



Evidencias sobre reestructuración de la cartera de negocios en el ámbito corporativo español: El caso del sector eléctrico*

ÁREA: 1
TIPO: Caso

AUTORES

Miguel Blanco-Callejo¹

Departamento de Economía de la Empresa (Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos, España
miguel.blanco@urjc.es

Luis Ángel Guerras-Martín

Departamento de Economía de la Empresa (Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos, España
luisangel.guerras@urjc.es

Francisco Javier Forcadell-Martínez

Departamento de Economía de la Empresa (Administración, Dirección y Organización)
Universidad Rey Juan Carlos, España
franciscojavier.forcadell@urjc.es

1. Autor de Contacto:
Departamento de Economía de la Empresa (Administración, Dirección y Organización); Universidad Rey Juan Carlos; Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales; Paseo de los Artilleros s/n; 28032-Madrid, España

Portfolio restructuring evidences in Spanish companies: The power industry case

Evidências sobre a reestruturação do portfólio de negócios no âmbito empresarial espanhol: O caso do sector eléctrico

A pesar de la importancia y actualidad de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios en empresas diversificadas, apenas existen estudios dentro del contexto corporativo español y latinoamericano. Este trabajo pretende aportar evidencias empíricas derivadas del estudio en profundidad de la aplicación de esta estrategia por las tres principales empresas multinacionales eléctricas españolas que tienen una fuerte presencia en América Latina. Los resultados de estos tres casos muestran que la reestructuración es consecuencia de cambios en el entorno, de problemas de agencia y de la implantación de estrategias de diversificación inadecuadas. La vuelta a la especialización corporativa condujo a las compañías a mejorar significativamente sus resultados económicos y crear valor.

Despite the importance of portfolio restructuring strategies in multibusiness firms, there is a significant lack of studies concerning this problem in Spain and Latin America. This case study tries to contribute analyzing how the three main power multinationals in Spain have recently applied this strategy. Results show that portfolio restructuring is a consequence of environmental changes, agency problems and a previous inappropriate diversification strategy. After implementing corporate refocusing strategy, these companies improved their economic results and entered in a path of value creation.

A pesar da importância e relevância da estratégia da reestruturação da carteira de negócios em diversas empresas, quase não existem estudos no contexto empresarial espanhol e latino-americano. Este trabalho visa fornecer evidências empíricas do estudo em profundidade da implementação desta estratégia pelas três principais empresas de electricidade espanholas multinacionais que têm uma forte presença na América Latina. Os resultados destes três casos mostram que a reestruturação é resultado de mudanças no ambiente, de problemas de agência e da implementação de estratégias de diversificação inadequadas. O retorno à especialização das empresas levou-as a melhorar significativamente o seu desempenho económico e a criar valor.

* Este trabajo ha sido financiado por el proyecto ECO2009-10358 del Ministerio de Ciencia e Innovación (España) y la Cátedra Iberdrola de Investigación en Dirección y Organización de Empresas.

DOI
10.3232/
GCG.2011.V5.N2.02

RECIBIDO
08.05.2011

ACEPTADO
07.07.2011

1. Introducción

La reestructuración empresarial (*corporate restructuring*) comprende una gran cantidad y variedad de acciones corporativas que tienen como consecuencia común la generación de múltiples cambios en la empresa orientados a la mejora de su rendimiento económico y a la creación de valor (Bowman *et al.*, 1999). La reestructuración constituye una actividad multidimensional que puede afectar a la cartera de negocios, a la estructura financiera y a la estructura organizativa (Johnson, 1996).

La reestructuración de la cartera de negocios centra su estudio en decisiones de entrada y salida de negocios que afectan a la estrategia corporativa de empresas diversificadas. La correcta definición del campo de actividad de estas empresas representa un aspecto crítico para el funcionamiento de la economía global (Collis y Montgomery, 2007). El 60% de los activos de las empresas en Estados Unidos se encuentra controlado por empresas multinegocio diversificadas (Villalonga, 2003). El porcentaje en Europa es aproximadamente el mismo (Pedersen y Thomsen, 1997), mientras que en los países en desarrollo, entre ellos varios latinoamericanos, aunque no se tienen datos precisos, los “grupos” aglutinan una gran fracción de la economía (Khanna y Palepu, 2000). Esta circunstancia confiere a la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios una gran relevancia, a pesar de lo cual existe una sorprendente escasez de trabajos que la estudien fuera del mundo anglosajón (Hoskisson *et al.*, 2004) y las evidencias empíricas para empresas españolas y latinoamericanas son muy escasas (Suárez y Vicente, 2003).

Este trabajo analiza la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios emprendida durante el período 2002-2007 por las empresas eléctricas españolas que durante dicho período cotizaron en la Bolsa de Madrid: Iberdrola, Endesa y Unión Fenosa. El trabajo pretende indagar en las posibles causas y antecedentes que pudieron conducir a una situación de exceso de diversificación, los efectos de dicha situación, así como las consecuencias que tuvo la implantación de una estrategia de reestructuración sobre los resultados, la eficiencia económica y la creación de valor. Asimismo, se pretenden aportar evidencias empíricas que puedan ser útiles para la dirección de empresas diversificadas.

PALABRAS CLAVE

Diversificación, sobrediversificación, reestructuración cartera de negocios, creación de valor

KEY WORDS

Diversification, overdiversification, portfolio restructuring, value creation

PALAVRAS-CHAVE

Diversificação, sobrediversificação, reestruturacão da carteira de negócios, criação de valor

2. La estrategia de reestructuración de la cartera de negocios

La reestructuración de la cartera de negocios es una estrategia que implica modificaciones en la configuración o composición de la cartera de negocios de una empresa. Normalmente se plantea su adopción como respuesta a una situación de destrucción de valor. El estudio de la estrategia de reestructuración de la cartera se ha abordado desde tres enfoques teóricos: agencia, costes de transacción y el basado en los recursos (Grant, 2006). El modelo de análisis que se plantea contempla aportaciones de dichos enfoques y se divide en dos fases: pre-reestructuración y post-reestructuración (Figura 1).

CÓDIGO JEL

M10

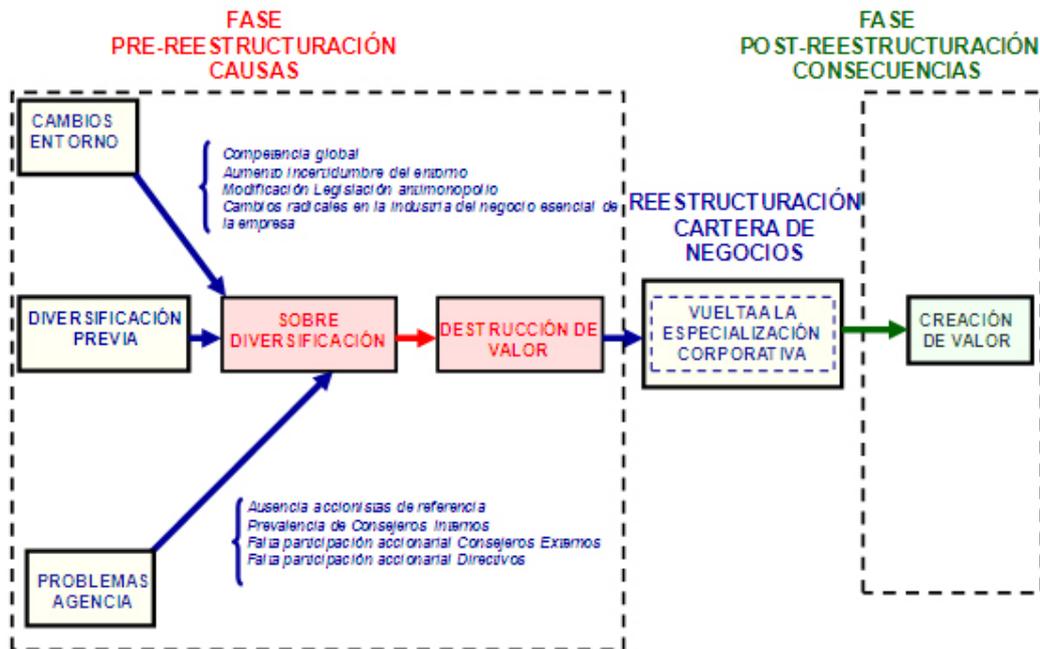
Dentro de la fase pre-reestructuración, la literatura ha identificado tres causas principales que pueden conducir a la sobrediversificación: cambios en el entorno (Bergh y Lawless, 1998), estrategia de diversificación previa no relacionada que produce una gestión ineficiente de los negocios (Smart y Hitt, 1996) y problemas de agencia debidos a mecanismos de gobierno corporativo débiles que impiden un control adecuado de los directivos (Markides y Singh, 1997). En cualquiera de las tres situaciones, la sobrediversificación conduce a la destrucción de valor (Markides, 1995), que se refleja en caídas del rendimiento y del valor de mercado. Esta situación de ineficiencia lleva a adoptar una estrategia de reestructuración de la cartera mediante una vuelta a la especialización corporativa (Johnson, 1996). La segunda parte del modelo se refiere a la fase post-reestructuración y analiza el impacto de la implantación de esta estrategia sobre los resultados económico-financieros de la empresa y su valor en el mercado (Bowman *et al.*, 1999).

Los cambios en el entorno se refieren al impacto que sobre el nivel de diversificación tienen factores como el incremento e intensificación de la competencia (Hoskisson *et al.*, 1994), el aumento de la incertidumbre (Bergh y Lawless, 1998), las modificaciones en la legislación antimonopolio (Hoskisson *et al.*, 2001) o los cambios importantes en la industria del negocio esencial o “core Business” de la empresa (Mitchell y Mulherin, 1996). Los problemas de agencia contemplan diferentes mecanismos de gobierno que pueden mitigar los conflictos de interés entre propietarios y directivos: concentración de la propiedad de las acciones (Villalonga y McGahan, 2005), composición del consejo de administración e importancia de los consejeros internos y externos (Hoskisson *et al.*, 1994), así como los sistemas de retribución e incentivos de consejeros y directivos mediante la participación en acciones de la empresa (Bergh, 1995). Por último, la implantación de una estrategia de diversificación no relacionada favorece la aparición de niveles excesivos de diversificación en las empresas (Markides, 1992).

La sobrediversificación provocada por la actuación individual o conjunta de los anteriores factores conduce a una situación de destrucción de valor (Markides, 1995), lo cual refleja un uso ineficiente de recursos que está motivado por: 1) pérdidas de control en la empresa (Hoskisson *et al.*, 1994); 2) uso excesivo e inadecuado de recursos (Bergh, 1995); 3) sinergias negativas y subsidios cruzados entre negocios (Berger y Ofek, 1995). Esta destrucción de valor se convierte en el catalizador para la adopción de una nueva orientación estratégica, que tiene como objetivo prioritario revertir la situación de exceso de diversificación (Hitt *et al.*, 1996). El cambio obliga a una profunda reflexión estratégica por parte de la alta dirección y suscita el mantenimiento de negocios donde la empresa tiene ventajas competitivas, junto con el abandono de aquellos negocios en los que no resulta posible crear valor (Johnson, 1996).

El cambio que supone la reestructuración de la cartera implica enfocar los recursos corporativos en los negocios esenciales y desprenderse de activos y negocios no estratégicos. La nueva configuración tras la reestructuración permite a la compañía generar valor (Bowman *et al.*, 1999), gracias a: 1) la mejora de los sistemas de control (Hoskisson *et al.*, 2001); 2) la potenciación y óptima explotación de las capacidades esenciales entre los negocios (John y Ofek, 1995); 3) la generación de sinergias positivas (Bergh, 1998) y la eliminación de sinergias negativas (John y Ofek, 1995). Estos factores conducen a mejorar la explotación de las competencias esenciales, incrementar la rentabilidad de los negocios que permanecen en la cartera, obtener ventajas corporativas y, en último término, crear valor (Chang, 1996).

Figura 1. La reestructuración de la cartera de negocios



2. Análisis de la estrategia de reestructuración de la cartera de negocios en el sector eléctrico español

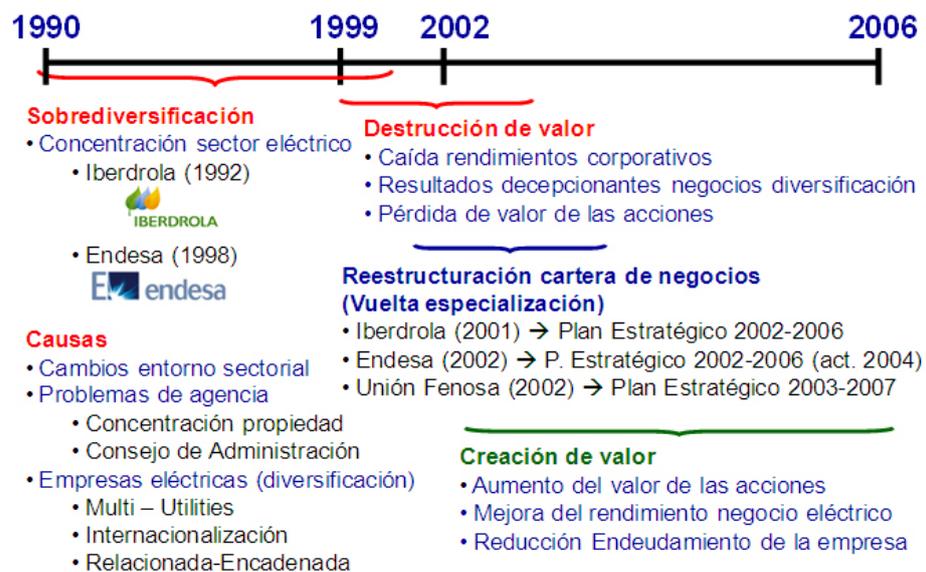
A principios de la década de los ochenta del siglo pasado, más de once empresas se repartían el mercado eléctrico español. Posteriormente, a partir de 1991, y fruto de un proceso de concentración progresiva, la industria eléctrica pasó a estar dominada por tres grupos de empresas: Endesa e Iberdrola, que se repartían el 80% del sector y Unión Fenosa, que tenía un 15% (Campos y Vega, 2003).

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, las tres empresas aumentaron notablemente su cartera de negocios y se expandieron a otros países fundamentalmente del área latinoamericana (CNE, 1995-2000). Sin embargo, los resultados de sus actividades de diversificación e internacionalización no fueron los esperados, lo que obligó a sus directivos a replantearse su estrategia. Así, las tres empresas iniciaron un proceso de reestructuración

corporativa que implicó, entre otras cosas, una importante actividad desinversora durante el período comprendido entre 1997 y 2004: Endesa (36 desinversiones), Iberdrola (29), Unión Fenosa (29). Las tres compañías se han ajustado a un patrón común respecto a la evolución de su estrategia corporativa, que se corresponde con el modelo planteado en la Figura 1.

En primer lugar, las compañías sobreinvertieron en diversificación (1995-2001). Esta situación provocó una destrucción de valor que coincide en el tiempo con el momento de mayor diversificación de sus carteras (1999-2002), lo que llevó a la adopción de una estrategia de vuelta a la especialización corporativa (2001-2002). Por último, la implantación y desarrollo de esta estrategia colocó a las empresas en una senda de mejora de sus resultados económicos y creación de valor (2003-2006). La Figura 2 recoge en síntesis las circunstancias que se dieron en el sector eléctrico español durante este período.

Figura 2. Patrón en la evolución estratégica de las empresas



Fuente: Elaboración propia

2.1. Fase Pre-Reestructuración: Causas de la sobrediversificación

La incertidumbre del entorno sectorial a partir de la segunda mitad de la década de los noventa se disparó a causa de los cambios en el ámbito competitivo (intensificación de la competencia, competencia global), regulatorios (liberalizaciones sectoriales, privatización de Endesa) y tecnológicos (desarrollo del negocio de telecomunicaciones, irrupción de Internet y nuevas tecnologías), lo que dificultó la dirección y gestión de las empresas eléctricas. La liberalización del sector eléctrico supuso un cambio radical en el negocio esencial de las empresas, obligándolas a adaptarse y ajustarse a un entorno diferente y crecientemente competitivo, donde el mercado, progresivamente tenía capacidad de elección de empresa suministradora. Las tres empresas analizadas respondieron a esta situación realizando inversiones directas en el exterior. Unión Fenosa trató de elegir las opciones de inversión más atractivas, a partir de su experiencia como consultora de eléctricas internacionales. Esta circunstancia contribuyó a la pérdida de competitividad en su negocio esencial, el eléctrico nacional. Por otro lado, la legislación y la orientación ante las concentraciones empresariales se tornaron restrictivas a partir de 1999, lo que frustró varias operaciones horizontales, como la fusión de Endesa e Iberdrola y la OPA de Unión Fenosa sobre Hidrocantábrico y fomentó que las estrategias de crecimiento de las empresas se desarrollasen a través de adquisiciones no relacionadas. Todo ello fomentó la sobrediversificación.

El sector eléctrico desde sus orígenes constituye un ejemplo de las estrechas vinculaciones de la banca española con los sectores reales de la economía. La banca tendió siempre a ejercer su control sobre las compañías con el mínimo compromiso de capital y a ser posible de forma indirecta (Jiménez, 2005). Los accionistas de referencia y control en Iberdrola y Unión Fenosa fueron entidades bancarias. Las estrategias de crecimiento de las empresas eléctricas se vieron condicionadas por las estrategias de crecimiento de la cartera industrial de sus accionistas bancarios de referencia (Crespí *et al.*, 2004). De esta forma, la presencia de accionistas de control y referencia en esas empresas no contribuyó a limitar la diversificación.

El consejo de administración ha sido considerado como un mecanismo de gobierno corporativo con una limitada efectividad en España (Ricart *et al.*, 1999), fundamentalmente debido al elevado nivel de concentración de la propiedad en las empresas y a la discutible “independencia” de los consejeros independientes respecto de la dirección y accionistas de referencia (Hernández, 2007), circunstancia que parece también darse en los casos analizados. En cuanto a su composición, a pesar de que las tres empresas eléctricas presentaron consejos de administración dominados por consejeros externos, lo que debería haber reducido la discrecionalidad directiva, este mecanismo no fue capaz de limitar su nivel de diversificación.

De esta forma, las evidencias obtenidas de los casos apoyan la idea de que España pertenece a una tradición caracterizada por la insuficiente cobertura legal de los pequeños inversores, de manera que los grandes accionistas, normalmente entidades bancarias, están en condiciones de dominar, en cierta medida, los consejos de administración, al tiempo que en muchas empresas desempeñan también funciones ejecutivas (Hernández, 2007). Así, los grandes accionistas gozan de un poder muy amplio sobre las decisiones adoptadas en el seno de las empresas.

Por último, en ninguna de las empresas existían planes de opciones sobre acciones para consejeros de carácter externo, lo que suscita la duda de que este incentivo tuviera efecto

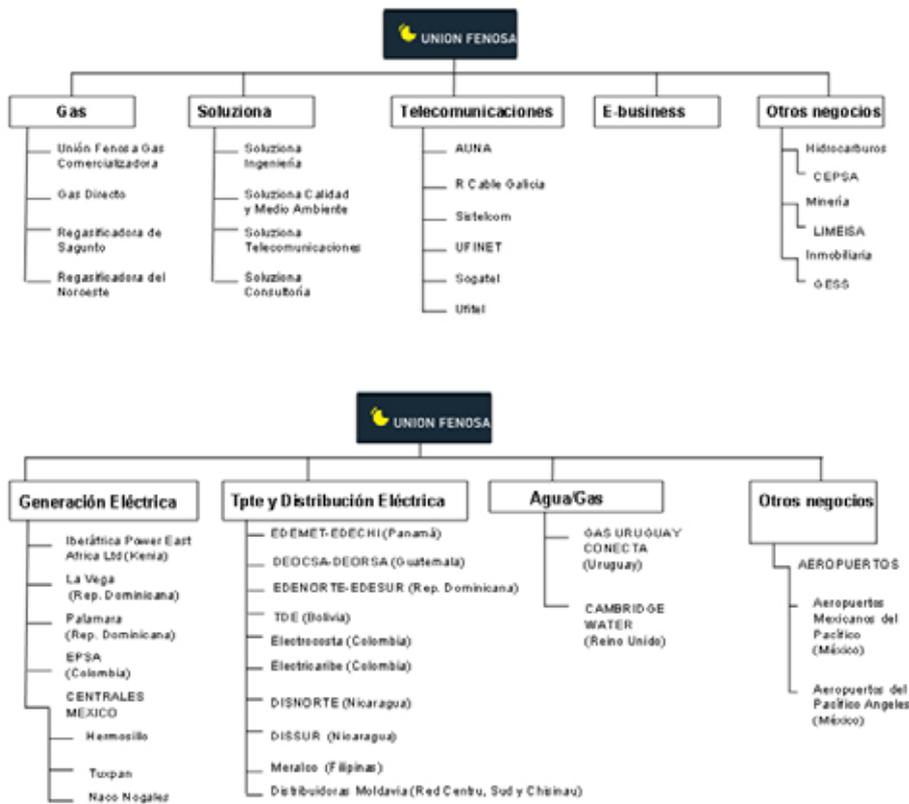
sobre la independencia de los consejeros externos. Sin embargo, sí se encuentran planes de remuneración vinculados a acciones para directivos y consejeros internos en Iberdrola y Unión Fenosa. La escasa importancia de los mecanismos retributivos vinculados al valor de las acciones parece confirmar un cierto efecto sustitución entre el uso sustantivo de la compensación mediante incentivos en la alta dirección y el empleo de los demás mecanismos de supervisión interna (concentración de propiedad y composición del consejo), que son los predominantes dentro del contexto corporativo español (Hernández, 2007) y en particular, en las empresas analizadas.

Las estrategias históricas de diversificación que han seguido las compañías han sido también determinantes en la sobrediversificación de la cartera de negocios, ya que estuvieron condicionadas por varios factores. En primer lugar, Unión Fenosa (1982), Iberdrola (1992) y Endesa (1998) fueron el resultado del proceso de concentración progresiva mediante fusiones y adquisiciones que vivió el sector eléctrico español desde la década de los ochenta. Esto tuvo como consecuencia que en las nuevas empresas fusionadas aparecieran negocios que respondían a distintas lógicas estratégicas de diversificación propias de cada una de las compañías que se integraban, favoreciendo así la diversidad de negocios.

Además, a partir de mediados de la década de los noventa, ante un sector eléctrico español maduro y la lógica estratégica de convertir a las eléctricas en operadores globales multiservicios (Mochón y Rambla, 1999), las tres empresas adoptaron agresivas políticas de diversificación, tanto en el mercado nacional como en el internacional, especialmente en el área de Latinoamérica, que contribuyeron a la sobrediversificación de sus carteras de negocio. La empresa que más se diversificó fue Endesa, probablemente como consecuencia de la falta de accionistas de referencia y de la importancia que tuvo para la compañía la alianza estratégica con el Banco Central Hispano (BCH) a partir de 1996. Unión Fenosa (también controlada por el BCH) desarrolló una estrategia similar a la de Endesa pero a menor escala (Figura 3). En este sentido, la diversificación de Iberdrola fue menos profunda que las de las dos empresas anteriores y se apoyó más en acuerdos y alianzas estratégicas con compañías como Telefónica y Gas Natural.

Además, en el caso de Endesa y Unión Fenosa se produjo una especial introducción en el negocio de las telecomunicaciones que poco o nada tenía que ver con el eléctrico. En definitiva, las tres compañías desarrollaron una estrategia de diversificación relacionada encadenada o incluso no relacionada bajo el enfoque de explotar potenciales sinergias, procedentes de la pertenencia a negocios diversos del mismo grupo.

Figura 3. Diversificación de negocios y geográfica del Grupo Unión Fenosa en 2001/02



Fuente: Elaboración propia a partir de Informes Anuales de Unión Fenosa

2.2. Fase Pre-Reestructuración: Destrucción de valor y reestructuración de la cartera de negocios

Las actuaciones descritas contribuyeron a la aparición de ineficiencias, sistemas de control inadecuados e inconsistentes y sobrediversificación de las carteras de negocios que provocaron un impacto negativo sobre los resultados económicos de las empresas. Destacó notablemente el efecto negativo de los resultados en los negocios no relacionados de telecomunicaciones y nuevas tecnologías, a los que Endesa y Unión Fenosa tenían una elevada exposición. Estos negocios se convirtieron en un enorme lastre para ambas compañías, debido a la necesidad de inversión de cuantiosos recursos para su maduración. Esto se produjo en menor medida en Iberdrola, que presentaba una menor exposición a esos negocios. Por otro lado, las tres empresas acusaron las crisis financieras que se desataron en Latinoamérica y, especialmente, la que afectó al Cono Sur a partir de 1998, que tuvo un impacto negativo en

los resultados de Endesa e Iberdrola con notables inversiones en países de la zona¹.

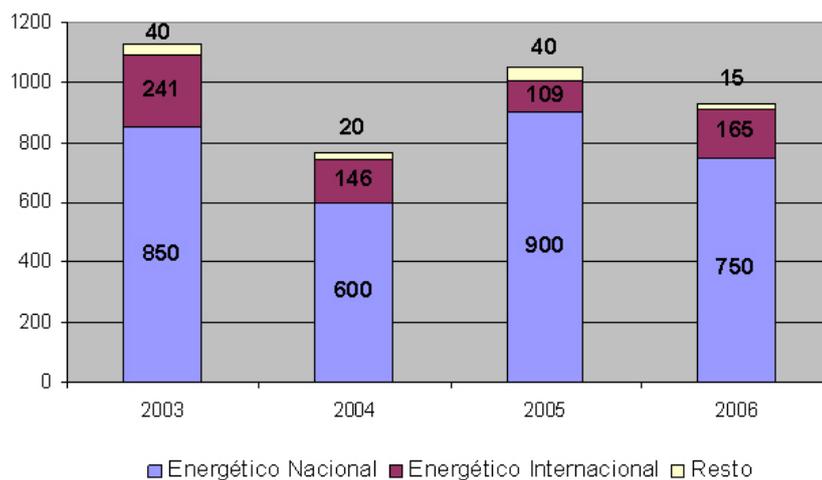
Sin embargo, a pesar de que la literatura argumenta que las empresas con pérdidas de valor más grandes tenían mayor probabilidad de implantar una estrategia de reestructuración, fue Iberdrola la primera empresa que adoptó esta estrategia en 2001, seguida por Endesa y Unión Fenosa en 2002. En las tres empresas se produce un cambio en la cúpula directiva en el momento inmediatamente anterior a la adopción de la estrategia de reestructuración de la cartera. Además, las tres empresas, debido a la destrucción de valor, tenían la aparición de operaciones hostiles en las que potenciales compradores tratasen de hacerse con el control. En este sentido, las OPAs sobre Iberdrola y Endesa y el cambio de accionista de referencia de Unión Fenosa parecen confirmar la importancia de este hecho en la adopción de una estrategia de reestructuración de la cartera.

Merece especial consideración la existencia de elevados niveles de endeudamiento. En este sentido, tanto Endesa como Unión Fenosa justificaron explícitamente la adopción de esta estrategia como consecuencia del elevado nivel de endeudamiento que había implicado la fase expansiva de las empresas. Iberdrola también destacó la importancia de este factor como determinante para tomar esa decisión.

En lo que respecta al proceso de la reestructuración de la cartera de negocios, las tres empresas implantaron planes estratégicos que contemplaban la vuelta a la especialización corporativa, enfocando sus inversiones en el negocio esencial eléctrico (Figura 4) y deshaciéndose de activos y negocios no estratégicos mediante desinversiones (Figura 5). En correspondencia directa con la situación previa de sobrediversificación, Endesa fue la empresa que contempló un programa más amplio de desinversiones. Las tres empresas justificaron esta estrategia con argumentaciones basadas en la necesidad de enfocarse en aquellos negocios en los que poseían mejores competencias para su explotación. Precisamente, la apuesta de Iberdrola y Unión Fenosa por el negocio del gas, junto a la electricidad, confirma la existencia de sinergias entre esos dos negocios (relacionados) y la posibilidad de que su explotación conjunta generase valor.

1. Las tres empresas experimentaron un notable descenso en la cotización de sus acciones en el período objeto de estudio: Iberdrola (15,96€ en 1998 a 13,25€ en 2002), Endesa (19,71€ en 1999 a 11,15€ en 2002), Unión Fenosa (19,55€ en 2000 a 12,55€ en 2002). Esta circunstancia provocó que las tres compañías destruyeran valor para sus accionistas durante el período 1999-2002: Iberdrola (871 mill.€), Endesa (9.772 mill.€), en particular, Unión Fenosa destruyó más de 2.000 millones de euros en los años 2001 y 2002 (Fernández y Carabias, 2006).

Figura 4. Distribución de inversiones del Grupo Unión Fenosa 2003 - 2006



Fuente: Informe Anual Unión Fenosa (2006)

Figura 5. Desinversiones principales del Grupo Unión Fenosa en 2002-2006

Negocio	Empresa (Sector)	Año	%	Mill. €
Internacional	Transporte electricidad: Compañía TDE Bolivia	2002	68,69%	89,8
Transporte electricidad	Electricidad: Activos peninsulares de transporte	2002	-	395
Internacional	Electricidad & Gas: Cambridge Gas Electricity	2002		6
Gas	Unión Fenosa Gas	2002	50%	440,8
Otros: Minería	Participaciones en varias empresas mineras	2002		
Otros: Inmobiliaria	Derechos Urbanísticos Subestaciones de Madrid	2003		103
Transporte electricidad	Red Eléctrica de España	2003	7%	102,5
Internacional	Electricidad: Empresas Distribuidoras en República Dominicana	2003	50%	12,1
Electricidad	Generación: Unión Fenosa Energías Especiales	2003	80%	168+10
Electricidad	Generación: Central Ciclo Combinado Cádiz	2003	25%	29,25
Otros Negocios: Min.	Desinversión de Minalca y Rocagest	2003		
Otros Negocios: Teleco	Netco Redes	2004	19,45%	19,45
Internacional	Distribución Agua RU: Cambridge Water	2004	50%	77,6
Internacional	Distribución Gas: Gas Uruguay Conecta	2004	54,9%	3
Otros: Inmobiliaria	Solares en Galicia y Madrid	2004		
Telecomunicaciones	Auna	2005	16,09%	1287
Internacional	Gestión Aeropuertos México (GAP)	2006	33,34%	118 (USD)

Fuente: Elaboración propia a partir de Informes Anuales de Unión Fenosa

2.3. Fase Post-Reestructuración: La senda hacia la creación de valor

Para finalizar, las evidencias encontradas a partir del análisis de los casos parecen mostrar que la estrategia de reestructuración de la cartera condujo en las tres empresas analizadas a mejorar sus resultados económicos, reducir su nivel de endeudamiento y crear valor en Bolsa. Al concentrar la atención y las inversiones en los negocios esenciales, las empresas consiguieron mejorar sensiblemente los resultados de dichos negocios y su contribución al resultado corporativo. Una gran parte de los fondos generados como consecuencia de las desinversiones se destinaron a reducir el nivel de endeudamiento, por lo que mejoró la situación financiera de las compañías. Los mercados reconocieron la idoneidad de la nueva orientación estratégica y el valor de las acciones de las compañías aumentó notablemente, sobrepasando las revalorizaciones de índices de referencia como el Ibex-35 o el Eurostoxx50. Así, en Iberdrola la rentabilidad total para el accionista desde el inicio del Plan Estratégico en 2002 hasta el año 2006 se elevó al 179%. En Endesa, sus acciones lograron máximos históricos de cotización y tras la reestructuración consiguieron una revalorización superior al 221%. Por último, el valor de las acciones de Unión Fenosa, medido por su capitalización bursátil creció un 198,8% entre 2002 y 2006.

3. Conclusiones

En lo que respecta a las evidencias empíricas que se desprenden del análisis de tres casos de empresas diversificadas españolas del sector eléctrico que implantaron y desarrollaron entre 2002 y 2007 una estrategia de reestructuración de sus carteras (Iberdrola, Endesa y Unión Fenosa), se puede afirmar que, en términos generales, las evidencias encontradas se ajustan a un patrón empírico común y respaldan el modelo explicativo propuesto.

Es posible concluir que en los casos analizados la sobrediversificación fue provocada por la interacción de una serie de factores, tanto del entorno como internos. Entre los primeros, se encuentran el incremento en la competencia y la globalización del sector, así como de la incertidumbre, las modificaciones legislativas y la liberalización del negocio eléctrico como transformación radical en el negocio esencial de las empresas. Entre los segundos, se recoge el efecto de la existencia de accionistas de referencia que influyen de manera decisiva en la definición de la estrategia de las empresas y que controlan los consejos de administración, el establecimiento de mecanismos de gobierno corporativo inadecuados para limitar la discrecionalidad directiva y, por último, el nivel de diversificación previa no relacionado alcanzado por las empresas. Se puede afirmar que estos factores invitan a los directivos a: 1) realizar un análisis dinámico y permanente de la configuración de sus carteras de negocios en función de las circunstancias del entorno; 2) evaluar con rigor y decisión la configuración de sus dispositivos de gobierno, limitar la discrecionalidad directiva y enfocar el objetivo básico empresarial en clave de creación de valor para los accionistas; 3) introducir estrategias de diversificación basadas exclusivamente en una definición correcta y realista de sus competencias esenciales.

Las evidencias encontradas también permiten concluir que las empresas analizadas superaron su límite propio de crecimiento diversificado a finales de la década de los noventa, lo que favoreció la aparición de pérdidas de control, deseconomías e ineficiencias. Estas circunstancias produjeron una reducción de los resultados empresariales, especialmente en algunos de sus negocios no relacionados, destruyendo valor. Además, ocasionaron caídas espectaculares en la cotización, capitalización y rentabilidad para los accionistas. Las evidencias confirman también que a mayor nivel de sobreinversión en diversificación, mayor es la destrucción de valor que se produce en la empresa.

Esta dura y contrastada realidad obliga a los directivos a establecer sistemas de control efectivos, capaces de detectar con rapidez aquellos negocios que presenten bajos niveles de rendimiento. Éstos deben propiciar y aportar una respuesta estratégica rápida y ágil ante una coyuntura cambiante. En este sentido, no fue Endesa, empresa que experimentó peores resultados y mayor destrucción de valor, la que implantó en primer lugar la estrategia de reestructuración de su cartera de negocios, sino Iberdrola que era la que había desarrollado menores niveles de diversificación. Esta circunstancia permite afirmar que una clara visión estratégica puede aportar una ventaja derivada de ser el primero en mover en la industria y conducir a una ventaja corporativa, posicionando a la compañía en una situación de liderazgo en el mercado, como de hecho ha sucedido tras la implantación de esta estrategia por parte de Iberdrola.

En los casos analizados, la reestructuración de la cartera de negocios representó una respuesta estratégica de la dirección corporativa a una situación de destrucción de valor y de deterioro de la situación financiera de la compañía. La reestructuración se tradujo en un programa de inversiones en el negocio central de las empresas, el eléctrico nacional, que fueron financiadas a través de un programa de desinversión de activos no estratégicos. Ello confirma la necesidad de analizar esta estrategia contemplando ambas dimensiones -inversiones y desinversiones. Se confirma también que en todas las empresas la adopción de esta estrategia se vio favorecida por la existencia de un cambio en la cúpula directiva de la empresa y la amenaza de ofertas de adquisición hostil.

Por último, las compañías re-enfocadas en su negocio esencial eléctrico generaron sinergias con los negocios relacionados que permanecieron en sus carteras, mejoraron sus mecanismos de control y permitieron una mejor explotación de sus recursos y capacidades esenciales en su negocio central. Esto justifica que tras la reestructuración mejoraran notablemente los resultados financieros, operativos y económicos de sus negocios alcanzando niveles históricos y que el mercado reconozca esa estrategia generando valor en Bolsa con revalorizaciones acumuladas entre 2003 y 2006 superiores a los índices Ibex-35 y Eurostoxx50.

Bibliografía

- Berger, P.G.; Ofek, E. (1995), "Diversification's Effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, Num. 37, pp. 39-65.
- Bergh, D. (1995), "Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource based perspective", *Strategic Management Journal*, Vol.16, pp. 221-239.
- Bergh, D. (1998), "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An information-processing and Resource Based View", *Journal of Management*, Vol. 24, Num. 2, pp. 135-155.
- Bergh, D.D.; Lawless, M.W. (1998), "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy", *Organization Science*, Vol. 9, Num. 1, Enero-Febrero, pp. 87-102.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R.; (1999), "When Does restructuring improve economic performance?", *California Management Review*, Vol. 41, Num. 2, Invierno, pp. 33-54.
- Campos, J.; Vega, G. (2003). *Concentration Measurement under cross-ownership: The case of the Spanish electricity sector*. *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 3, Num.4, pp.313-335.
- Chang, S.J. (1996), "An evolutionary perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, exit and economic performance during 1981-1989", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 587-611.
- Collis, D.J; Montgomery, C.A. (2007), "Estrategia Corporativa: Un enfoque basado en los recursos", McGraw-Hill, Madrid.
- Comisión Nacional de la Energía, CNE (1995 - 2000), "Informes Anuales". CNE: Madrid.
- Crespi, R.; García-Cestiona, M.A.; Salas, V. (2004), "Governance Mechanisms in Spanish Banks. Does ownership matter?", *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, pp. 2311-2330.
- Fernández, P.; Carabias, J.M. (2006), "Creación de valor para los accionistas de Unión Fenosa, Iberdrola y Endesa", *Documentación de Investigación IESE Business School*, Num.640, Julio.
- Grant, R.M. (2006), *Dirección Estratégica: Concepto, técnicas y aplicaciones*, Thomson-Cívitas, 5ª Edición.
- Hernández, A.B. (2007), "Análisis de la influencia del gobierno corporativo sobre la orientación estratégica hacia la innovación", *Tesis Doctoral, Universidad Pablo de Olavide, Sevilla*.
- Hitt, M.A; Hoskisson, R.E; Johnson, R.A, Moesel, D.D.; (1996), "The market for Corporate Control and Firm Innovation", *Academy of Management Journal*, Vol. 39, Num. 5, pp. 1084-1119.
- Hoskisson, R.E; Hitt, M.A.; Moesel, D.D. (1994), "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance", *Academy of Management Journal*, Vol.37, pp.1207-1251.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Yiu, D.; Wan, W.P. (2001), "Restructuring strategies of Diversified Business Groups: Differences Associated with Country Institutional Environments", *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, Blackwell Publishers, Oxford, Reino Unido.
- Hoskisson, R.E.; Cannella, A.; Tihanyi, L.; Faraci, R. (2004), "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, pp. 525-539.
- Jimenez, J.C. (2005), *El sector eléctrico español de la crisis al ajuste*, en "Un siglo de luz: Historia empresarial de Iberdrola". Iberdrola: Madrid.
- John, K.; Ofek, E. (1995), "Asset sales and increase in focus", *Journal of Financial Economics*, Num. 37, pp. 105-126.
- Johnson, R.A. (1996), "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing", *Journal of Management*, Vol. 22, Num.3, pp. 439-483.

Khanna, T.; Palepu, K. (2000), "Is Group Affiliation Profitable in emerging markets? An analysis of Diversified Indian Business Groups?", *Journal of Finance*, Vol.55, Num.2, Abril, pp.867-891.

Markides, C. (1992), "The Economic Characteristics of De-Diversifying Firms", *British Journal of Management*, Vol. 3, pp.91-100.

Markides, C. (1995), *Diversification, Refocusing and Economic Performance*, MIT Press.

Markides, C.; Singh, H. (1997), "A Symptom of Poor Governance or a Solution to Past Managerial Mistakes", *European Management Journal*, Vol. 15, Num.3, pp.213-219.

Mitchell, M.L.; Mulherin, J.H. (1996), "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp 193-229.

Mochon, F.; Rambla, A. (1999). *La creación de valor y las grandes empresas españolas*. Ariel Sociedad Económica: Madrid.

Pedersen, T.; Thomsen, S. (1997), "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve country study", *Journal of International Business Studies*, Vol. 28, Num.4, pp.759-778.

Ricart, J.E.; Alvarez, M.A.; Gallo, M.A. (1999), "Governance Mechanism for effective Leadership: the case of Spain", *Corporate Governance: An international review*, Vol.7, Num.3, pp.266-287.

Smart, D.L.; Hitt, M.A. (1996), "A test of the agency theory perspective of corporate restructuring", *Working paper*, Universidad de Nebraska, Omaha.

Suárez, I.; Vicente, J. (2003), "The role of Organizational Characteristics in Workforce changes: Downsizing and Upsizing practices in Large Spanish Firms", *Artículo presentado en el Congreso de ACEDE del año 2003*.

Villalonga, B. (2003), "Does Diversification cause the Diversification Discount?", *Documento de trabajo Harvard Business School*.

Villalonga, B.; McGahan, A. (2005), "The choice among acquisitions, alliances and divestitures", *Strategic Management Journal*, Vol. 26, pp. 1183-1208.