



Planes de futuro de la compañía energética

BlackRock y CVC duplican su inversión en menos de una década en Naturgy con 6.500 millones de plusvalías

Los dos accionistas desembolsaron entre 2016 y 2026 unos 6.600 millones por el 35% de la empresa y han obtenido casi 13.300 millones entre ventas y dividendos

JUAN CRUZ PEÑA
MADRID

La crisis financiera de 2008 que arrasó gran parte de las finanzas mundiales también alcanzó directa o indirectamente a la gran empresa española. Así, el endurecimiento regulatorio del Banco Central Europeo obligó a La Caixa a reducir su participación en sus industriales, como la antigua Gas Natural Fenosa. Por otro lado, la presión financiera del momento y la creciente competencia llevó a Repsol a deshacerse de su paquete en la compañía gasista.

Todo ello provocó el aterrizaje de dos de los mayores inversores institucionales del mundo: GIP (hoy propiedad del gigante BlackRock) y CVC, uno de los actores más relevantes del sector del capital riesgo.

Su aventura en Naturgy, como fue rebautizada tras el aterrizaje de ambos fondos, ha durado casi una década, un periodo más largo de lo habitual en firmas de inversión de esta naturaleza, con un balance que habla por sí solo.

Entre los dos fondos, que atesoraron el 35% del capital social de la empresa hasta este año, han logrado plusvalías de alrededor de 6.500 millones de euros.

GIP invirtió en 2016 más de 3.800 millones de euros y CVC alcanzó en 2018 casi otro 15% en alianza con los March (Corporación Financiera Alba) por alrededor de 2.800 millones de euros. Ambos compraron a Caixa y Repsol a 19 euros por acción. Y entre finales de 2025 y ayer mismo han culminado su salida de la empresa con ventas de acciones a precios de entre 26,5 euros de la autoopa del año pasado y los 28,55 euros por título de esta semana.

La acción de Naturgy cotizaba el martes en máximos de 2008, impulsada por el empuje general del Ibex y de los precios internacionales del gas.

Una cortesía inesperada de Donald Trump, que desató una fuerte volatilidad en los mercados energéticos con su ofensiva en Oriente Próximo.

El resultado final obtenido por BlackRock y CVC suma los crecientes dividendos cobrados en casi 10 años y las ventas de ambos inversores en la autoopa de 2025 y en las colocaciones aceleradas desplegadas en estos últimos meses. Todo ello engloba ingresos de casi 13.300 millones de euros.

Esto significa que la inversión se ha duplicado en casi una década. Una rentabilidad más que considerable teniendo en cuenta que este tipo de inversiones se hacen con un gran apalancamiento bancario, por lo que dicha rentabilidad sobre el capital invertido es aun más suculenta.

Y así lo serán, sin ningún género de dudas, las comisiones, denominadas en la jerga financiera *carry fees*, que cobrarán los conocidos como *key managers* de estas gestoras de inversión.

Impacto tributario

El alcance de la rentabilidad de buena parte de este capital se vio impulsada en 2018 también desde el punto de vista fiscal. La llegada del nuevo presidente ejecutivo, Francisco Reynés, supuso un vuelco en muchos sentidos. También en aquel entonces se modificaron los estatutos sociales. Una medida que permitiría a algunos inversores de Naturgy dejar de tributar en España por los dividendos que perciben gracias a las filiales extranjeras de la compañía gasista.

El cambio tenía un impacto tributario nulo para la gasista, pero no así para los inversores internacio-



Javier de Jaime, *managing partner* de CVC Capital y *consejero* de Naturgy.

BLOOMBERG

Tuvo que ser una autoopa la que resucitara la liquidez y la capitalización

La situación actual despeja la gobernanza, liderada por Critería

nales, quienes esquivaban parte de la tributación a nivel nacional.

Pero la realidad es que ni GIP (BlackRock) ni CVC han vivido un camino de rosas en Naturgy. Con inversiones multimillonarias entraban en un sector regulado donde sabían desde el inicio que quien dirigiría la compañía seguiría siendo Critería-Caixa y que la venta no sería sencilla.

Eso sí, la compañía ha explorado desde hace años distintas fórmulas para facilitar su salida sin éxito hasta ahora. Ni salió la operación Géminis (división en dos empresas) ni se encarriló la opa de TAQA, la compañía de Abu Dabi que estuvo dispuesta a comprar la totalidad de la cotizada española. Tuvo

que ser una autoopa que resucitara la liquidez de la empresa y así su capitalización –ya que estuvo muy lastrada desde el punto de vista bursátil al salir de algunos índices de cotización denominados MSCI– lo que dio aire a la acción y a las colocaciones aceleradas desplegadas en estos meses.

Entretanto, la empresa ha vivido momentos turbulentos desde el punto de vista de la gobernanza que han podido generar cierta parálisis, pero la realidad de los números es que Naturgy ha llegado a este 2026 con unos resultados récord: el beneficio rozó los 2.000 millones de euros el pasado año y este ejercicio camina con paso firme para pulverizar esa marca. Además de las bon-

dades del precio del gas, el respaldo de sus activos para evitar otro apagón en España son palancas clave que explican su buen momento operativo.

Con la salida de BlackRock y CVC de Naturgy, también desaparecen sus representantes en un consejo de administración ahora claramente dominado por su principal accionista, CriteríaCaixa, que suma un 28,5% del accionariado.

La marcha de GIP supuso la salida de tres de los 16 miembros del máximo órgano de decisión y por el mismo camino se espera que vayan los tres representantes de CVC que aún ocupan silla.

Los estatutos de Naturgy dicen que el consejo debe tener entre 11 y 16 miembros, por lo que la compañía se ve abocada a hacer algún cambio, ya que la estructura accionarial actual no tiene una plasmación proporcional en la cúpula.

Núcleo duro español

CriteríaCaixa dispone de tres consejeros, IFM de otros tres, pese a que suma un 15% del capital (casi la mitad que La Caixa), y hay otros tres independientes, además del presidente ejecutivo.

Teniendo en cuenta que el *free float* actual ya alcanza el 45% del capital, las normas de buen gobierno corporativo recomiendan una mayor proporción de independientes y una mejor distribución de dominicales en función de sus porcentajes de participación en la compañía.

Aunque Reynés es vicepresidente de Critería-Caixa y podría considerarse un cuarto consejero vinculado a La Caixa, lo normal es que la proporción del *holding* catalán sea superior al del inversor australiano que entró en la firma en 2021. Sin olvidar que los March siguen atesorando un 5% y Sonatrach (Argelia), otro 4,1%.

La situación actual despeja claramente la gobernanza de la compañía, que estará ya liderada por Critería y cuenta con un núcleo duro accionarial español más claro. Un desbloqueo que permite un mayor margen de maniobra para poder decidir sobre las cuestiones estratégicas que afronta la empresa clave para la seguridad de suministro energético de España.