

EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES EN EL EXTRANJERO DE LAS EMPRESAS  
NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS E IMPLICACIONES PARA SU ESTRUCTURA  
FINANCIERA Y RENTABILIDAD

## EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES EN EL EXTRANJERO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS E IMPLICACIONES PARA SU ESTRUCTURA FINANCIERA Y RENTABILIDAD

Este artículo ha sido elaborado por Álvaro Menéndez y María Méndez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La economía española comenzó a tener una orientación más exportadora hacia los años sesenta, pero no fue hasta bien entrada la década de los noventa cuando se produjo un profundo y progresivo cambio en las estrategias de inversión de las empresas no financieras, que experimentaron una expansión hacia nuevos mercados con fuerte potencial de crecimiento, tratando en muchos casos de aprovechar las sinergias derivadas de la experiencia acumulada en sus áreas de negocio. De este modo, algunas grandes compañías llegaron a convertirse en multinacionales, lo que les obligó también a una transformación paulatina de sus estructuras organizativas, reorientando sus modelos de gestión para atender a nuevas necesidades derivadas de un funcionamiento más diversificado y complejo. El proceso de internacionalización se materializó tanto en la toma de control de sociedades preexistentes en el exterior como en la constitución de nuevas sociedades filiales en el extranjero.

Este artículo se centra en el proceso de expansión internacional de las sociedades no financieras españolas desde mediados de los noventa, basado en la inversión directa, y que ha tenido una especial incidencia en las compañías de mayor dimensión. En particular, se describe en qué sectores y áreas geográficas se han concentrado estas operaciones, se analiza su financiación y se evalúan las implicaciones que ello ha tenido sobre la estructura financiera y la rentabilidad de las empresas inversoras.

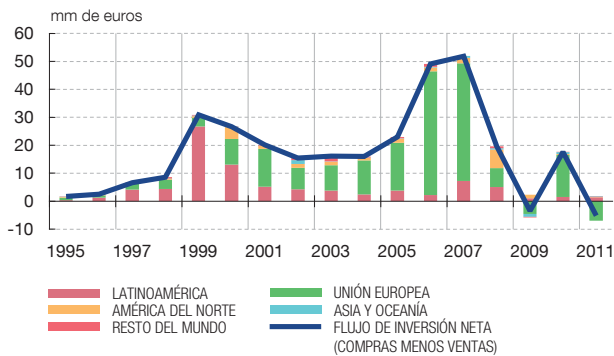
Para la elaboración del artículo se ha utilizado, por un lado, la base de datos DATAINVEX, del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, que ofrece información del volumen total de la inversión española en el exterior, en términos de flujos y de *stocks*, con algunos desgloses por sectores y áreas geográficas. Se ha utilizado también la información de la Central de Balances Anual del Banco de España (CBA), que contiene datos de naturaleza contable de las empresas no financieras colaboradoras. En este caso, el agregado analizado es el formado por las alrededor de 800 compañías que han realizado adquisiciones en el extranjero entre 1995 y 2010 (último año disponible en la CBA). El valor de las tenencias en acciones de compañías no residentes para este grupo de sociedades representa casi un 90 % del *stock* de inversiones en el extranjero realizadas por el conjunto de las empresas no financieras españolas, según DATAINVEX.

Tras esta introducción, la estructura del artículo es la siguiente. El segundo epígrafe revisa la evolución de los flujos de inversión directa en el exterior a través de la compra de acciones realizada por las empresas españolas entre 1995 y el primer semestre de 2011 (última información disponible en la base de datos DATAINVEX), con un desglose según el destino de estas adquisiciones por áreas geográficas y sectores de actividad. El tercero se centra en las fuentes de financiación a las que las sociedades han acudido para poder realizar estas operaciones, evaluándose en qué medida ello ha afectado a sus niveles de endeudamiento. El cuarto analiza el impacto de este proceso sobre el curso de la rentabilidad de las compañías inversoras. Por último, en la quinta sección se resumen las principales conclusiones.

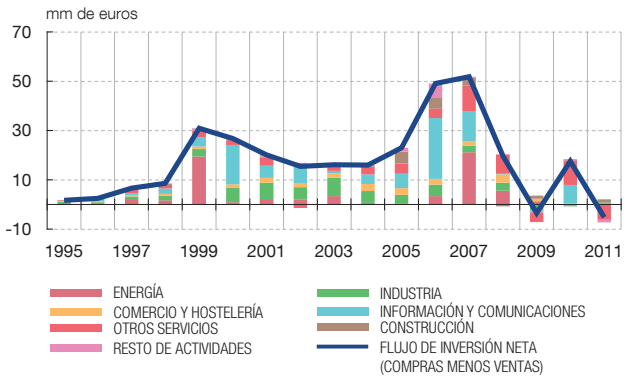
### Evolución de las inversiones en el extranjero

Tal como se aprecia en los paneles de la parte superior del gráfico 1, la inversión de las empresas españolas en el exterior empezó a alcanzar cifras significativas a partir de 1999, situándose el volumen medio anual de las operaciones, entre ese año y 2008, por encima

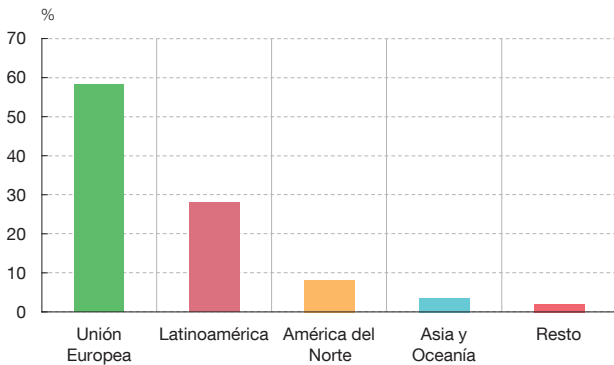
FLUJO DE INVERSIÓN NETA EN EL EXTERIOR. DESGLOSE POR ÁREAS GEOGRÁFICAS (a)



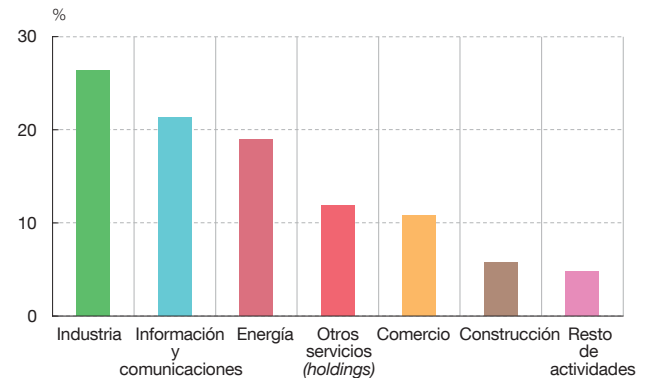
FLUJO DE INVERSIÓN NETA EN EL EXTERIOR. DESGLOSE POR SECTORES DE DESTINO (a)



STOCKS DE INVERSIÓN EN EL EXTERIOR. DESGLOSE POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. AÑO 2009  
Stocks 2009



STOCKS DE INVERSIÓN EN EL EXTERIOR. DESGLOSE POR SECTORES DE DESTINO. AÑO 2009



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria (base de datos DATAINVEX).

a El dato de 2011 corresponde al primer semestre.

de los 25 mm de euros. Posteriormente se produjo un fuerte descenso de estos flujos, influido por el contexto de crisis económica, que llegaron a alcanzar valores netos negativos (las ventas superaron a las compras) tanto en 2009 como en el primer semestre de 2011. Ello refleja las desinversiones realizadas por algunas grandes compañías, con el fin de obtener liquidez y reducir sus niveles de endeudamiento.

Dentro del período de mayor expansión internacional (1999 a 2008) se aprecian dos oleadas en las que se realizaron las operaciones más importantes. En la primera, que comprende los años 1999 a 2001, se registraron inversiones por un importe acumulado superior a los 75 mm de euros. Por áreas geográficas, la mayor parte de los flujos se concentraron en Latinoamérica (véase panel superior izquierdo del gráfico 1), especialmente en los dos primeros años, mientras que, por sectores de actividad, el de energía fue uno de los que recibió los importes más elevados (véase panel superior derecho del gráfico 1). Entre las operaciones realizadas durante este período, cabe destacar la adquisición que en 1999 realizó Repsol, comprando el 100 % de las acciones de la argentina YPF (cuya actividad principal es la extracción de petróleo), lo que le supuso un desembolso aproximado de unos 14 mm de euros. También dentro de la rama energética, algunas grandes compañías eléctricas realizaron importantes compras de acciones en el extranjero en esos años que afianzaron su presencia en Latinoamérica. Desde 2000, y sobre todo

en 2001, empezaron también a cobrar importancia creciente las inversiones en Europa, que, además, se dirigieron mayoritariamente a otras ramas productivas, principalmente la de información y comunicaciones, con cuantiosas operaciones de sociedades del grupo Telefónica. También se produjeron durante estos años algunas transacciones significativas en la industria, entre las que destacan las realizadas por Cemex, que adquirió diversas participaciones de compañías cementeras europeas.

La segunda oleada inversora se produjo entre 2006 y 2007, años en los que las inversiones en el exterior llegaron a alcanzar una cuantía cercana a los 50 mm de euros en cada uno de ellos. Tal y como muestran los paneles superiores del gráfico 1, en este período predominaron, como principal destino geográfico, las operaciones realizadas en Europa, y, por sectores de actividad, fueron el de información y comunicaciones y el de energía en los que se concentraron las más importantes. Entre ellas, destacan la adquisición, en 2006, por Telefónica de la empresa inglesa de telecomunicaciones O<sub>2</sub>, por unos 26 mm de euros, y la que Iberdrola realizó en 2007, haciéndose con el 100 % de las acciones de la sociedad británica Scottish Power, dedicada a la producción y venta de energía, por unos 18 mm de euros.

Los paneles inferiores del gráfico 1 muestran la distribución por destino geográfico y sector de actividad del *stock* de las tenencias de acciones en forma de inversión directa en el resto del mundo de las empresas no financieras españolas en 2009 (último ejercicio para el que esta información está disponible), que estaba valorado en unos 200 mm de euros. Se aprecia, en primer lugar, una presencia desigual de estas compañías en las distintas áreas geográficas, con una elevada participación en Europa (58 % del total) y Latinoamérica (28 %), un peso moderado en América del Norte (8,1 %) y muy reducido en Asia y Oceanía (3,6 %), a pesar del fuerte crecimiento que ha registrado la actividad económica en esta zona en los últimos años. Por sectores de actividad, las inversiones en el exterior se concentraban principalmente en el industrial (26 %), seguido por el de información y comunicaciones (21 %) y el de energía (19 %). La información del gráfico muestra también que un 12 % del valor de estas tenencias estaba materializado en sociedades *holdings*, con lo que, al ser estas empresas cabeceras de grupos con filiales con distintas actividades, se desconoce cuál es el sector de destino final.

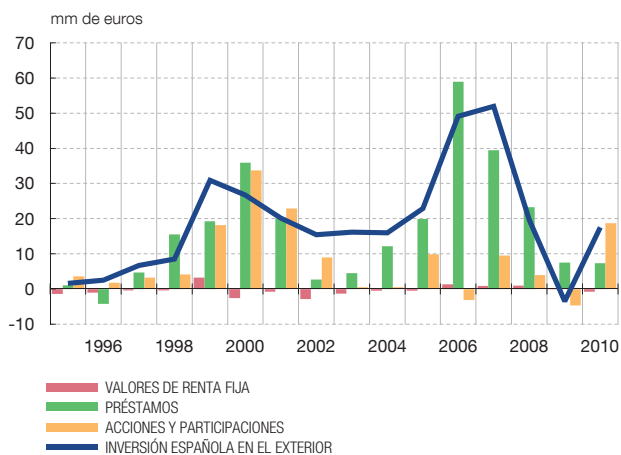
## La financiación de las inversiones en el exterior

La información de los balances de las empresas inversoras en el exterior no permite identificar de modo exacto la naturaleza de los recursos con los que estas financiaron sus operaciones, ya que no se conoce el destino de los fondos captados. En todo caso, durante el período analizado la expansión de los balances de estas compañías estuvo en gran medida ligada al proceso de internacionalización, como ilustra la elevada correlación entre las inversiones foráneas y el incremento de los pasivos (véase panel superior izquierdo del gráfico 2<sup>1</sup>), por lo que la evolución de estos flujos ofrece una aproximación razonable al modo en que se financiaron estas operaciones.

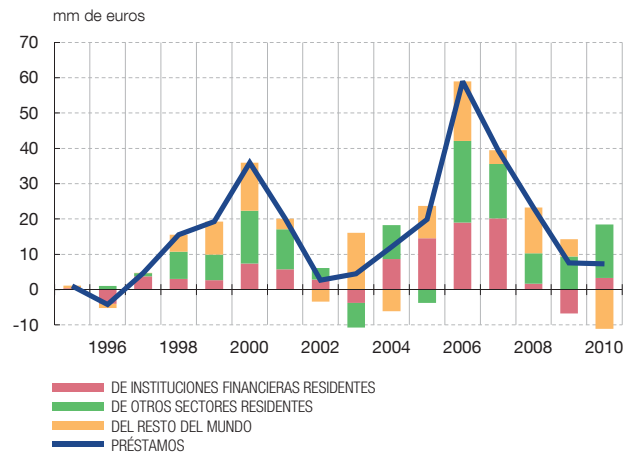
La evidencia presentada en el gráfico 2 apunta a que hasta 2002 las empresas inversoras en el exterior recurrieron, como principal vía para cubrir sus necesidades de financiación, tanto a los préstamos como a la emisión de nuevas acciones y participaciones. A partir de 2003, sin embargo, la deuda se habría convertido en la principal fuente de recursos, en un contexto de favorables condiciones de financiación durante esos años en los mercados crediticios. La información de la CBA ofrece algún detalle adicional sobre el origen de los

<sup>1</sup> Los flujos de los pasivos se han depurado de posibles duplicidades existentes por préstamos concedidos entre empresas del mismo grupo que formasen parte del agregado analizado.

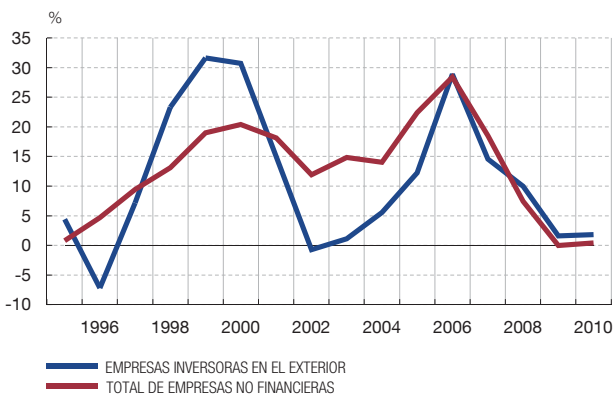
PASIVOS. FLUJO ANUAL Y COMPARACIÓN CON LA INVERSIÓN EXTERIOR



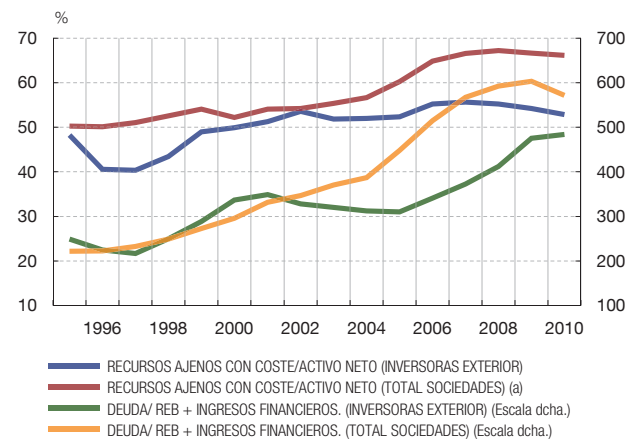
FLUJO DE PRÉSTAMOS NETOS. DESGLOSE POR SECTORES DE PROCEDENCIA



TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA DEUDA



RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS INVERSORAS EN EL EXTERIOR



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria (base de datos DATAINVEX).

a El activo neto, para el total de sociedades, se ha aproximado a partir de la información de Cuentas Financieras, como la suma de la deuda con coste y los recursos propios. Estos últimos se han obtenido acumulando los flujos anuales desde 1989, con el fin de que la evolución del indicador sea comparable con la obtenida a partir de datos contables.

préstamos recibidos (véase panel superior derecho del gráfico 2), desvelando que, además de la financiación procedente de las entidades de crédito residentes, la proveniente tanto de otros sectores residentes como del resto del mundo tuvo también una importancia significativa en todo el período analizado. En estos dos últimos casos, los recursos se canalizaron habitualmente a través de empresas del grupo (filiales), bien residentes o extranjeras, las cuales obtenían los fondos a través de emisiones de bonos u otros pasivos, y que luego revertían hacia la empresa inversora en forma de préstamos concedidos entre ellas, quedando reflejado así en sus balances. La apelación directa a los mercados de renta fija ha sido muy limitada, tal y como muestra el panel superior izquierdo del gráfico 2, si bien hay que tener en cuenta que una parte de los fondos procedentes de las filiales, que no es posible cuantificar a partir de la información contable utilizada en este artículo, se ha financiado mediante esta modalidad. Por su parte, la concesión de préstamos por parte de instituciones financieras residentes tuvo una mayor relevancia en el segundo período expansivo, de modo que en algunos años, como en 2006 y 2007, estos flujos llegaron a alcanzar importes muy elevados, cercanos a los 20 mm de euros anuales. Desde 2008, en consonancia con la disminución de las inversiones, se produjo un claro

descenso en la captación de nuevos pasivos. Cabe destacar, por último, el crecimiento que en 2010 registraron las emisiones de acciones y participaciones, convirtiéndose en el principal instrumento que las empresas utilizaron para financiar sus operaciones en ese ejercicio, en detrimento de los préstamos, que mantuvieron desde 2009 un tono mucho más contenido.

Como consecuencia de la fuerte apelación a la financiación ajena realizada a lo largo de estos años, la deuda de las empresas inversoras en el exterior creció a unas tasas elevadas, especialmente durante los períodos de mayor expansión de estas operaciones, tal y como se puede observar en el panel inferior izquierdo del gráfico 2. La pauta que siguieron estos pasivos fue similar a la del conjunto de los correspondientes a las sociedades no financieras españolas, aunque entre 1995 y 2006 el ritmo de avance en el caso de las compañías con orientación internacional mostró una mayor variabilidad. Ello se tradujo en un aumento destacado de las ratios de deuda sobre activos y sobre resultados generados (véase panel inferior derecho del gráfico 2), tendencia que también se observó, de forma más acusada, para el conjunto del sector empresarial, de modo que dichos indicadores alcanzaron cotas más elevadas que las observadas para el agregado de empresas inversoras en el extranjero. El peso de la deuda de estas últimas, respecto de la del total del sector, alcanzó el nivel más alto en 2000, con un 36,2 %. Posteriormente, esta proporción ha tendido a reducirse algo, estabilizándose en los últimos años alrededor del 25 %.

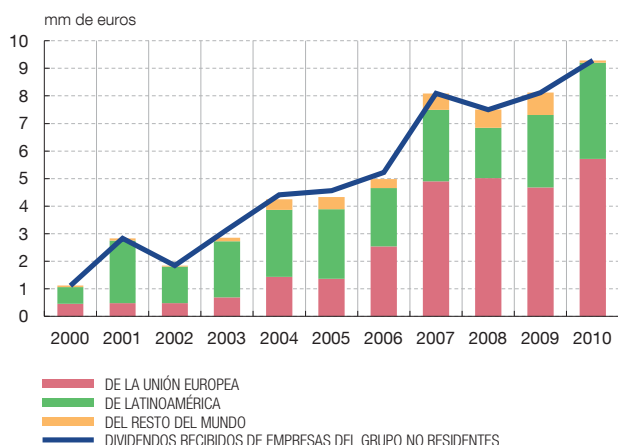
#### La rentabilidad de las empresas inversoras en el exterior

La introducción en mercados extranjeros ha obligado a las sociedades no financieras españolas a asumir nuevos riesgos y costes. Entre ellos, uno de los más directamente identificables es el asociado a la financiación de las inversiones. Dado que, como ya se ha visto en el epígrafe anterior, las empresas recurrieron en gran medida a nuevas deudas, ello tuvo una repercusión inmediata sobre sus cuentas de resultados, a través de un incremento de los gastos financieros. La contrapartida de estos mayores costes han sido los ingresos obtenidos como retorno de las inversiones realizadas, fundamentalmente en forma de dividendos percibidos de sus filiales en el resto del mundo. En efecto, tal como ilustra el panel superior izquierdo del gráfico 3, estas rentas han presentado una tendencia creciente a partir de 2002, con la única excepción de 2008, en el que se registró un leve retroceso de esta partida. En línea con la evolución de los flujos de inversión, durante los primeros años la mayoría de los dividendos procedía de Latinoamérica, para posteriormente ir ganando peso los que tenían su origen en filiales de la Unión Europea, que habrían llegado a suponer en 2010 más del 60 % del total de los dividendos recibidos del exterior<sup>2</sup>. Durante los últimos años ha vuelto a aumentar la importancia relativa de los originados en Latinoamérica (llegando a suponer en 2010 un 37 % del total, 13 puntos más que en 2008), como resultado de la evolución macroeconómica comparativamente más favorable de dicha región durante este período.

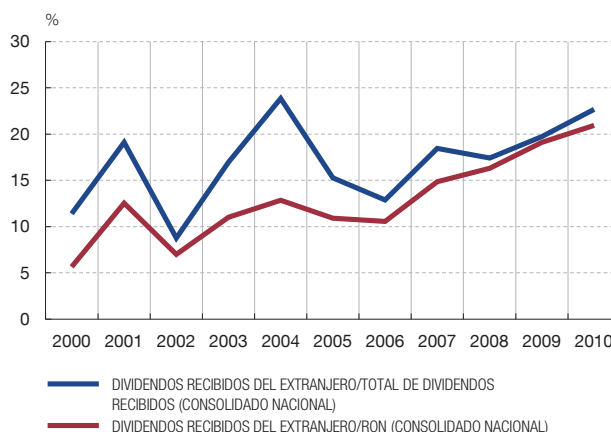
Una medida de la importancia que los dividendos provenientes del exterior han adquirido en los últimos años se pone de manifiesto a partir de la información del panel superior derecho del gráfico 3. Concretamente, se ha construido un agregado que incorpora, además de las empresas con inversiones en el extranjero, al resto de las sociedades de estos grupos empresariales (esto es, a las que realizan exclusivamente actividad en España), constituyendo lo que se ha denominado «consolidado nacional» de las compañías inversoras en el extranjero. Para este agregado se aprecia un peso creciente de las rentas

<sup>2</sup> La información sobre el origen de los dividendos recibidos del exterior solo está disponible hasta 2007. Para los ejercicios 2008 y siguientes, se ha estimado a partir de la información que DATAINVEX proporciona sobre los resultados obtenidos de las inversiones en el exterior, por áreas geográficas.

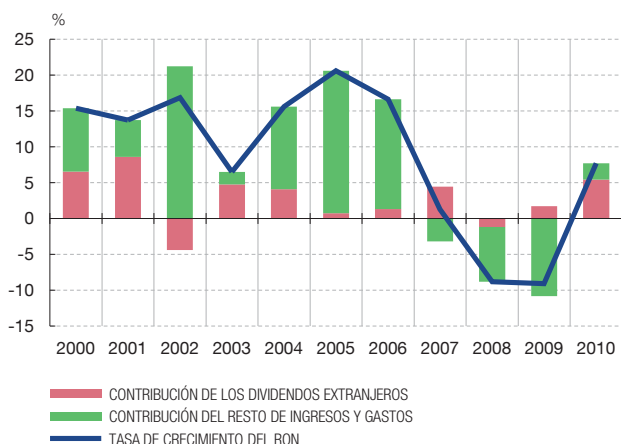
DIVIDENDOS RECIBIDOS DEL EXTRANJERO (a)



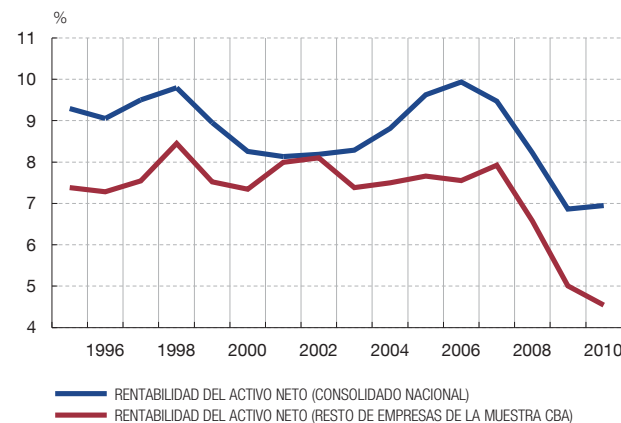
IMPORTANCIA DE LOS DIVIDENDOS PROVENIENTES DE INVERSIONES EN EL EXTRANJERO



TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL RON Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DIVIDENDOS RECIBIDOS DEL EXTRANJERO. CONSOLIDADO NACIONAL



RATIOS DE RENTABILIDAD



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria (base de datos DATAINVEX).

a Desde 2008, el desglose de dividendos recibidos por áreas geográficas se estima a partir de los beneficios obtenidos en el extranjero (DATAINVEX).

procedentes del exterior, tanto sobre los dividendos totales percibidos como sobre el resultado ordinario neto (RON), llegando a suponer en 2010 más de un 20% en ambos casos. Como consecuencia de ello, los ingresos por esta vía han ejercido progresivamente una influencia creciente sobre la evolución del RON de estas empresas, tal y como se puede observar en el panel inferior izquierdo del gráfico 3, que muestra cómo desde 2007, y de forma más clara en los dos últimos ejercicios cerrados, estas rentas fueron uno de los elementos que contribuyeron más positivamente al crecimiento de los beneficios ordinarios, en 2009 suavizando la caída de los excedentes y en 2010 ampliando el incremento que se produjo como consecuencia del resto de partidas.

Finalmente, en el panel inferior derecho del gráfico 3 se compara la ratio de rentabilidad ordinaria del activo<sup>3</sup> del consolidado nacional de las empresas inversoras en el exterior con la del resto de las sociedades colaboradoras con la CBA. Se aprecia cómo los niveles

3 Esta ratio es el resultado de dividir el beneficio ordinario entre el activo neto a su valor contable (más una aproximación al precio de mercado de los activos fijos materiales).

de rentabilidad del primer grupo han tendido a situarse por encima de los del segundo, ampliándose algo la brecha entre ambos durante los últimos años. Sin duda, la mayor diversificación geográfica de las compañías inversoras en el exterior ha debido contribuir a su mejor comportamiento relativo, en un contexto en el que se ha producido un mayor deterioro de nuestra economía.

## Conclusiones

Las grandes compañías no financieras españolas experimentaron, desde mediados de la década de los noventa, una fuerte expansión internacional. Estos procesos inversores han estado enmarcados, en su mayoría, en proyectos estratégicos a largo plazo, buscando mercados con un fuerte potencial de crecimiento, y en los que las empresas han tratado de aprovechar su experiencia adentrándose, en la mayoría de los casos, en sectores de actividad similares a los que constituían su negocio en España. Ello ha supuesto un reto para estas sociedades, que han tenido que adaptarse a las peculiaridades de los países y los mercados a los que se han dirigido, obligándoles en muchos casos a replantear sus estructuras organizativas y de gestión, y a cambiar sus estrategias comerciales, convirtiéndose en verdaderas multinacionales. También han debido asumir nuevos riesgos, entre los que destacan los de carácter financiero, asociados a la necesidad de obtener recursos adicionales, lo que ha elevado sus niveles de endeudamiento. Pero la mayor diversificación geográfica de su actividad les ha supuesto también ventajas importantes, entre las que se puede destacar la mayor capacidad de resistencia de los beneficios frente al deterioro de la situación económica, que durante los últimos años ha sido en nuestro país más acusado que en otras áreas. Este es un elemento que contribuye a mitigar los riesgos macrofinancieros asociados a desarrollos adversos que incidan sobre nuestra economía. Dado que el peso de los grupos que invierten en el exterior, en términos del valor añadido bruto generado por el conjunto del sector empresarial, se sitúa apenas en torno al 20 %, parece existir un margen para que un mayor número de empresas se beneficie de estas estrategias de diversificación internacional.

La evidencia presentada en este artículo muestra también que existe una elevada concentración de las inversiones en el extranjero en Europa y en Latinoamérica, mientras que el peso de otras áreas de fuerte crecimiento económico, como Asia, es relativamente reducido. Este sesgo de las operaciones refleja probablemente factores ligados a la proximidad geográfica y cultural, pero si se mantuviese limitaría sustancialmente el potencial de diversificación que ofrece la inversión en el exterior.

13.12.2011.