

María Teresa Bosch Badía*

REPSOL: DE EMPRESA PÚBLICA A MULTINACIONAL DEL PETRÓLEO

El Grupo Repsol se creó en 1987 como resultado final de la reordenación del sector petrolero español, configurándose como sociedad anónima de capital público que integró la práctica totalidad de las empresas públicas del sector. El artículo estudia el proceso de transformación experimentado por Repsol desde su creación, comenzando por analizar el contexto en el que se ha producido, es decir, un sector petrolero mundial sujeto a fuertes cambios a raíz de la crisis de 1973, a la que los actores públicos y privados respondieron con innovaciones de enorme calado en sus políticas y sus estrategias: de un lado, desregulación, privatización, liberalización (pero también, en sentido opuesto, nacionalizaciones), del otro, integración vertical, cambios organizativos, diversificación sectorial y geográfica, acuerdos estratégicos. El artículo analiza sucesivamente: la forma en que se pusieron en práctica esas estrategias en el caso de Repsol, los cambios estructurales que se produjeron como consecuencia en la productividad y la rentabilidad de Repsol, y la medida en que ello ha llevado a la compañía a homologarse, también al nivel de los resultados, con las grandes multinacionales del sector.

Palabras clave: petróleo, desregulación, liberalización, integración vertical, Repsol.

Clasificación JEL: G34, L25, L95, Q48.

1. Introducción

Este artículo estudia el proceso de transformación de Repsol de empresa pública a empresa multinacional. Se extiende desde su creación como empresa pública en 1987 hasta 2005, año en el cual puede darse por culminado su proceso de consolidación como empresa multinacional.

La transformación de Repsol es el resultado de su adaptación a tres tipos de cambios: en primer lugar, las convulsiones mundiales del subsector de exploración y producción. En segundo lugar, la desregulación del sector en Europa de impacto principalmente sobre el refino y la distribución. Por último, la privatización del propio grupo en un dilatado proceso que abarca desde 1989 hasta 1997.

Organizamos el estudio de la respuesta de Repsol a estos cambios sistematizando, como primer paso, las variaciones del entorno desde el punto de vista de su impacto en Repsol. Sobre esta base, estudiamos cómo

* Departamento de Economía y Empresa. Universidad Autónoma de Barcelona.

Repsol adapta su estrategia, su estructura organizativa y la composición de su actividad. Tras este análisis de los cambios cualitativos pasamos a estudiar los cambios cuantitativos de los indicadores económico-financieros de Repsol, con el objetivo de dar respuesta a las siguientes dos preguntas:

¿Se observan cambios estructurales en la evolución de la eficiencia productiva de Repsol?

¿Se sitúan los indicadores económico-financieros de Repsol al nivel de los indicadores de las multinacionales europeas del sector?

Finalmente, y como síntesis, examinamos si existe evidencia de un impacto de los cambios cualitativos sobre los indicadores cuantitativos.

2. Influencia y evolución del entorno económico de Repsol

Evolución del sector petrolero español: reordenación y liberalización

El Grupo Repsol se creó en 1987 como resultado final de la reordenación del sector petrolero español, iniciada en 1981, con la constitución del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH). Mediante esta reordenación se agrupaban y coordinaban las actuaciones de las empresas públicas españolas propiedad del INI que entonces operaban en el sector del petróleo. El objetivo de esta decisión era racionalizar el sector y adaptarlo a las exigencias de la entrada de España en el Mercado Común Europeo. La nueva normativa¹ continuaba justificando la regulación e intervención administrativa en el sector, iniciada en 1927. En efecto, en pocos años el INH racionalizó su estructura empresarial adaptándola a los esquemas organizativos existentes internacionalmente en el sector. Paralelamente se avanzó en el saneamiento económico y financiero de las empresas integrantes del *holding*.

¹ Ley 45/1984, de 17 de diciembre de 1984, de Reordenación del Sector Petrolero y Real Decreto-Ley 5/1985, de 12 de diciembre.

En 1987 culminó la reordenación del sector petrolero, creándose el Grupo Repsol. Se configuró como una sociedad anónima participada al 100 por 100 por el INH e integró la práctica totalidad de las empresas públicas del sector. Tenía así lugar un avance sustancial en la consecución de una única identidad corporativa del conjunto de empresas públicas del sector petrolero español.

El proceso de liberalización del sector se inició en 1988 extendiéndose hasta 1998 con la promulgación de la Ley 34/1998 de Hidrocarburos. A lo largo de estos años dejaron definitivamente de estar reguladas las actividades de refino, transporte, almacenamiento, distribución y comercialización de productos petrolíferos, simplificándose el proceso de autorización de instalaciones afectas a actividades de operaciones al por mayor.

Evolución del sector petrolero mundial

El sector del petróleo empezó a experimentar fuertes cambios a partir de la crisis de precios de 1973 desencadenada por la OPEP². Hasta entonces, el sector estaba dominado por grandes compañías (*majors*). Junto a éstas, existían empresas públicas de refino de ámbito nacional, como eran los casos de Total, Eni y CAMPSA, algunas compañías de exploración y producción también de propiedad pública y pequeñas compañías independientes. El aumento de precios supuso el consiguiente aumento de valor de las reservas de petróleo y desencadenó una ola de nacionalizaciones en los países productores. Sus gobiernos crearon empresas públicas de exploración y producción, las cuales absorbieron recursos hasta entonces en manos de las grandes multinacionales. Asimismo, el alza de precios hizo rentables nuevas exploraciones como las que dieron lugar a la explotación de los yacimientos del Mar del Norte, Alaska y México.

² CLO (2000) lleva a cabo un detallado estudio de la economía del petróleo y analiza la evolución de su industria desde sus orígenes hasta final del Siglo XX. DAVIS (2006) presenta una excelente síntesis de la evolución de esta industria entre 1971 y 2005.

Las grandes multinacionales buscaron mantener, mediante la propiedad directa o mediante acuerdos, un equilibrio entre la actividad de exploración y producción y la de refino. Asimismo, y con objeto de diversificar sus inversiones, se fueron extendiendo en el sector petroquímico. La integración vertical resultó decisiva para garantizar la cobertura del riesgo de variación de los precios del crudo. La evolución de los precios, con importantes crisis de alza, aunque acompañadas de períodos estables, potenció esta tendencia. La diversificación internacional resultó igualmente importante para la estabilidad de las compañías: respecto a la exploración y producción, la corriente nacionalizadora de reservas de crudo hacía extremadamente conveniente diversificar el riesgo-país; respecto al refino, la presencia internacional era una manera de potenciar el tamaño y acceder a economías de escala, dando lugar además a una diversificación del riesgo del tipo de cambio. El tamaño, como diversos estudios corroboran (Osdmundsen, Mohn y Helgeland, 2006), se mostraba decisivo para asegurar la rentabilidad. La falta de integración vertical dejaba sistemáticamente expuestas al riesgo del precio de la primera materia y, por tanto, hacía especialmente volátiles las empresas públicas de refino no integradas verticalmente.

En paralelo, la Comunidad Europea implantaba paulatinamente desde los años ochenta la política de liberalización de sectores y precios, que ha devenido una de sus normas desde su nacimiento. En consecuencia, las empresas públicas de refino se iban enfrentando gradualmente a un mercado de libre competencia, por lo que iba perdiendo sentido la propiedad pública de empresas comunitarias.

Por todo ello, puede decirse que ya a partir de la segunda mitad de los años ochenta, las empresas públicas de refino debían adaptarse a un entorno radicalmente diferente. Su viabilidad futura requería obtener economías de escala en su producción por una parte y, por otra parte, disponer de un equilibrio razonable, similar en lo posible al de las grandes multinacionales, entre la actividad de exploración y producción y la de refino.

Los gobiernos europeos vieron en la privatización el camino a seguir para que las hasta entonces empresas públicas del sector del petróleo pudiesen adaptarse al nuevo entorno. Así, Repsol fue privatizada siguiendo el proceso que describimos en el apartado siguiente. Las francesas Total y Elf-Aquitane fueron privatizadas entre los años 1992 y 1998, la italiana Eni entre 1995 y 2001 y el gobierno noruego procedió a tres privatizaciones parciales de Statoil en los años 2001, 2004 y 2005 aunque continúa siendo su principal accionista. La fusión de Repsol con YPF tiene paralelismos con la evolución seguida por la empresa francesa Total que se fusionó en el año 1999 con Petrofina y en el año 2000 con Elf-Aquitane. Asimismo, la compañía noruega Statoil se ha fusionado con la también noruega Hydro en 2007. Noreng (2006) analiza la reestructuración experimentada por el sector europeo del petróleo tras su liberalización.

3. El proceso de privatización de Repsol

La privatización de Repsol fue un proceso dilatado en el tiempo y complejo en las distintas fases ejecutadas. Un paso preliminar a la privatización fue, en 1989, la salida a Bolsa de las acciones de la compañía que comenzaron a cotizar en el mercado continuo español y en el New York Stock Exchange (NYSE). Poco después se inició formalmente el proceso de privatización que culminó en 1997. La primera fase de privatización supuso la entrada del BBV en el accionariado de Repsol. Así, el BBV entregó al INH acciones de Petronor y otras empresas recibiendo en canje el 4,2 por 100 del capital de Repsol. En el mismo año, se realizó la primera oferta de venta de acciones dirigida a inversores minoristas e institucionales.

A finales de 1989, Repsol y el INH firmaron un acuerdo estratégico con la compañía Petróleos Mexicanos (Pemex) por el cual Repsol adquiría el 34,3 por 100 que Pemex poseía en Petronor, elevando así su participación en la compañía hasta el 88,3 por 100. A cambio, Pemex recibía el 2,9 por 100 de las acciones del capital de Repsol. En base a este acuerdo, Pemex obtenía

CUADRO 1
SÍNTESIS DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

Año	Fase	% Vendido	% Participación pública*
1987	Creación del Grupo Repsol		100,0
1989	OPV destinada a inversores institucionales y minoristas	26,4	73,6
	Entrada de BBV	4,2	69,4
	Entrada de Pemex	2,9	66,5
1992	Aumento participación de Pemex	2,1	64,4
	Primer canje de bonos por acciones	10,0	54,4
1993	OPV destinada a inversores institucionales y minoristas	13,3	41,1
	Segundo canje de bonos por acciones	0,6	40,5
1994	Tercer canje de bonos por acciones	0,1	40,4
1995	OPV destinada a inversores institucionales y minoristas	19,4	21,0
1996	OPV destinada a inversores institucionales y minoristas	11,0	10,0
1997	OPV tramo minorista, institucional y empleados	10,0	0

NOTAS: * Participación pública mediante el INH o SEPI.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los Informes Anuales.

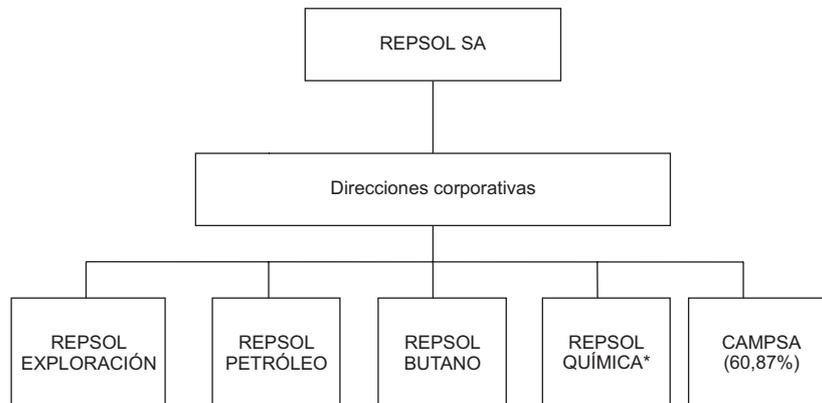
además la opción de adquirir hasta el 5 por 100 de Repsol antes de marzo de 1992, la cual fue ejercitada, ascendiendo la participación de Pemex en Repsol al 5 por 100 anunciado.

En marzo de 1993 el porcentaje de participación estatal en el capital de Repsol dejó de ser mayoritario, concretándose en el 41,1 por 100, para situarse en el 40,4 por 100 a finales de 1994. Ello fue el resultado de varias operaciones realizadas entre 1992 y 1994. En 1992 se emitieron bonos canjeables por acciones con vencimientos de canje en septiembre de 1992, junio de 1993 y junio de 1994. Además, en marzo de 1993 tuvo lugar la segunda oferta pública de venta de acciones de la sociedad destinada a inversores institucionales. Asimismo, en 1995 se realizó la tercera oferta pública de venta de acciones destinada a inversores minoristas e institucionales. La participación estatal, ejercida en esos mo-

mentos a través de SEPI, se concretó a finales de 1995 en un 21 por 100 del capital.

Las dos últimas fases del proceso privatizador de Repsol tuvieron lugar entre 1996 y 1997. La cuarta oferta pública de venta de acciones se efectuó en febrero de 1996 y se destinó a inversores institucionales y minoristas. El porcentaje de capital vendido se situó alrededor del 11 por 100, por lo que la participación de SEPI quedó reducida al 10 por 100. Para concluir el proceso privatizador, se procedió a la quinta y última oferta pública de acciones concretada en este 10 por 100 del capital que todavía quedaba en manos del Estado, distribuyéndose en tres tramos: institucional, minorista y de empleados. El 15 de enero de 1996, el gobierno promulgó el Real Decreto 3/1996 por el cual, hasta febrero de 2006, se requería autorización administrativa previa del Ministerio de Industria y Energía

ESQUEMA 1
CONFIGURACIÓN DEL GRUPO REPSOL, 1987



NOTA: * Filial de Repsol Petróleo hasta 1988.

FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe Anual.

para la adopción de determinados acuerdos relacionados con la sociedad una vez que la participación pública en Repsol quedase por debajo del 15 por 100. El Cuadro 1 sintetiza las distintas fases de este dilatado proceso de privatización.

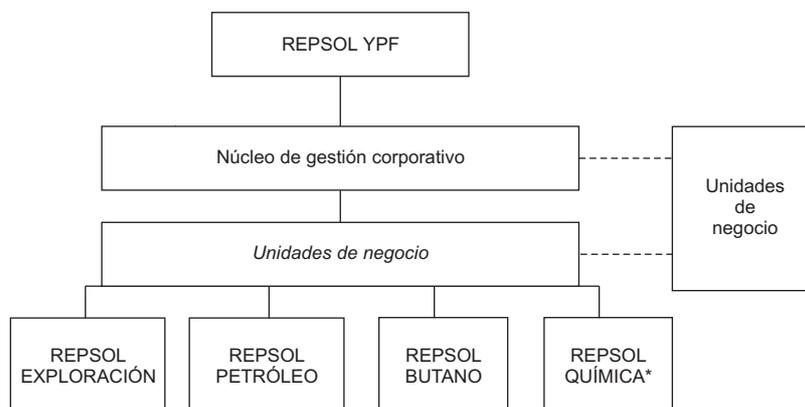
Como consecuencia del proceso de privatización seguido se había constituido un núcleo estable de accionistas. En efecto, a finales de 2005, según los datos aportados en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de Repsol, las participaciones estables del capital de la compañía las poseían: La Caixa un 14,1 por 100 por medio de Caixa Holding, actualmente Criteria, con un 9,1 por 100 y Repinves con un 5 por 100; Pemex a través de su filial Repcon Lux 4,9 por 100; Sacyr Vallehermoso 20 por 100; y Mutua Madrileña 2 por 100. El resto de capital se distribuía entre accionistas españoles con un 28,7 por 100 (18,6 por 100 institucional y 10,1 por 100 minorista) y accionistas extranjeros un 30,3 por 100 (Estados Unidos 13,6 por 100 y resto del mundo 16,7 por 100).

4. Transformación de la estrategia y estructura organizativa de Repsol: respuesta a los cambios externos

Estructura organizativa en la creación de Repsol como empresa pública

El grupo Repsol, cuya creación fue la principal consecuencia de la reordenación del sector petrolero español (apartado 2) nació para competir internacionalmente. Las grandes multinacionales encarnaban el paradigma de la competitividad en el sector, por las razones de tamaño y diversificación ya apuntadas. En consonancia con la misión estratégica que asumía, el Grupo Repsol adoptó la *estructura de las divisiones tradicionales* de las empresas multinacionales. En efecto, la nueva sociedad pública se estructuró mediante el *holding* corporativo Repsol, SA, y cinco sociedades filiales: *Repsol Exploración* —antigua Hispanoil—, *Repsol Petróleo* —antigua Enpetrol—, *Repsol*

ESQUEMA 2
ORGANIGRAMA GRUPO REPSOL YPF, 2003



NOTA: * Filial de Repsol Petróleo hasta 1988.
FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe Anual de Repsol.

Butano —antigua Butano, S.A.—, *Repsol Química* —antigua Alcudia— y *CAMPSA*.

En concreto, el centro corporativo Repsol, SA desempeñaba las funciones de definición de estrategia global del negocio petrolero, captación y asignación de recursos financieros y humanos, y el control y seguimiento de las filiales. Las actividades correspondientes al objeto social de Repsol, SA, se llevaban a cabo a través de las sociedades filiales. Los órganos de dirección de Repsol, SA, se concretaron en el Consejo de Administración, el Comité de Presidentes, integrado por los presidentes de sus filiales, y cinco direcciones corporativas por áreas funcionales. La estructura organizativa inicial del Grupo Repsol se esquematiza en el Esquema 1.

Cambios organizativos tras la compra de YPF

La privatización total de Repsol fue casi inmediatamente seguida por la fusión con la compañía argentina Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), en 1999, pudiendo, a efectos prácticos, considerarse una adquisi-

ción. La transformación y crecimiento del grupo consecuencia de esta operación requirió un cambio substancial en la estructura organizativa, concretándose en el Proyecto RYS XXI. Se definió en este proyecto el desarrollo y la implementación de un nuevo modelo de gestión basado en la integración estratégica, operativa y de las personas de Repsol y de YPF. La nueva estructura organizativa se afianzaba en tres pilares: núcleo de gestión corporativa, unidades de negocio y unidades de servicio. Esta estructura resulta muy similar a la de otras multinacionales del sector, como se desprende del estudio de Grant (2005, páginas 117-142) que analiza la reestructuración de la organización de Shell. El Esquema 2 muestra el organigrama del Grupo Repsol en el año 2003.

Cambios en la estrategia de Repsol

Desde la creación de Repsol podemos distinguir tres períodos diferenciados en su estrategia: un primer período, que abarca desde su creación en 1987 hasta 1997,

en el que Repsol era una empresa orientada básicamente a la actividad del refino y al mercado español. El segundo período se inicia en 1998 con la expansión en Latinoamérica. La adquisición de la empresa argentina Yacimientos Petrolíferos Fiscales, SA, en 1999, dio lugar al cambio de su denominación social por Repsol YPF, SA, estableciéndose dos sedes sociales, una en Madrid y otra en Buenos Aires. Esta expansión supuso un cambio en la composición de las actividades de Repsol, con un importante crecimiento de la actividad de exploración y producción de petróleo. El resultado fue la transformación de la empresa en una compañía equilibrada en cuanto a sus actividades de exploración y producción y de refino. El año 2002 marca una nueva fase en la estrategia del grupo reduciéndose la diversificación de actividades y reorientando la diversificación geográfica.

La estrategia de la primera etapa se caracterizó por la expansión y consolidación de la actividad principal del grupo en España mediante un elevado nivel de inversiones. Se adquirieron participaciones en otras empresas de refino españolas, se construyeron oleoductos, y se compraron compañías petroquímicas. Además, con objeto de ampliar su reducida actividad de exploración y producción, se llevaron a cabo moderadas inversiones en reservas del Mar del Norte, Norte de África y Egipto. Un año después de su fundación el grupo Repsol había doblado el número de empresas en las que poseía participaciones accionariales, participando directa o indirectamente en 120 empresas³.

En la segunda etapa, la característica fundamental fue la relevante expansión internacional con el objetivo de transformar la composición de sus actividades, según una estructura más acorde con sus competidoras internacionales⁴. En 1999, Repsol se transformó en la

mayor empresa privada energética de España y Latinoamérica con la adquisición de YPF, la mayor compañía privada de petróleo y gas de Latinoamérica⁵. Repsol pasó también a diversificar sus actividades entrando en la producción de gas y energía eléctrica aprovechando las sinergias que su experiencia en el sector energético podía crear.

En 2002, Repsol inició una tercera etapa tomando dos decisiones estratégicas centrales respecto a su diversificación. Por una parte, concretó su objetivo fundamental en su negocio básico, reduciendo sustancialmente su presencia en el subsector del gas. Por otra parte reorientó, ampliándola, la diversificación geográfica, con el objetivo de diversificar el riesgo-país. En efecto, en ese año, vendió, mediante oferta privada, el 23 por 100 de la participación accionarial que poseía en Gas Natural. La compleja situación y el elevado riesgo de los países en los que la compañía desarrolla su actividad principal de exploración y producción, dieron lugar a la revisión, en el año 2005, de las reservas de hidrocarburos, efectuándose los correspondientes ajustes en Argentina y Venezuela. En este período se refuerza el negocio de exploración y producción, considerado uno de los pilares del plan estratégico, intensificando, según expresión literal del Informe Anual de 2005, su presencia en «mercados de alta rentabilidad o proyección de futuro». En concreto, Norte de África, Caribe, Norteamérica, Rusia y Asia Central. Concluimos este apartado con un cuadro donde se destacan los principales hitos de la evolución de Repsol durante los años objeto de nuestro estudio (Cuadro 2).

Astra hasta el 99 por 100. La internacionalización de la actividad del gas natural en Latinoamérica también fue relevante. Se compraron asimismo reservas en Venezuela, México y Argentina.

⁵ El 20 de enero de 1999 adquirió, mediante concurso público, el 14,99 por 100 de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF). Poco después, se realizó una Oferta Pública de Adquisición del 85 por 100 restante. Finalizada la operación la participación de Repsol en el capital de YPF ascendía a 97,81 por 100. La inversión total en la compra de YPF ascendió a 15.066 millones de dólares. Para su financiación se lanzaron cinco emisiones de renta fija, emisión de bonos en el euromercado, y un aumento de capital.

³ En esta fase las adquisiciones de participaciones más relevantes fueron Petronor y Gas Natural.

⁴ La expansión de las actividades de Repsol en Latinoamérica se inició en 1996 con la compra de participaciones en las refinerías de La Pampilla de Perú, 15,34 por 100 del capital, y en la compañía Astra en Argentina, con el 43,7 por 100 del capital. En el año 2000, la participación en La Pampilla se amplió hasta casi el 45 por 100 y en

CUADRO 2
HITOS PRINCIPALES DE REPSOL

Año	% Participación INH/SEPI	Presidente	Estructura organizativa	Actividad: cambios activ. y crecimiento	Regulación y entorno económico	
1987	100	Óscar Fanjul	Comité de presidentes	Exploración, importación, transporte, distribución y comercialización		
1988					Creación de la red paralela de comercialización.	
1989	69,4			Petronor: aumento de la participación en un 22 por 100 (participación total 54 por 100)		
1990	66,5		Comité ejecutivo	Petronor: aumento de la participación hasta 90 por 100	Sistema de precios máximos	
1991				Gas Natural (30 por 100)		
1992	54,4			Gas Natural (45 por 100)	Segregación de los activos comerciales de CAMPSA. Extinción Monopolio Creación de CLH	
1993	41,1					
1994	40,4					
1995	21					
1996	10			Alfonso Cortina	La Pampilla (15,34 por 100), Astra (43,70 por 100)	Decreto-Ley sobre la utilización de terceros de las instalaciones de CLH
1997	0					
1998		Gas Natural Latinoamérica	Ley Sector de Hidrocarburos			
1999		Compra YPF	Nuevas medidas liberalizadoras. Liberalización total de los precios.			
2000		La Pampilla (45 por 100), Astra (99 por 100)				
2001			Crisis de Argentina			
2002			Venta 23 por 100 Gas Natural			
2003		Antonio Brufau	Proyecto RYS XXI: — Núcleo gestión corp. — Unidades de negocio — Unidades de servicio		Inversiones en nuevas zonas de Latinoamérica, Próximo y Medio Oriente	Inicio del alza del precio del crudo
2004					Intensificación inversiones en Norte de África, Caribe, Norteamérica, Rusia y Asia central	
2005						

FUENTE: Elaboración propia.

5. Cambios en la productividad y en la rentabilidad

Nos centramos, a continuación, en el estudio del impacto que sobre la rentabilidad y la productividad de Repsol ejerció la interacción de su privatización y la li-

beralización del sector. En concreto, verificamos si se pueden identificar cambios estructurales, es decir, rupturas en la evolución temporal de los indicadores escogidos. Para analizar la productividad, tomamos como punto de referencia principal el indicador de productivi-

dad global, IPG, y como punto de referencia complementario el indicador de productividad parcial del trabajo, IPAT. En el análisis de la rentabilidad, tomamos como indicador la rentabilidad de la explotación o del activo, ROA, por el hecho de expresar el rendimiento de la actividad económica de la empresa y recoger el impacto de las variaciones en su eficiencia productiva. Como es habitual, medimos la rentabilidad de la explotación mediante la relación por cociente entre el beneficio de la explotación y el activo, consistiendo el primero en la diferencia entre los ingresos y los costes de explotación antes de impuestos e intereses. En la elaboración de los indicadores de productividad no disponemos, como es habitual, de información sobre las unidades producidas y los insumos en unidades físicas y los precios de ponderación de ambos. En consecuencia, procedemos a calcular el IPG mediante la aproximación basada en los ingresos y costes de explotación deflactados⁶. Consiste ésta en sustituir dicha relación por la relación por cociente entre ingresos y costes de explotación expresados ambos a precios constantes, aplicando en la deflactación los índices de precios más específicos posibles⁷.

⁶ Véase PRIOR, VERGÉS y VILARDELL (1993) y VERGÉS (2003).

⁷ En la ponderación de los ingresos de las cuatro líneas de productos se han utilizado índices facilitados por el INE, el Banco de España y la OCDE. En concreto, para los ingresos de exploración y producción se ha utilizado el índice de producción industrial de exploración de productos energéticos, para la actividad del refino, el índice de producción industrial de refino de petróleo, para los ingresos de la actividad petroquímica, el índice de producción industrial de la industria química y, por último, para los ingresos de gas licuado, el índice de precios industriales de la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua. Paralelamente, para los costes de explotación se han utilizado distintos índices según la naturaleza propia de cada coste. Para los aprovisionamientos, hemos elaborado un índice de la evolución del precio en euros de importación del crudo en España a partir del precio en dólares del barril de crudo según los datos facilitados por la OCDE (2006). En el capítulo relativo a otros gastos de explotación, hemos aplicado el índice general de precios industriales por no disponer de un detalle que permitiese un tratamiento más específico. Para la ponderación del coste de personal, hemos utilizado el índice de coste salarial publicado por el Banco de España. En el cálculo de los costes por amortizaciones, hemos optado por la utilización del índice de precios de bienes de equipo, al no disponer de datos más concretos sobre la composición de estas amortizaciones.

CUADRO 3
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE REPSOL

Año	ROA ¹ (%)	IPG ²	IPAT ³
1990	6,98	1,30	887,06
1991	7,52	1,11	939,13
1992	6,70	0,99	1.132,60
1993	7,66	0,92	1.318,99
1994	8,07	0,88	1.347,84
1995	9,15	0,87	1.386,64
1996	6,62	0,98	1.350,06
1997	6,51	0,95	1.428,30
1998	7,15	0,75	1.490,85
1999	6,25	0,98	1.373,90
2000	11,91	1,14	1.205,63
2001	9,56	1,09	1.249,09
2002	8,73	1,01	1.162,18
2003	10,15	0,96	1.213,90
2004	11,68	1,00	1.146,29
2005	13,46	1,03	1.222,22

NOTAS: ¹ Rentabilidad de los activos; ² Índice de productividad global; ³ Índice de productividad parcial del trabajo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los informes anuales.

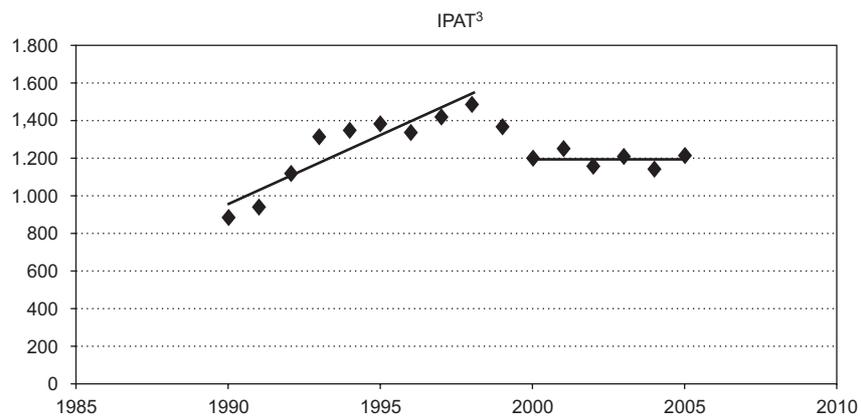
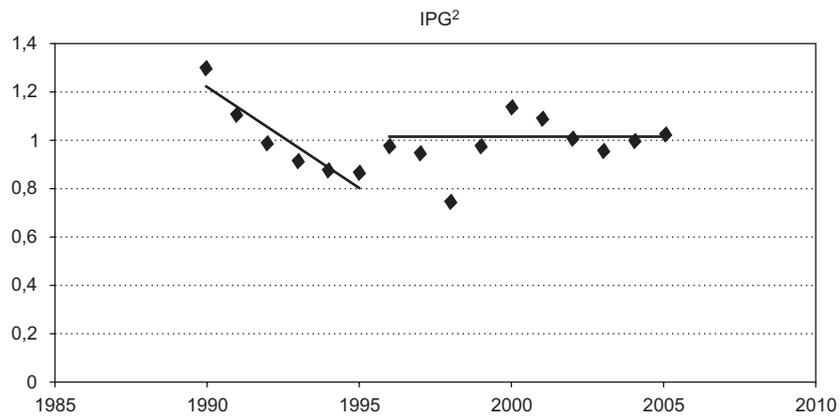
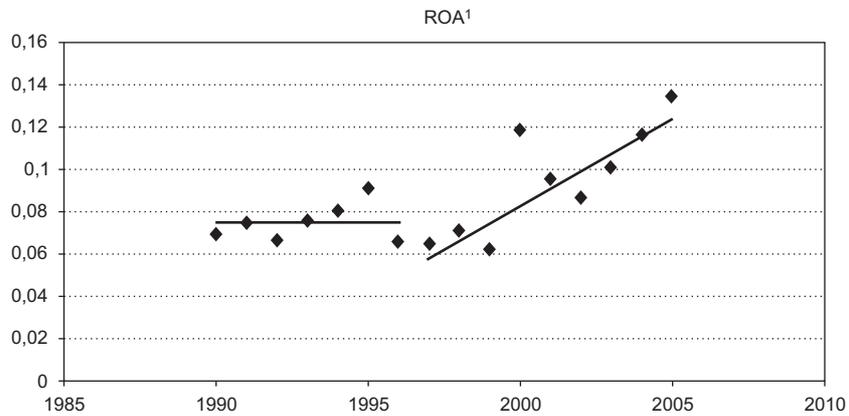
Por último, para el cálculo del indicador de productividad parcial del trabajo, que consiste en la relación por cociente entre las unidades producidas y el número de trabajadores, se ha procedido a efectuar la aproximación de la producción del mismo modo que para el indicador de productividad global, es decir, mediante los ingresos deflactados.

Evolución de los indicadores de Repsol

Los indicadores calculados de Repsol YPF se presentan en el Cuadro 3. Para su elaboración se ha utilizado la información facilitada en los informes anuales de la empresa y los índices de evolución de precios indicados en la nota 7.

El Gráfico 1 presenta los indicadores de productividad y rentabilidad de Repsol YPF y las líneas de tendencia de su evolución.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE REPSOL



NOTAS: ¹ Rentabilidad de los activos; ² Índice de productividad global; ³ Índice de productividad parcial del trabajo.
FUENTE: Elaboración propia.

Los tres indicadores analizados presentan cambios estructurales, no siempre del mismo signo, situados en torno a la etapa 1997-1999, cuando se concatenan la privatización de Repsol, la liberalización del sector y la adquisición de YPF. En dos de los indicadores, IPG y ROA, se constata un claro aumento, y en el indicador de la productividad del trabajo una reducción igualmente nítida. En concreto, en la evolución del IPG se registra un importante cambio estructural, en el período inmediatamente anterior a la privatización, en la línea del efecto anticipación observado por Parker (1997) en relevantes empresas internacionales privatizadas. En los primeros años de nuestro estudio, la evolución del IPG fue negativa hasta 1996, para aumentar a continuación 20 puntos porcentuales y estabilizar su evolución. Tras la privatización, el IPG aumentó a partir de 1999, año de la fusión con YPF, después de haber experimentado un fuerte descenso en 1998.

La evolución de la rentabilidad de la explotación, ROA, muestra asimismo un importante cambio estructural en su evolución a partir del año 1996. En efecto, a partir del año anterior a la privatización, la estimación de la línea de tendencia es creciente, aunque muestra ligeras oscilaciones. Con el nuevo equilibrio conseguido entre las distintas actividades del grupo tras la compra de YPF, la compañía aumentó su ROA de modo significativo. Este aumento sólo se vio truncado en los años 2001 y 2002 como consecuencia de la liberalización total de los precios en el mercado nacional y la aguda crisis de la economía argentina. Sin embargo, a partir de 2003, año en que el precio del crudo aumentó sustancialmente, el indicador analizado consolida su evolución alcista.

Por último, en la evolución del IPAT hallamos un cambio estructural negativo. La evolución del indicador fue positiva hasta 1998, el año siguiente a la privatización. En 1999, el indicador de la productividad del trabajo experimenta una reducción de 350.000 euros por trabajador. Sin embargo, esta reducción no fue el inicio de una tendencia a la baja sino que marcó una estabilización en los nuevos valores.

6. La posición de Repsol en el sector del petróleo

Como hemos señalado, a partir de su fusión con YPF, Repsol reúne las principales características de las multinacionales del sector del petróleo. El propósito de este apartado consiste en comparar a Repsol con otras multinacionales del sector para delimitar en qué medida esta empresa privatizada se ha homologado con ellas en eficiencia, rentabilidad y valor bursátil. Tomamos como referencia para la comparación, a las empresas de mayor capitalización en el índice bursátil *Dow Jones Stoxx 600 Oil & Gas*. Consta este índice de 26 empresas europeas del sector de petróleo y gas. En concreto, tomamos como referencia para comparar Repsol las cinco primeras empresas de este índice, una vez excluida British Gas por el hecho de dominar ampliamente en ella la producción de gas frente a los productos petrolíferos: BP (27,10 por 100), Total (19,35 por 100), Royal Dutch Shell (16,89 por 100), Eni (9,54 por 100) y Statoil (4,48 por 100), que, en conjunto, representan un 77 por 100 de la capitalización. Ninguna de las restantes empresas de este índice supera el 1,25 por 100 de capitalización. El período de comparación abarca desde el 2000, es decir, inmediatamente tras la fusión de Repsol con YPF, hasta 2005.

Los indicadores que comparamos son: ingresos por trabajador, rentabilidad del activo (ROA), rentabilidad de los fondos propios (ROE), ratio precio/beneficio (PER) y precio de la acción sobre valor contable. Obtenemos así una sucinta aproximación a la eficiencia, la rentabilidad y la valoración bursátil de las empresas comparadas⁸. La comparación de los indicadores de Repsol con los de las cinco empresas que hemos tomado como referencia se realiza desde una óptica financiera, lo que implica aceptar heterogeneidad en sus condiciones de producción y distribución. En este apar-

⁸ Los primeros cuatro indicadores se han calculado a partir de las memorias de las empresas, habiéndose obtenido la ratio precio/beneficio y la relación precio/valor contable a partir de las fuentes habituales de información bursátil.

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

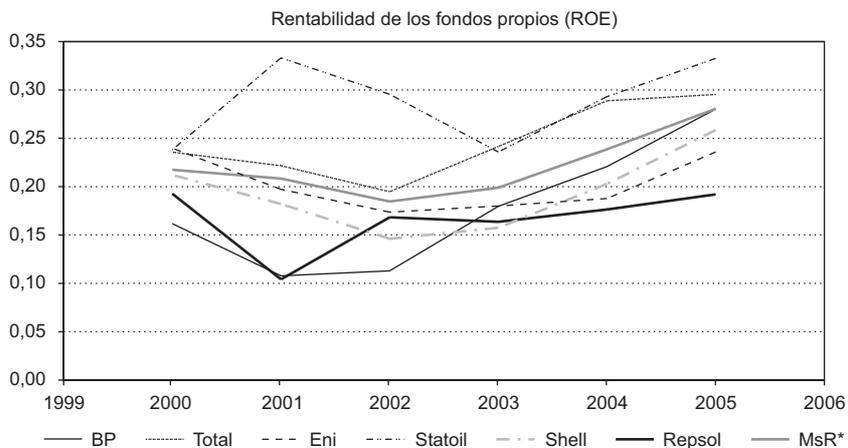
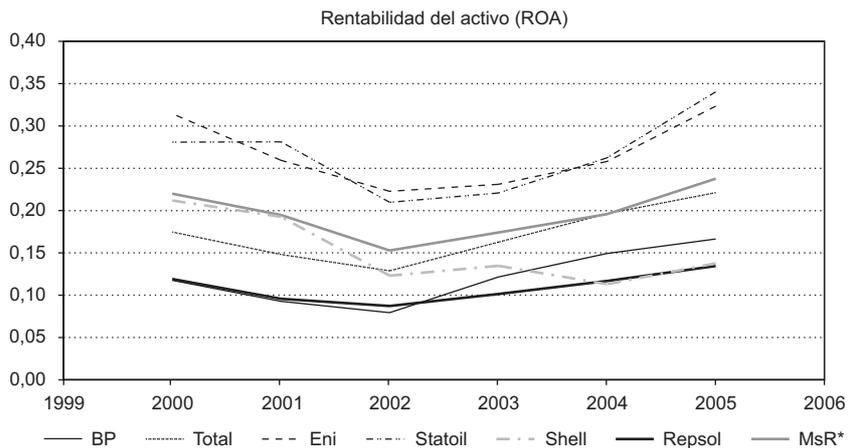
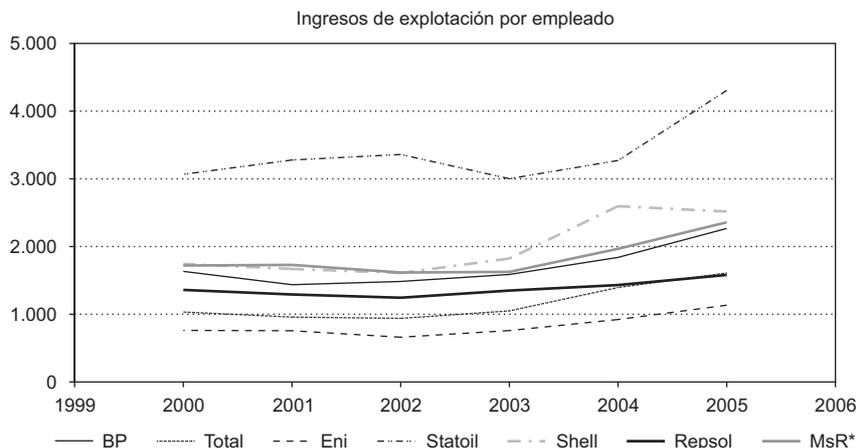
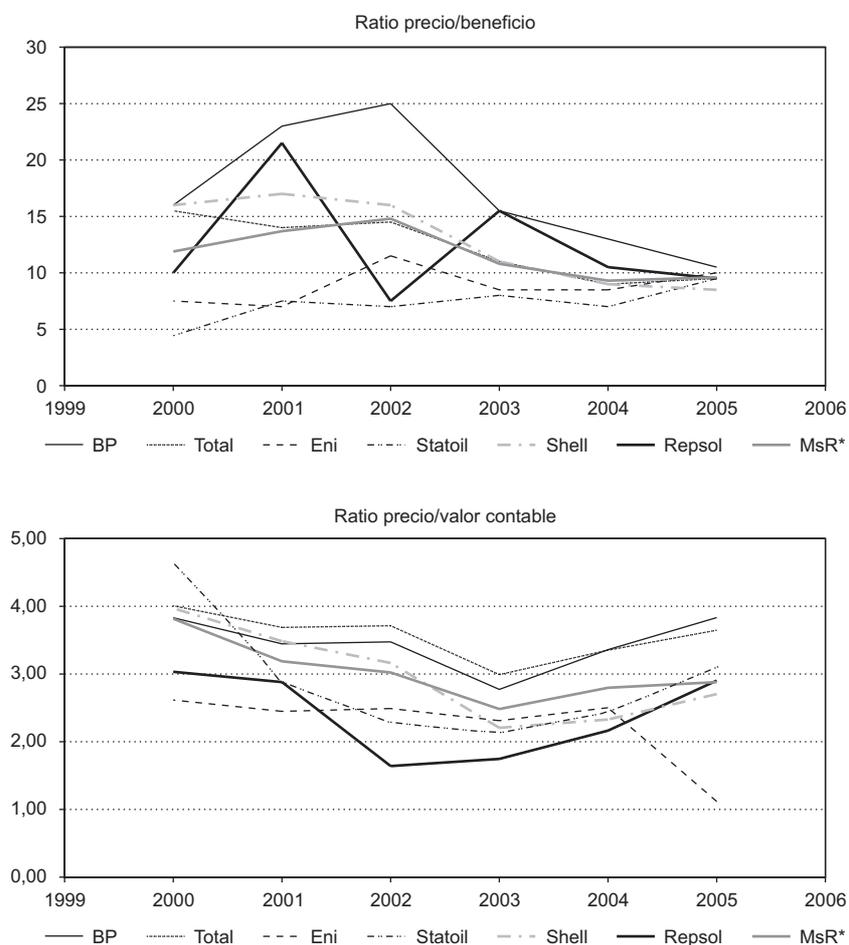


GRÁFICO 2 (continuación)
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS



NOTA: * Media aritmética de los indicadores de cinco empresas (sin Repsol).

FUENTE: Elaboración propia.

tado no se comparan los indicadores de productividad, ya que ello requeriría suponer, respecto a la actividad de exploración y producción, que las empresas disponen de yacimientos en los que el coste de extracción del crudo es similar y, además, que la propia calidad del crudo es también similar. Es, no obstante, bien conocido en el sector que los yacimientos de diferentes zonas del planeta presentan diferentes costes de extracción y proporcionan diferentes calidades de crudo.

En la actividad de refino las diferencias de base entre las empresas no tienen este grado de importancia. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, por razones históricas, algunas de las empresas consideradas, especialmente las antiguas empresas públicas de refino (Repsol, Total y Eni), tienen sus redes de distribución concentradas en zonas geográficas muy específicas y que estas redes presentan algunas diferencias significativas entre algunos países, por ejemplo entre Espa-

CUADRO 4

**POSICIÓN DE REPSOL EN EL SECTOR:
VALORES MEDIOS 2000-2005**

	Media sector*	Repsol
Ingresos de explotación por empleado (miles €).	1.652	1.238
Rentabilidad del activo (%).	19,59	10,90
Rentabilidad de los fondos propios (%).	22,14	16,60
Ratio precio/beneficio (PER).	11,68	12,42
Ratio precio/valor contable.	2,73	2,16

NOTA: * Media sector sin Repsol.

FUENTE: Elaboración propia.

ña e Italia (Antill y Arnott, 2000, página 193), con las consiguientes repercusiones en el coste de distribución y el margen.

En el análisis comparativo que llevamos a cabo tratamos por separado a Repsol y a las cinco empresas de referencia. En el Gráfico 2 representamos la evolución de cada indicador para cada empresa (BP, Total, Shell, Statoil, Eni y Repsol) a lo largo de los años considerados, así como la media aritmética de los indicadores de las cinco empresas, excluida Repsol, a la que designamos mediante el acrónimo MsR. El Cuadro 4 compara la media de cada indicador para el conjunto de las cinco empresas, excluida Repsol, con la media de los correspondientes indicadores de Repsol para los años considerados.

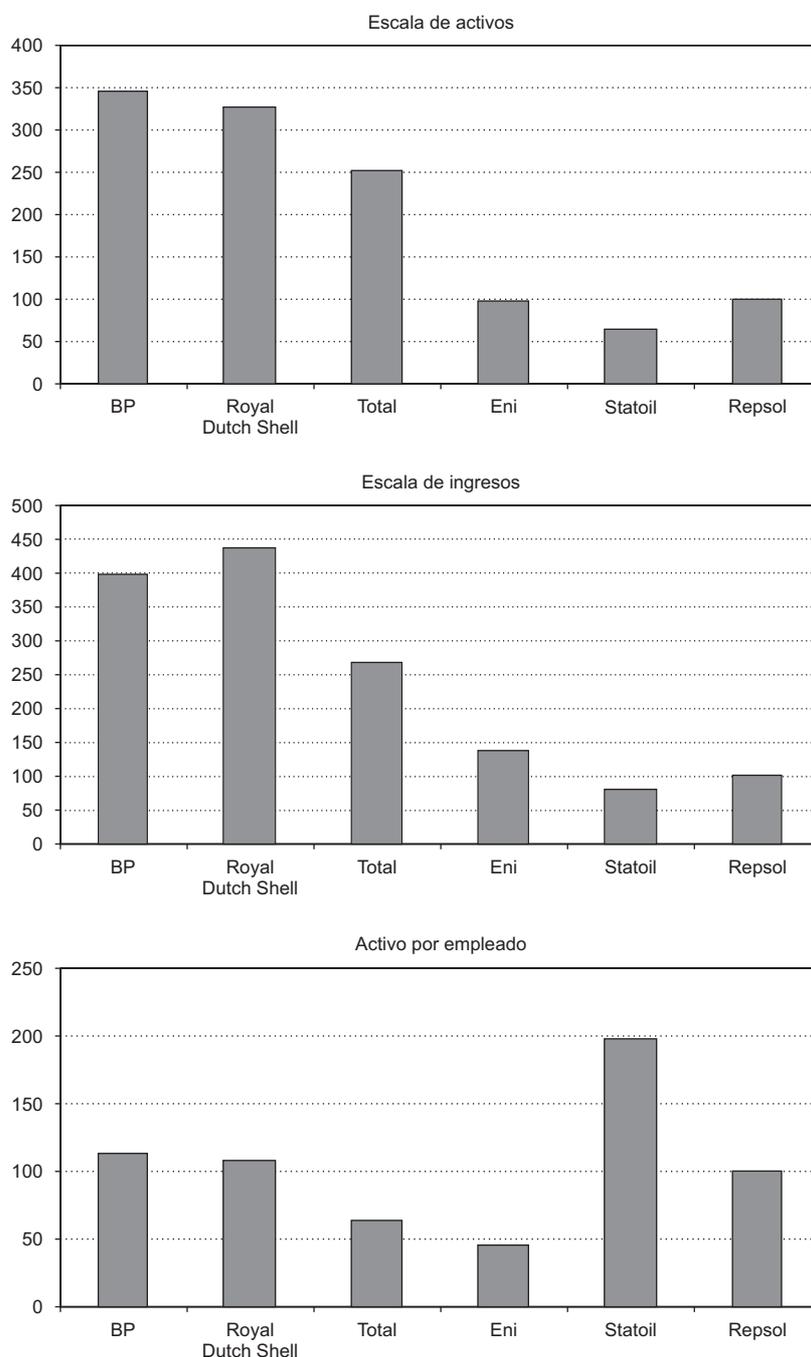
A la vista de esta comparación, la rentabilidad del activo resulta ser el punto débil de Repsol en relación a las otras empresas, pues se sitúa en el valor mínimo. No obstante, un punto fuerte, compartido con las restantes empresas, es la estabilidad de esta ratio. La rentabilidad de los fondos propios se sitúa en el valor mínimo prácticamente en todos los años estudiados. Los ingresos de explotación por empleado se sitúan ligeramente por debajo del valor medio y, en los últimos

años, se mantienen prácticamente constantes cuando el valor medio experimenta un ligero crecimiento. En relación a su valoración bursátil, tanto la ratio precio/beneficio (PER) como la ratio precio/valor contable, tras experimentar una volatilidad considerable la primera y mantenerse por debajo de la media la segunda, alcanzan en 2005 el valor medio de las restantes cinco empresas.

La última parte de esta comparación de Repsol con otras empresas del sector pone de relieve que, tanto su tamaño, como su nivel de inversiones y la composición de sus ingresos y de sus beneficios permiten homologarla con las empresas que hemos escogido como referencia. El Gráfico 3 muestra las escalas de activos e ingresos (media 2000-2005) de estas empresas tras haber normalizado a 100 el valor de Repsol. Las seis empresas aparecen claramente divididas en dos subgrupos, quedando homologada Repsol dentro del grupo de menor tamaño, formado además por Eni y Statoil. En cuanto al activo por empleado, normalizado asimismo a valor 100 para Repsol, se observa una gran proximidad entre Repsol, BP y Royal Dutch Shell. Finalmente, las comparaciones de ingresos y beneficios por actividades, referidas a 2005 recogidas en los Gráficos 4 y 5, muestran como los resultados de Repsol son equiparables a los de las otras multinacionales.

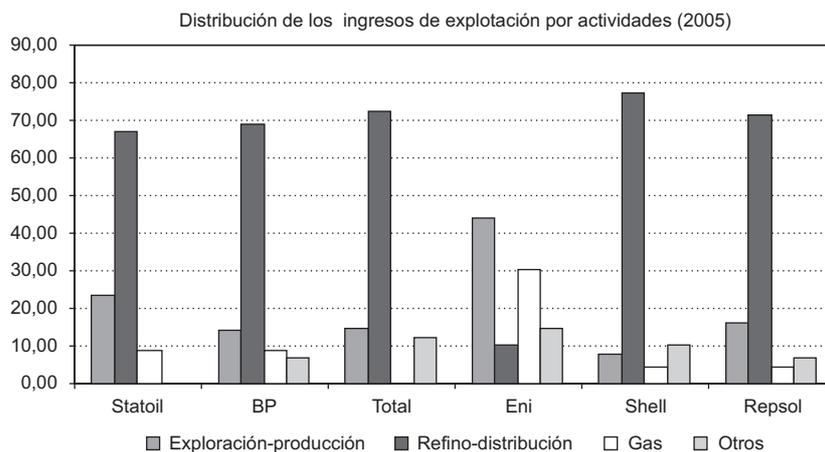
La posición de Repsol en el grupo de referencia es mejorable. No obstante, la comparación de los resultados de este apartado con el apartado 5, pone de manifiesto que esta posición es el resultado de un aumento sistemático de la rentabilidad del activo y el IPG entre 1999 y 2005. Cabe, por tanto, decir que los indicadores de Repsol han mejorado respecto a sus valores en períodos anteriores, pero no respecto al de las otras empresas del grupo de referencia. Por tanto, aunque la posición de Repsol respecto al sector de acuerdo con algunos indicadores puede considerarse un punto débil, hay que tener en cuenta que va acompañada de un punto fuerte, la capacidad de mejorarlos.

GRÁFICO 3
COMPARACIÓN DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS ANALIZADAS



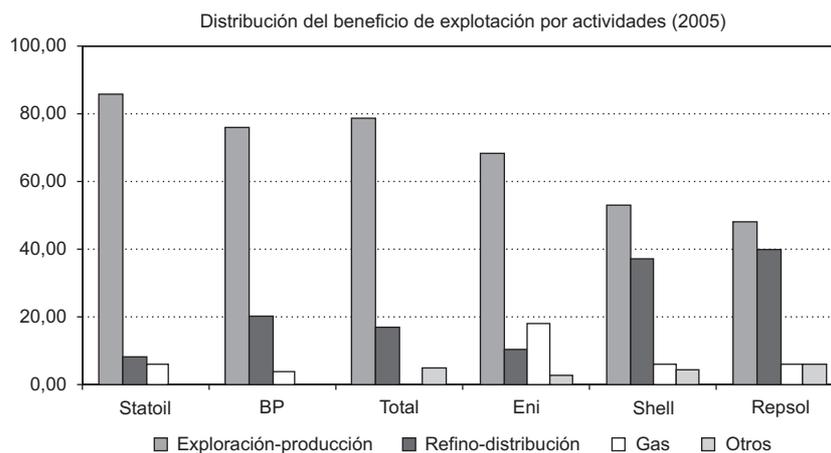
NOTA: Se han elaborado las escalas a partir de los valores medios para las distintas variables y empresas en el período 2000-2005.
FUENTE: Elaboración propia.

GRÁFICO 4
COMPARACIÓN DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN
(En %)



FUENTE: Elaboración propia.

GRÁFICO 5
COMPARACIÓN DEL BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN
(En %)



FUENTE: Elaboración propia.

7. Conclusiones

En este trabajo hemos comenzado por analizar las causas de la transformación de Repsol, de empresa pública, en multinacional. Entre 1987 y 2005 Repsol tuvo que afrontar importantes cambios del sector petrolero mundial, la liberalización del sector en la Unión Europea y la privatización de la compañía.

El sector petrolero se enfrentó al reto de adaptarse al aumento de precios del crudo y a su volatilidad. Este aumento obligaba a las empresas a buscar un equilibrio entre sus actividades de exploración y producción y de refino para alcanzar una cobertura natural de las variaciones de precios del crudo. Por otro lado, la política de liberalización de precios y mercados, aplicada por la Unión Europea, abarcó asimismo al sector del petróleo. Paralelamente, la liberalización de mercados impulsaba, a su vez, la privatización de las empresas públicas.

El grupo Repsol fue creado para competir internacionalmente, culminando con ello la reordenación y racionalización de las empresas públicas españolas del sector del petróleo. Para conseguir este objetivo, Repsol debía superar dos puntos débiles: una excesiva concentración de su actividad en España y la modestia de sus reservas de hidrocarburos.

En concreto, el análisis de los cambios en el sector del petróleo conduce a concluir que Repsol tenía un único camino para sobrevivir como empresa competitiva: su transformación en una multinacional del sector. Ello exigía un crecimiento importante del nivel de actividad de exploración y producción. La fusión de Repsol con la argentina YPF supuso la materialización de un cambio de líneas estratégicas, el cual, a su vez, fue acompañado de una adaptación en su estructura organizativa. Se incrementaba así la actividad de exploración y producción, pasando Repsol a tener la estructura productiva propia de las multinacionales. En concordancia, adoptaba un esquema organizativo similar al de estas empresas caracterizado por un elevado grado de integración vertical.

El estudio efectuado nos permite diferenciar tres etapas en la evolución de Repsol: desde su creación, en 1987, hasta su completa privatización, en 1997; desde 1998 a 2001; y a partir de 2002. La primera etapa se caracteriza por su orientación a la actividad de refino en el mercado español. Se distingue la segunda etapa por la transformación de Repsol en una multinacional, mediante la adquisición de YPF y su crecimiento internacional centrado en Latinoamérica, y la diversificación de actividades. La tercera etapa, viene marcada por un cambio en la estrategia del grupo, reduciéndose la diversificación de actividades y centrandose su objetivo fundamental en su negocio principal, reorientando la diversificación geográfica.

A la luz del análisis cuantitativo, concluimos que sí existen cambios estructurales estadísticamente significativos en la evolución de la eficiencia productiva de Repsol. Estos cambios estructurales se localizan en torno a los años de la privatización y la fusión con YPF. La mejora en los indicadores centrales, productividad global y rentabilidad del activo, corrobora el efecto positivo de los cambios en las líneas estratégicas y organizativas. La fusión con YPF pudo a su vez tener un efecto negativo sobre el IPAT.

Esta satisfactoria evolución de los indicadores del grupo no consiguió, sin embargo, situar, a finales de 2005, el rendimiento económico-financiero de Repsol al nivel de sus homólogas europeas, lo cual viene en parte explicado por el efecto de la crisis de la economía argentina en los años inmediatamente siguientes a la fusión con YPF. En efecto, las rentabilidades del activo y de los fondos propios quedan en las últimas posiciones en esta comparación, situándose los ingresos de explotación por trabajador a una moderada distancia por debajo de la media. La evolución bursátil, con los ratios precio/beneficio y precio/valor contable confluyendo a finales de 2005 en la media del sector, expresan una valoración positiva por parte de los inversores de la estrategia y las expectativas de Repsol.

En suma, Repsol ha superado con éxito el reto inicial de transformarse en una empresa multinacional a partir de

sus orígenes de empresa pública. Los principales retos que debe afrontar como conclusión de este estudio son el aumento de la rentabilidad de su activo y la consolidación de su posición en bolsa, consolidando, así, su posición dentro del grupo de referencia del sector petrolero mundial.

Referencias bibliográficas

- [1] ANTILL, N. y ARNOTT, R. (2000): *Valuing Oil and Gas Companies*, Cambridge, Woodhead Publishing.
- [2] CLÔ, A. (2000): *Oil Economics and Policy*, Berlin, Springer.
- [3] COLOMA, G. (2002): «The Effect of the Repsol-YPF Merger on the Argentine Gasoline Market», *Review of Industrial Organization*, 21, 399-418.
- [4] CORRELJÉ, A. (1990): «The Spanish Oil Sector, from State Intervention to Free Trade», *Energy Policy*, octubre, 747-755.
- [5] DAVIS, J. (2006): «A Thumbnail History of Oil Industry Restructuring, 1971-2005», en DAVIS (ed.), páginas 1-10.
- [6] DAVIS, J. (ed.) (2006): *The Changing World of Oil: An Analysis Of Corporate Change and Adaptation*, Aldershot, Ashgate.
- [7] NORENG, O. (2006): «Liberalisation, Integration and Specialisation: The Restructuring of the European Oil Industry», en DAVIS (ed.), páginas 123-142.
- [8] OSMUNDSEN, P.; MOHN, K.; EMHJELLEN, M. y HELGELAND, F. (2006): «Size and Profitability in the International Oil and Gas Industry», en DAVIS (ed.), páginas 20-50.
- [9] PARKER, D. (1997): «The Economic and Financial Performance of BAA: A Study of Privatization and Regulation», *Working paper*, Aston University, Birmingham, UK.
- [10] PRIOR, D.; VERGÉS, J. y VILARDELL, I. (1993): *Evaluación de la eficiencia en el sector público y privado*, Instituto de Estudios Fiscales.
- [11] TORTELLA, G.; BALLESTERO, A. y DÍAZ FERNÁNDEZ, J. L. (2003): *Del monopolio al libre mercado*, LID Editorial Empresarial, S.L.
- [12] VERGÉS, J. (2003): *Evaluación de la eficiencia comparativa entre empresas atendiendo tanto los resultados financieros como los niveles de productividad: la empresa pública Trasmediterránea vs. la empresa privada Europa Ferrys*, Departamento de Economía de la empresa, Universidad Autónoma de Barcelona.