
Eléctrica Soluzion, S.A. (Rumania)	Rumania	Serv. profesionales	50,700

(1) Sociedades no auditadas por Deloitte, S.L.

Anexo 7

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

Cronología de Unión Fenosa

10 de febrero de 1912 . Constitución de Unión Eléctrica Madrileña , resultado de agregar los intereses de Cía. Madrileña de Electricidad, Sociedad de Gasificación Industrial, El Salto de Bolarque.
23 de agosto de 1943 . Creación de Fuerzas Eléctricas del Noroeste , fundada por Banco Pastor y las empresas Hijos de Olimpo Pérez e Industrias Gallegas. El objetivo de Fenosa fue el aprovechamiento eléctrico de los ríos Miño, Tambre y Eume, y el abastecimiento eléctrico de Galicia.
1950 . Conexión de las líneas de transporte de Fenosa con la red nacional.
1955 . Absorción de la Sociedad General Gallega de Electricidad. El 3 de septiembre se inaugura el Salto de los Peares y se otorga a don Pedro Barrié de la Maza, presidente y fundador de la sociedad, el título de conde de Fenosa , «por su laboriosidad e iniciativa en la promoción de la riqueza gallega».
1961 . Longitud de las líneas de transporte de Unión Eléctrica madrileña = 719 km (84 km de 220v, 390 km de 138v y 245 km de 46v).
1962 . Entran en servicio los nuevos grupos de las centrales de Almoguera y Zorita. Autorización del ministro de Industria para realizar estudios de instalación de una central nuclear en Zorita de los Canes. Primer ordenador en las oficinas de Unión Eléctrica Madrileña de la calle Goya.
1966 . Entra en servicio el Salto de Castrejón y finalizan los trámites para las concesiones de los Saltos del Tajo y del Alto Alberche. Comienzan los preparativos para construir la Central Térmica de Aceca, en colaboración al 50% con Hidroeléctrica Española.
17 de julio de 1968 . Conexión a la red eléctrica de la central José Cabrera, primera nuclear española.
1969 . Con la absorción de Moncabril, la denominación social de la compañía pasa a ser simplemente Unión Eléctrica . Entrada en servicio de la térmica de Aceca y el Grupo II de Narcea.
1971 . Entra en servicio la central térmica de La Robla y se obtiene autorización para construir, junto con Hidroeléctrica Española y Sevillana de Electricidad, la central nuclear de Almaraz.
1972 . Inicio de la construcción de la central nuclear de Almaraz. Fusión por absorción de Eléctricas Leonesas (la zona de distribución abarca León y Palencia). Primeros estudios para construir una central nuclear en la zona de Trillo.
1974 . Sede social en la calle Capitán Haya de Madrid. Más de 1.200.000 abonados.
1980-1981 . Empieza a funcionar la central térmica de Meirama, que consume el lignito pardo que se obtiene de un yacimiento a pie de la central. Entra en operación el grupo I de Almaraz.
Mayo de 1982 . Fusión de Fuerzas Eléctricas del Noroeste y Unión Eléctrica, creando así Unión Eléctrica Fenosa .
1986 . Se inicia la expansión internacional mediante un contrato de consultoría para la empresa Usinas y Transmisiones Eléctricas de Uruguay .
1988 . Entra en operación la central nuclear de Trillo, participada por Unión Fenosa.
1992 . Primera inversión directa en el exterior.
1994 . Creación de Unión Fenosa Energías Especiales e intenso desarrollo de energías renovables.
1998 . Adquisición de participación en Airtel. En 1999 se traspasa la inversión al Grupo Auna.
2000 . Contrato con Egyptian General Petroleum Corporation para disponer de gas propio en origen y obtener una posición de ventaja en el sector. Soluziona integra las empresas de servicios profesionales de Unión Fenosa.
2001 . Central de Hermosillo (México) operativa (1er. ciclo combinado de gas construido/operado por la empresa).
2002 . Sede social en Avda. San Luis (Madrid). La denominación social pasa a ser Unión Fenosa .
2003 . Entrada de la italiana ENI como socio estratégico en el 50% del capital de Unión Fenosa Gas.

Anexo 7 (continuación)

<p>19 de julio de 1901. Bilbao. Constitución de Hidroeléctrica Ibérica 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 1907. Madrid. Constitución de Hidroeléctrica Española. 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>1908. Crea (capital de 18 millones de pesetas) Unión Eléctrica Vizcaína, 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 1918. Creación de la Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos y Consorcio de los Saltos del Duero, 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 Consorcio 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 Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos - Saltos del Duero.</p>	<p>1958. Constitución, con Unión Eléctrica Madrileña y Sevillana de Electricidad, de Centrales Nucleares (CENUSA).</p>
<p>30 de septiembre de 1944: Nace Iberdrola por fusión con Saltos del Duero. 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>1970. Adquisición del 50% de Centrales Eléctricas Navarro y la totalidad de Hidroeléctrica de Lorqui.</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>1981. 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>1985. OPA sobre la mayoría del capital de Hidroeléctrica de Cataluña.</p>
<p>1991. Fusión de Iberduero con Hidroeléctrica Española (fusión por absorción): Iberdrola.</p>	

1991

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

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

Anexo 7 (continuación)

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.

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.

Anexo 7 (continuación)

Enerjis 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. Gasbedrijf 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.

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.

Anexo 7 (continuación)

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.

(Ver 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	Hidroila	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

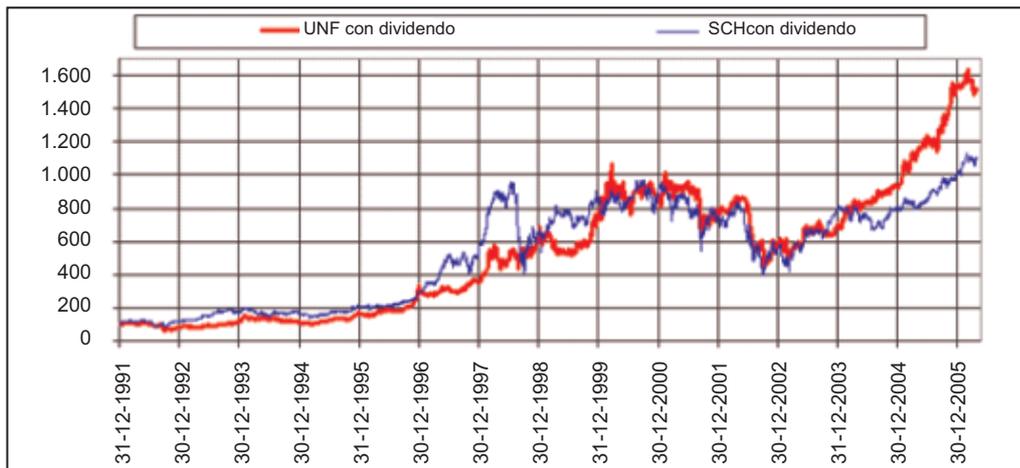
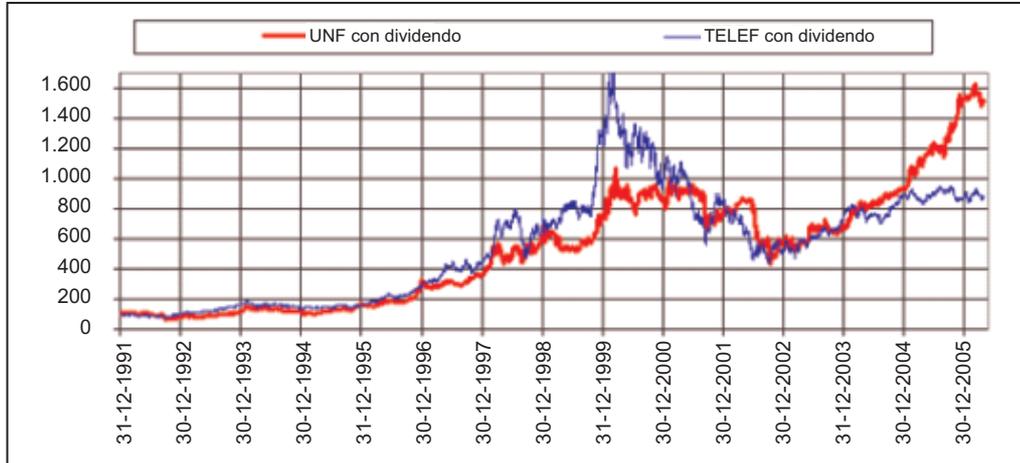
Principales compras y ventas de Unión Fenosa

Fecha	Operación	Empresa	Participación	Importe (en millones de euros)
27-07-2005	Venta	Auna	14,82	1.186
02-12-2004	Compra	Parque Eólico Gallego de Coriscada	56,00	9
12-11-2004	Venta	Infraestructuras de Gas	15,00	
15-09-2004	Compra	Planta de licuefacción de Omán	7,36	
28-04-2004	Venta	Cambridge Water	100,00	£ 51,4
04-03-2004	Venta	Netco Redes	19,45	19,45
18-12-2003	Venta	Nueva Generadora del Sur	25	29,25
18-12-2003	Venta	Unión Fenosa Energías Especiales	80	168
14-03-2003	Venta	Unión Fenosa Gas	50,00	465
01-07-2002	Venta	Transportadora de Electricidad	69,00	61,96
18-12-2001	Compra	Auna	2	148,70
25-07-2001	Compra	Unión Fenosa Generación	25	604
28-12-2000	Compra	Epsa	64,30	225
17-08-1999	Compra	Empresa de Distribución Sur y Empresa de Distribución Norte	100,00	212
29-06-1999	Venta	Unión Fenosa Generación	25,00	565
27-04-1999	Compra	Meralco	4,77	4.200 pesos filipinos
15-04-1999	Venta	Airtel	8,14	892

Anexo 9

Comparación de la rentabilidad total para el accionista de Unión Fenosa con la de otras grandes empresas: Telefónica (TELEF), SCH y BBVA
31 de diciembre de 1991 = 100

Las cotizaciones están ajustadas por los *splits*



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>