

La percepción de los inversores de los riesgos regulatorios e institucionales en América Latina

Analistas Financieros Internacionales

Informe de trabajo

Banco Interamericano de Desarrollo

Washington, D.C.

Este artículo ha sido preparado por Analistas Financieros Internacionales (AFI). El equipo de trabajo que ha realizado las entrevistas y redactado el informe está compuesto por Emilio Ontiveros, Manuel Conthe y José María Nogueira.

Este informe se publica con el único objeto de contribuir al debate sobre un tema de importancia para los países de la región. Su publicación por este medio tiene como propósito generar comentarios y sugerencias de las personas interesadas en el tema. El informe no ha sido sometido a un proceso de arbitraje ni ha sido estudiado por el Grupo gerencial del Departamento de Desarrollo Sostenible. Por lo tanto no representa la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo.

Enero de 2004

Esta publicación puede obtenerse dirigiéndose a:

Publicaciones IFM, Parada W-0508
Banco Interamericano de Desarrollo
1300 New York Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20577

Correo-electrónico: sds/ifm@iadb.org
Telefax: 202-623-2157
Sitio de Internet: <http://www.iadb.org/sds/ifm>

Índice

Introducción	1
Panorama de la inversión española en América Latina	2
La percepción de los obstáculos y riesgos	7
Percepciones sobre países	13
Algunas experiencias favorables	17
Lecciones aprendidas	19
Una reflexión final	21
Anexos	22

Introducción

El presente informe describe la percepción que tienen las grandes empresas españolas del sector de infraestructuras de los riesgos y obstáculos regulatorios e institucionales a los que se enfrentaron sus proyectos en América Latina. Se basa en entrevistas personales realizadas a directivos de 15 grandes empresas españolas con proyectos de infraestructura en la región. Para preservar la confidencialidad de las opiniones individuales vertidas, no se incluyen referencias específicas a los puntos de vista de ninguna empresa.

Para facilitar la recolección de información y las entrevistas, se envió a todas las empresas un cuestionario. Sin embargo, como el universo de empresas entrevistadas es pequeño y además algunas prefirieron no cumplimentar el cuestionario, se ha renunciado a cuantificar estadísticamente las respuestas recibidas.

El informe está organizado de la forma siguiente: tras esta introducción, el primer capítulo presenta un panorama general de las inversiones

de España en el exterior y de la participación relativa de las inversiones en infraestructura en América Latina. También discute brevemente algunas de las peculiaridades de las inversiones en infraestructura y los problemas asociados a las mismas. El segundo capítulo presenta un resumen de los obstáculos a los que, a la luz de las entrevistas realizadas, se han enfrentado las inversiones españolas en Latinoamérica. Este capítulo recoge asimismo los comentarios de las empresas entrevistadas sobre el papel de los organismos financieros internacionales. En el tercer capítulo se hace un sucinto balance de las experiencias en los distintos países, señalándose tanto las fortalezas como las debilidades observadas. El cuarto capítulo describe varios mecanismos que contribuyeron a mitigar algunos riesgos asociados a inversiones en infraestructuras. El último capítulo sintetiza las conclusiones principales. El Anexo 1 incluye información cuantitativa sobre la inversión en Latinoamérica de las empresas españolas. El Anexo 2 incluye las empresas y personas entrevistadas.

Panorama de la inversión española en América Latina

LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

El patrón de las inversiones exteriores de la economía española sufrió una profunda mutación durante los años 90. España, tradicional destino de inversiones extranjeras, siguió siendo hasta 1996 receptor neto de inversión extranjera directa (en adelante, IED). Pero a partir de 1997, como consecuencia del flujo creciente de inversiones directas hacia el exterior, se transformó en exportador neto de IED. En 1999 las salidas netas superaron el 5% del PIB.

La magnitud del significativo impulso de las inversiones directas en el exterior a partir de 1997 queda de manifiesto en el cuadro 1.

El cambio de signo de los flujos netos de IED estuvo acompañado por una reorientación en el destino geográfico de la inversión hacia el exterior. Mientras que en 1995 Europa concentraba el 52% de la inversión total española en el exterior, más de la mitad de la inversión realizada entre 1996 y 2000 tuvo como destino América Latina. En aquellos años, la percepción del binomio rentabilidad-riesgo de la región mejoró sustancialmente gracias a la reestructuración de la deuda externa; y la aceptación por muchos gobiernos latinoamericanos de lo que el economista británico John Williamson bautizó como “Consenso de Washington” (esto es, políticas macroeconómicas prudentes, privatización y regulación de mercados, apertura comercial, etc.) suscitó la confianza de las grandes empresas españolas, que vieron en América Latina un mercado natural donde expandirse.

Cuadro 1

Inversión exterior directa: años 1993-2002
Miles de millones de Euros

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Inversiones extranjeras en España	5,5	6,8	5,7	5,6	6,9	8,4	18,9	39,4	34,2	28,6
Inversiones españolas en el exterior	1,8	4,2	4,8	5,0	10,7	15,4	51,3	56,7	43,1	37,5
Saldo neto	3,6	2,6	0,9	0,7	-3,9	-7,0	-32,4	-17,3	-8,9	-8,9

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores

Como muestra el cuadro 2, la participación de América Latina en la inversión directa española descendió hasta el 21% en 2001, a consecuencia del agotamiento de las privatizaciones en la región, la crisis argentina, la incertidumbre política mundial y la desaceleración económica. Nótese también la espectacular caída – un 65%-de las inversiones entre los años 2000 y 2002, especialmente en Brasil, donde en ese período la inversión descendió casi un 90%.

Durante ese reciente período las inversiones directas en el exterior se reorientaron hacia otras áreas, especialmente los países de la OCDE. Cabe destacar, sin embargo, que China y los países emergentes de Europa recibieron durante el año 2002 una cantidad insignificante del total de inversión española en el exterior¹.

Cuadro 2
Inversión bruta española en el exterior* por país de destino

DISTRIBUCIÓN POR PAÍS DE DESTINO
(Importes en miles de euros)

País	2000	% s/ total general	2001	% s/ total general	Variación 2001/2000	2002	% s/ total general	Variación 2002/2001
Total PAISES O.C.D.E.	29.143.231	51,39	33.397.755	77,53	14,6	27.934.138	74,55	-16,4
Total PARAISOS FISCALES	892.431	1,57	333.490	0,77	-62,6	259.177	0,69	-22,3
Total Europa Central y Oriental	1.284.886	2,27	256.431	0,60	-80,0	58.830	0,16	-77,1
Total PAISES AFRICANOS	117.954	0,21	56.024	0,13	-52,5	340.841	0,91	508,4
CENTROAMERICA Y CARIBE (NO P.FISCALES)								
BELIZE	4	0,00	0	0,00	-100,0	0	0,00	N.C.
COSTA RICA	1.515	0,00	5.358	0,01	253,8	175	0,00	-96,7
CUBA	771.228	1,36	15.553	0,04	-98,0	512	0,00	-96,7
REPUBLICA DOMINICANA	20.697	0,04	64.644	0,15	212,3	26.302	0,07	-59,3
GUATEMALA	20.479	0,04	33.937	0,08	65,7	181.967	0,49	436,2
HONDURAS	73	0,00	2	0,00	-97,8	79	0,00	4.854,4
MEXICO	3.983.195	7,02	1.748.841	4,06	-56,1	2.920.002	7,79	67,0
NICARAGUA	135.131	0,24	6.304	0,01	-95,3	226	0,00	-96,4
EL SALVADOR	28.688	0,05	1.567	0,00	-94,5	42.973	0,11	2.642,7
Total CENTROAMERICA Y CARIBE (NO P.FISCALES)	4.961.008	8,75	1.876.209	4,36	-62,2	3.172.236	8,47	69,1
SUDAMERICA								
ARGENTINA	3.269.109	5,76	1.874.795	4,35	-42,7	3.530.709	9,42	88,3
BOLIVIA	13.114	0,02	58.166	0,14	343,5	1.330	0,00	-97,7
BRASIL	14.533.132	25,63	1.651.586	3,83	-88,6	1.589.105	4,24	-3,8
CHILE	933.475	1,65	972.903	2,26	4,2	266.845	0,71	-72,6
COLOMBIA	313.264	0,55	157.280	0,37	-49,8	69.836	0,19	-55,6
ECUADOR	1.465	0,00	5.535	0,01	277,9	622	0,00	-88,8
GUAYANA	574	0,00	326	0,00	-43,2	0	0,00	-100,0
PERU	778.588	1,37	466.224	1,08	-40,1	51.813	0,14	-88,9
PARAGUAY	370	0,00	192	0,00	-48,0	99	0,00	-48,4
URUGUAY	306.778	0,54	1.181.606	2,74	285,2	69.136	0,18	-94,1
VENEZUELA	111.638	0,20	728.588	1,69	552,6	26.433	0,07	-96,4
Total SUDAMERICA	20.261.506	35,73	7.097.201	16,48	-65,0	5.605.928	14,96	-21,0
Total LATINOAMERICA	25.222.513	44,47	8.973.410	20,83	-64,4	8.778.164	23,43	-2,2
Total PAISES ASIATICOS (EXCEPTO JAPON)	52.324	0,09	57.458	0,13	9,8	100.231	0,27	74,4
Total RESTO PAISES	0	0,00	12	0,00	N.C.	640	0,00	5.150,6
Total general	56.713.338	100,00	43.074.580	100,00	-24,0	37.472.021	100,00	-13,0

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores
NC: No calculable

(*) Incluye las entradas de capital en países de Latinoamérica para inversión directa, pero no incluye las inversiones realizadas por empresas latinoamericanas controladas por inversores españoles.

¹ Según datos del Registro de Inversiones Exteriores, la inversión bruta efectiva de España en China en 2002 fue de €4,9 millones, un 0,01% sobre el total de las inversiones realizadas. Los países de Europa central y oriental (incluyendo Bosnia, Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Kazajstán, Polonia, Rumania, Eslovenia y República Eslovaca) recibieron de España una inver-

LAS MOTIVACIONES DE LOS INVERSORES ESPAÑOLES

A tenor de una reciente encuesta citada por Chislett (2002), realizada entre 107 empresas españolas con presencia en América Latina—que incluye todo tipo de inversiones, y no sólo las inversiones en infraestructura objeto del presente Informe—, los factores que más influyeron

en la decisión de inversión de las empresas españolas aparecen en el cuadro 3, mientras que los obstáculos más frecuentes se resumen en el cuadro 4.

Los cuadros 3 y 4 muestran el papel esencial que tuvieron los factores institucionales y regulatorios que serán analizados en el presente informe, en las decisiones de los inversores.

Cuadro 3
Factores determinantes de la inversión española en América Latina

	%
Expectativas de crecimiento	89
Mejora en el funcionamiento de los sectores	89
Tamaño del mercado	81
Estabilidad macroeconómica	72
Estabilidad política y social	69
Legislación sobre IED	67
Bajos costes laborales	50
Pertenencia a zona o grupo integración	47
Disponibilidad mano obra cualificada	43
Ayudas e incentivos fiscales	40
Calidad de las infraestructuras	39
Disponibilidad de materias primas	23
Potencial de producción agraria	13

Fuente: W. Chislett, (2002)

Cuadro 4
Obstáculos a la inversión española directa en América Latina
(% de respuestas afirmativas)

	%
Burocracia y regulaciones locales	58
Corrupción	53
Inestabilidad política	48
Inseguridad legal y jurídica	48
Violencia	45
Riesgo de devaluación	42
Pobreza y problemas sociales	29
Dificultad para repatriar beneficios	28
Carencia de RRHH cualificados	27
Mercados financieros poco desarrollados	25
Infraestructuras deficientes	25
Presión fiscal	23

Fuente: W. Chislett, (2002)

sión de €58,8 millones en el año 2002, un 0,16% sobre el total de las inversiones españolas realizadas durante el ejercicio.

EL PAPEL CLAVE DE LAS INFRAESTRUCTURAS BÁSICAS

El presente estudio analiza las inversiones españolas en infraestructuras, que representaron el 71% de la inversión española directa en América Latina (Chislett, 2002), muy por encima del 26% de las del sector financiero. En este informe se consideran incluidos en el sector de infraestructura los servicios que se indican en el cuadro 5.

En segundo lugar, la producción de los servicios de infraestructura suele presentar economías de escala y alcance, lo que suscita el peligro de comportamientos monopolísticos por parte de las empresas suministradoras de estos servicios. Esas características—economías de escala y carácter básico—han llevado históricamente a que estos servicios se presten por el sector público o a que, cuando son prestados por el sector privado, estén sometidos a un detallado régimen reglamentario. De ahí que la claridad y estabili-

Cuadro 5

Transportes	Electricidad	Petróleo y Gas	Telecomunicaciones	Agua y Saneamiento
• Autopistas • Puertos • Aeropuertos	• Generación • Transporte • Distribución	• Exploración • Producción • Transporte • Distribución	• Telefonía Fija • Telefonía Móvil	• Producción distribución recolección de agua • Tratamiento de aguas servidas • Recogida y disposición de residuos sólidos

No parece necesario extenderse en este informe sobre el papel clave de las infraestructuras en el desarrollo económico, pero sí es conveniente resaltar algunas de sus peculiaridades.

En primer lugar, su existencia constituye una condición indispensable para la inversión productiva y su ausencia o baja calidad no sólo reduce la capacidad de las empresas para competir y registrar ganancias de productividad, sino que puede constituir un genuino cuello de botella que impida el desarrollo de un país a medio plazo. Un reciente estudio (Calderón y Servén, 2002) pone de manifiesto el atraso relativo en la dotación de infraestructuras de América Latina durante el período 1980-1997, que asciende al 40-50% en la red de carreteras, al 50-60% en la red de telecomunicaciones y a más del 90% en la red de energía eléctrica. Además, la infradotación de infraestructuras afecta también a servicios de primera necesidad, como el agua y la calefacción.

dad de ese marco regulatorio sea un elemento esencial para atraer inversión extranjera.

Aunque la participación privada en proyectos de infraestructura tiene en América Latina una larga historia (Gómez Ibáñez, 1999), el impulso reciente de las privatizaciones de servicios públicos se inició en los años 80, de resultados del intenso proceso privatizador en servicios básicos (telefonía, electricidad, gas, agua, ferrocarril, etc.) que se inició en el Reino Unido en los años 80. El apoyo que a esas iniciativas dio Estados Unidos hizo que, progresivamente, la privatización de servicios públicos se transformara en uno de los aspectos básicos del ya mencionado “Consenso de Washington”. En esa participación privada en la provisión de servicios básicos se depositaron grandes esperanzas. De una parte, aligeraba la necesidad de inversión pública de los gobiernos, muchos de ellos agobiados por el peso de la deuda pública y de los déficit presupuestarios, y en el caso de privatización de empresas públicas era una fuente de cuantiosos ingresos públicos. De otra, gracias a la mejor

gestión de las empresas privadas se garantizaba una mayor eficiencia y calidad en la prestación de los servicios.

Las entrevistas realizadas revelan una curiosa paradoja sobre los resultados del intenso proceso de inversión privada en infraestructuras en América Latina. Por un lado, las empresas españolas constatan una significativa mejora en la calidad de los servicios públicos ofrecidos². Por otro lado, sin embargo, los entrevistados lamentan la “decepción social” que perciben en muchos países de América Latina y la animadversión que en algunos países han suscitado algunas empresas españolas. Muchas de ellas atribuyen parte de los problemas actuales a un excesivo optimismo de los gobiernos, en vísperas de la privatización de empresas, sobre la capacidad de generación de fondos por parte de las empresas. Dicho optimismo llevó a los gobiernos a cobrar –y a las empresas españolas a pagar- elevados precios por las empresas privatizadas, y a exigir estándares de prestación de servicios públicos para los que se preveía desde el principio una elevación gradual de tarifas. Esa elevación ha terminado por suscitar rechazo político y social, a veces instigado desde las propias instancias públicas. Cabe señalar, no obstante, que en la medida en que la decisión de invertir fue voluntaria, ese excesivo optimismo fue compartido y aceptado por las empresas inversoras.

Las empresas españolas entrevistadas hacen hincapié en la notable asimetría en el comportamiento de las autoridades antes y después de la

realización de las inversiones. Esa percepción encaja bien con la teoría del “acuerdo obsolecente” (*obsolescing bargain*) que Raymond Vernon formuló a principios de los años 70 para explicar las dificultades de las multinacionales americanas que habían invertido en países emergentes (Vernon, 1971). Según Vernon, en la fase inicial de las negociaciones, las incertidumbres inherentes al nuevo negocio y el interés del gobierno local por atraer la inversión hacen que éste ofrezca unas condiciones atractivas a la empresa extranjera. Una vez, sin embargo, que la inversión se ha materializado, la relación de fuerzas cambia, lo que lleva con frecuencia al gobierno a formular a la empresa extranjera exigencias crecientes y a alterar las condiciones inicialmente pactadas. En casos extremos, señala Vernon, puede llegarse a la re-nacionalización de la empresa.

La Teoría de Juegos reciente también ha formulado modelos (ver por ejemplo Van Huyck, Battalio, y Walters, 1995 y Williasom 1974) que, a pesar de su sencillez, reflejan bien el problema esencial de las inversiones en infraestructura: una vez que la inversión se ha efectuado por el inversor privado, su rentabilidad depende decisivamente de las acciones de otro agente –el Gobierno anfitrión o ente regulador-, quien podrá alterar el marco regulatorio fijado cuando la inversión se efectuó. Los señalados modelos muestran que, como ocurre en el caso de las infraestructuras, las inversiones privadas sólo se producirán si las empresas confían en que las autoridades respetarán los compromisos pactados y resistirán la tentación futura de incumplirlos.

² Esta percepción es coherente con los resultados de Chong y López de Silanes (2003).

La percepción de los obstáculos y riesgos

Las entrevistas celebradas han puesto de relieve la amplia gama de riesgos que se ciernen sobre la inversión en proyectos de infraestructura. Algunos son específicos de cada sector; otros son comunes a la mayor parte de los sectores de infraestructura. A continuación se exponen unos y otros, agregándose al final de este capítulo algunas reflexiones sobre el papel de los organismos internacionales en la mitigación de tales riesgos. Nótese que ese catálogo de riesgos y obstáculos se ha elaborado por adición de los encontrados en los distintos países y, en consecuencia, pasa por alto las grandes diferencias entre unos y otros países.

RIESGOS COMUNES

Entre los riesgos comunes a los proyectos de infraestructura, las empresas entrevistadas identificaron cuatro grandes obstáculos:

- El primero deriva del perfil típico de los flujos de caja, que, al estar caracterizado por grandes inversiones y pérdidas en los primeros años y expectativas de beneficio después de un período inicial, provoca en la empresa cierta vulnerabilidad, como pronostica la teoría del “acuerdo obsolescente” de Vernon mencionado en el capítulo precedente.
- El segundo está en la ausencia de financiación en moneda local—consecuencia de la falta de estabilidad macroeconómica—, que provoca graves riesgos de tipo de cambio en aquellos proyectos cuyos ingresos son en moneda local.
- El tercero deriva de la frecuente sobre-reacción de los mercados de valores en que cotizan las empresas inversoras cuando se producen crisis macroeconómicas en los países de América Latina en que han invertido.

- El último obstáculo que dificulta con carácter general las inversiones españolas en infraestructura está en el escaso tamaño de muchos países de América Latina.

A continuación se analizan cada uno de ellos.

Perfil de los flujos de caja

El perfil temporal típico de los grandes proyectos de inversión privada en infraestructura—esto es, fuertes inversiones y pérdidas en los años iniciales, seguidas de años finales de beneficios—provoca una asimetría en la capacidad negociadora de inversores y autoridades. El riesgo está en que las autoridades políticas y regulatorias ignoren durante la etapa en la que el proyecto genera beneficios las inversiones y las pérdidas que la empresa privada afrontó en los años iniciales del proyecto. Ese riesgo se agrava cuando se producen cambios de gobierno.

Las entrevistas realizadas han mostrado múltiples ejemplos en los que las autoridades o los reguladores modificaron los términos del equilibrio económico-financiero de las inversiones. En la mayor parte de estos ejemplos, las modificaciones las hicieron autoridades llegadas al poder con posterioridad a la etapa inicial, es decir, autoridades que no tomaron la decisión de incorporar al sector privado ni recibieron los ingresos de las privatizaciones. En opinión de los entrevistados, las decisiones que entrañaron con más frecuencia una ruptura del equilibrio económico-financiero de las inversiones fueron:

- Negativa a autorizar la actualización de las tarifas prevista contractualmente.
- Interpretación en perjuicio del concesionario de los términos de la concesión.
- Extensión obligatoria del suministro de servicios a capas de la población sin capacidad

para pagarlos y sin prever un esquema de subsidios.

En estas rupturas sobrevenidas del equilibrio económico-financiero de las inversiones se basa la percepción de muchas empresas de su escasa capacidad negociadora después de efectuada la inversión, que muchos entrevistados plasmaron con expresiones como “sólo se respetan las reglas del juego mientras estás invirtiendo”.

En opinión de los entrevistados, el riesgo de que el equilibrio económico-financiero del proyecto sea vulnerado queda agudizado cuando concurren en un país ciertos factores:

- *Inestabilidad política y grandes vaivenes electorales*, con el riesgo de que los nuevos gobernantes, sean de ámbito nacional regional o municipal, se desentiendan de los compromisos asumidos por quienes les precedieron.
- *Ausencia de un funcionariado cualificado y estable* que sirva de interlocutor a las empresas que contratan con la Administración y modere los riesgos procedentes de los vaivenes de la política.
- *Un sistema judicial y legislativo de orientación “populista”*, proclive a adoptar medidas cautelares o interpretar la legislación y cláusulas contractuales en perjuicio sistemático de las empresas, especialmente si son extranjeras. Los entrevistados señalaron como ejemplos la utilización maliciosa del sistema judicial por parte de los consumidores morosos (por ejemplo, “liminares” en Brasil o interdictos en otros países); la limitación drástica, en virtud de ley, de intereses moratorios; la amenaza de recusación por el Congreso a Ministros individuales; o la injustificada anulación por los Tribunales de aumentos tarifarios debidamente aprobados por el ente regulador.
- *Rechazo social a la privatización de servicios públicos*. En aquellos países con rechazo social a la participación privada en los servicios públicos, los partidos políticos obtienen beneficios electorales procedentes de

criticar a las empresas privadas durante las campañas políticas, especialmente si son extranjeras. Tales campañas condicionan su actuación cuando ganan las elecciones.

A juicio de los entrevistados, el riesgo de vulneración del equilibrio económico-financiero queda también agudizado en los casos siguientes:

- En los servicios en los que los estándares de calidad exigidos al concesionario privado, o el precio inicial pagado por éste, requieren grandes subidas de tarifas para asegurar la rentabilidad de las inversiones.
- En los servicios públicos con efectos sobre la salud (tales como la distribución de agua potable y saneamiento), pues ello impide que la empresa extranjera pueda amenazar de forma creíble con abandonar súbitamente el servicio.
- En los servicios en que la empresa extranjera inversora es grande y tiene gran visibilidad, lo que permitirá a las autoridades desencadenar presiones sociales contra ella.

Ausencia de financiación en moneda local e inestabilidad cambiaria

La inestabilidad macroeconómica presente en muchos países de América Latina, además de acentuar los riesgos de demanda inherentes a todo proyecto de infraestructura, suele producir graves efectos adversos adicionales: hace la moneda local propensa a las devaluaciones; e impide el desarrollo de un mercado de financiación en moneda local a largo plazo.

La ausencia de financiación a largo plazo en moneda local obligará a financiar el proyecto en dólares u otra moneda extranjera, lo que provocará inevitables pérdidas en caso de devaluación, que gravitarán prioritariamente sobre quien aportó los fondos propios (*equity*) del proyecto. Si se produce una devaluación significativa, el equilibrio económico-financiero del proyecto quedará en entredicho, ya que las autoridades se verán tentadas a impedir la actualización de tarifas, aunque estuvieran indiciadas al tipo de cambio. Incluso si el aumento de tarifas es auto-

rizado, la elasticidad de la demanda y el aumento de los enganches ilegales pueden reducir los ingresos, en contra de lo deseado. Además, en presencia de inflación, los desfases en la actualización del tipo de cambio y los retrasos en el cobro efectivo de los recibos pueden reducir significativamente el valor real de los ingresos percibidos por la empresa. En suma, un riesgo en apariencia meramente financiero, nacido de la inestabilidad macroeconómica de los países, interactúa perniciosamente con el “riesgo regulatorio” y agrava su impacto. De ahí que, a juicio de muchos entrevistados, se deban buscar fórmulas para evitar que los operadores privados de servicios públicos asuman tales riesgos de cambio.

Pero incluso en aquellos casos en que la financiación del proyecto se ha efectuado en moneda local y, en consecuencia, no entraña graves riesgos de cambio, la devaluación de la moneda local frente al euro tendrá efectos adversos sobre la empresa española matriz, como se señala a continuación.

Sobrerreacción de los mercados de valores internacionales

La cotización bursátil de las empresas españolas con grandes inversiones en América Latina ha venido sufriendo al compás de los sobresaltos macroeconómicos y políticos experimentados por los grandes países latinoamericanos. Dentro de este epígrafe pueden mencionarse al menos dos temores, muy presentes en el ánimo de los grandes responsables de las citadas empresas: el impacto sobre los estados financieros de la empresa matriz y el riesgo de sobre-reacción y contagio de los mercados. Nótese que aunque el proyecto o filial en América Latina no soporte “descalces” de monedas, la depreciación de la moneda local frente al euro tendrá habitualmente un afecto adverso sobre las cuentas de su matriz española, tanto en términos de flujos (beneficios) como en términos de stocks (valor de la inversión). Con respecto al segundo temor de los inversores españoles, la experiencia enseña que los mercados “sobrerreaccionan” ante las noti-

cias financieras³, de forma que el impacto adverso sobre las empresas españolas inversoras de las crisis financieras y políticas en América Latina es muy superior a su efecto económico real.

No es, pues, extraño que, a la pregunta de qué acciones y políticas ayudarían a reactivar la inversión española en proyectos de infraestructura en América Latina, una gran mayoría de entrevistados señale que una buena gestión macroeconómica y fiscal ayudaría más que cualquier otra cosa.

Tamaño mínimo

Muchas empresas entrevistadas indicaron que sólo acometen proyectos de inversión en infraestructura si el tamaño del mercado y las perspectivas de expansión del país anfitrión alcanzan una “talla crítica” que permita cubrir los costos fijos inherentes a toda inversión (gastos generales, atención gerencial). Esta falta de “talla crítica” lleva a las empresas españolas entrevistadas —con la excepción de las compañías de hidrocarburos y de varias eléctricas— a mostrar un escaso interés en Centroamérica y otros países pequeños, como Ecuador, Bolivia y Paraguay.

Varias compañías eléctricas que han realizado inversiones en países de Centroamérica atribuyen gran importancia a la creación de una red de transporte eléctrico que los interconecte y permita casar los ocasionales excesos de oferta en un país con la sobredemanda en otros.

RIESGOS ESPECÍFICOS

Sector de transporte

En el caso de las autopistas, uno de los riesgos más típicos es el de variabilidad de la demanda: si las previsiones de tráfico no se cumplen—por ejemplo, a consecuencia de un período recesivo o por el excesivo optimismo de las previsiones iniciales—el equilibrio económico de una concesión puede quedar en peligro. Esa volatilidad de la demanda es especialmente elevada en eco-

³ Dos exposiciones recientes de casos de irracionalidad en los mercados financieros son Barberis y Thaler (2002) y Shefrin (2000).

nomías emergentes y, al aumentar la prima de riesgo, exige una tarifas elevadas que pueden resultar insostenibles. Para mitigar esos riesgos, los inversores demandan mecanismos de flexibilidad que, sin menoscabar los intereses públicos, permitan hacer frente a tales eventualidades. Uno de tales mecanismos, aplicado en Chile, se detalla más adelante.

En países con problemas de seguridad y terrorismo—especialmente en zonas rurales—, las estaciones de peaje son muy vulnerables a ataques, e incluso a voladuras, llevados a cabo por grupos violentos. También se produce en ocasiones evasión del peaje mediante desvíos ilegales por caminos rurales, sin que el concesionario tenga medios para evitarlo.

En el sector de puertos, uno de los riesgos mencionados por las empresas entrevistadas reside en que el tráfico portuario esperado resulte menor del previsto a consecuencia de la ampliación de nuevos puertos no contemplados cuando se llevó a cabo la privatización de los primeros (un riesgo parecido se da en los proyectos de carreteras con la construcción de alternativas gratuitas). Ese riesgo se agrava si el nuevo e inesperado puerto competidor es de titularidad del Estado y puede permitirse aplicar unas tarifas que reflejan tan sólo los gastos de mantenimiento, pero no la amortización de los costes de la inversión.

Sector eléctrico

En generación de electricidad convencional, la experiencia de los inversores españoles muestra que los generadores extranjeros tienen que competir con frecuencia con generadores locales que son hostiles a este ambiente de competencia. Por otro lado, el carácter mayoritariamente hidráulico del “mix” de generación, al combinarse con la erraticidad de las lluvias, añade un factor específico de riesgo en este sector, que se ve, sin embargo, compensado por los contratos de compra de energía de largo plazo que las empresas generadoras tienen firmados con sus clientes libres y con las distribuidoras.

En lo que atañe a energías renovables, las empresas entrevistadas manifiestan que en la mayoría de los países no existe un marco regulatorio estable con mecanismos de estímulo a medio y largo (PPAs, primas, deducciones fiscales) que sean creíbles y permitan asegurar la rentabilidad de los proyectos. No obstante, señalan que si las industrias españolas sujetas a límites de emisión de CO₂ en virtud de la reciente legislación comunitaria se decidieran a utilizar el Mecanismo de Desarrollo Limpio (por ejemplo, “Fondos Carbono”) previsto en el Protocolo de Kioto, existiría una gran cartera de proyectos de desarrollo limpio en América Latina, especialmente en países como Costa Rica, México, Perú o Brasil.

Los riesgos que pesan sobre el transporte de energía eléctrica son moderados, pues el coste del uso de la red rara vez supera el 10% de la factura y, además, es satisfecho por las empresas distribuidoras, para las que dicho uso resulta vital. No obstante, algunas empresas entrevistadas señalaron que en algunos países las líneas y torres del tendido eléctrico son ocasionalmente derribadas, para robar el hilo de cobre.

Son, sin duda, las empresas de distribución de electricidad—la “cara” del sector frente a los usuarios—las que, a tenor de las entrevistas, resultan más vulnerables a los riesgos regulatorios e institucionales y al peligro de que las autoridades hagan descansar sobre ellas el peso de las crisis. Con frecuencia las autoridades exigen inversiones adicionales dirigidas a la universalización del servicio cuando no existe una perspectiva adecuada de ingresos, entre otras cosas porque las tarifas no se adaptan a esas nuevas obligaciones. Además, son frecuentes los robos de energía y enganches ilegales, y no existe una cultura de pago del servicio -en algunos países han surgido incluso intermediarios (“chiriperos”, “gatos”...) especializados en suministrar electricidad procedente de enganches ilegales-. Los problemas descritos se ven acentuados por las dificultades legales y políticas para que la empresa distribuidora pueda reclamar el pago a los usuarios morosos o cortarles el suministro. Con frecuencia los cobradores corren incluso peligro cuando pretenden acceder a ciertas barriadas.

Sector de petróleo y gas

Las empresas entrevistadas manifestaron que cuando la inversión se concentra en una única fase de la cadena de valor (por ejemplo, refino o distribución minorista), resulta especialmente vulnerable a riesgos regulatorios e institucionales, pues las autoridades pueden adoptar medidas que hagan descansar sobre esa fase el peso de una crisis. Por el contrario, si la inversión está verticalmente integrada (esto es, cubre las fases de exploración—producción y refino—y distribución o *marketing*) la misma está más protegida frente a tales riesgos.

Uno de los obstáculos constatados en este sector en algunos países son las trabas que, en beneficio de los suministradores locales ya establecidos, los entes y asociaciones locales ponen en ocasiones al desarrollo por empresas extranjeras de redes de distribución.

Sector de telecomunicaciones

Uno de los riesgos especiales de este sector deriva de las relaciones entre los grandes inversores que prestan servicios masivos y otros operadores que, con escasa inversión, se sirven de la infraestructura instalada por los primeros. Una ilustración de tales problemas es la determinación de la tarifa de interconexión entre la telefonía fija y la móvil. El nivel de esa tarifa puede favorecer o perjudicar a una u otra forma de telefonía, y cabe el riesgo de que al determinarla las autoridades reguladoras tengan presente la nacionalidad del operador dominante en cada segmento e intenten favorecer a los operadores locales. Así, por ejemplo, si una vez construida la red de telefonía fija por una empresa extranjera, las autoridades reducen drásticamente sus tarifas—incluida la aplicable a la terminación de llamadas desde teléfonos móviles—el abaratamiento de la telefonía fija provocará a corto plazo, para satisfacción de las autoridades, un gran desarrollo de la telefonía móvil. Pero ese drástico abaratamiento, al frenar inversiones adicionales en telefonía fija, tendrá dos inevitables consecuencias: de una parte, generará cuellos de botella en la infraestructura básica que harán insostenible a largo plazo el desarrollo de la telefonía móvil, dependiente de aquélla; de

otra, pondrá en peligro el cumplimiento de las obligaciones de servicio universal impuestas por las autoridades al operador de telefonía fija. Cuando, por el contrario, el operador de telefonía fija sea local, puede darse también el riesgo opuesto: esto es, que la cuota de interconexión sea tan alta que la telefonía móvil encuentre serios obstáculos a su desarrollo.

Abastecimiento de agua y saneamiento

En el sector de aguas, los problemas específicos señalados por las empresas entrevistadas son similares a los identificados por las empresas de distribución de electricidad, si bien resultan agudizados por dos factores: la falta de cultura de pago es aun mayor que en el caso eléctrico y, además, la prestación del servicio es de competencia municipal. En general, las autoridades siempre aspiran a universalizar el servicio a costa del operador privado, sin reparar en que el coste marginal de ampliar la red básica de suministro a barrios periféricos suele ser muy elevado, lo que, en ausencia de subsidios públicos, exigirá una tarifa muy alta difícilmente soportable por los estratos sociales de menores ingresos.

En materia de saneamiento y depuración de aguas residuales, las empresas entrevistadas señalan que el innegable deseo de las autoridades por aumentar el porcentaje de aguas servidas objeto de tratamiento choca con el fuerte rechazo social de los ciudadanos a pagar las tarifas precisas para que la inversión privada pueda financiar tales servicios. Concluyen, pues, que un aumento significativo del tratamiento de aguas servidas requeriría esquemas de subsidios públicos cuya financiación por parte del sector público no parece viable a corto plazo.

Recolección de residuos sólidos

Al exigir inversiones relativamente pequeñas, las empresas españolas dedicadas al servicio de recogida de basuras se enfrentan con frecuencia a una fuerte competencia de operadores locales. A su juicio, algunos de esos operadores incurren en “competencia desleal”, incumpliendo sus obligaciones tributarias y legales, así como ejerciendo presiones sobre los regidores municipales. Eso ha llevado a algunas empresas españolas

a concentrarse en segmentos de inversión más intensivos en capital (por ejemplo, vertederos controlados sanitaria y ambientalmente). Los entrevistados indicaron que en ocasiones los estándares medioambientales se aplican de forma discriminatoria en perjuicio de las empresas extranjeras.

EL PAPEL DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES

La percepción de las empresas entrevistadas con respecto al papel que las instituciones multilaterales de financiación (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo) pueden jugar con relación a la mitigación y gestión de estos riesgos ha sido muy variada.

Algunas empresas entrevistadas han reconocido el papel positivo jugado por el BID. Este grupo incluye empresas que han enfrentado problemas regulatorios e institucionales que se han resuelto satisfactoriamente, gracias en parte al apoyo de estas instituciones. Muchas empresas entrevistadas han señalado también el papel crucial que deberán jugar en el futuro las instituciones multilaterales en la mitigación de riesgos (por ejemplo, de tipo de cambio) y en la financiación pública de ciertas infraestructuras de carácter social (por ejemplo, distribución y saneamiento de aguas) que, a juzgar por la experiencia, son difíciles de financiar por la iniciativa privada.

Frente a esos comentarios favorables, durante las entrevistas afloró con frecuencia la decepción de muchas empresas españolas sobre el papel jugado por las instituciones internacionales. Así, se ha señalado que, durante crisis como la vivida por Argentina, los organismos multilaterales—especialmente el FMI—no suelen tomar en consideración a las grandes empresas extranjeras con inversiones en infraestructuras, cuando sí consultan a bancos cuyo nivel de inversión en los países es mucho menor. Por otro lado, las empresas entrevistadas señalan que, en caso de conflictos agudos, las instituciones multilaterales suelen “ponerse de lado del gobierno”, lo que atribuyen a que dichos gobiernos son sus accionistas y, además, al interés de las instituciones internacionales en proteger sus intereses financieros. Esa condición de prestamistas por cuenta propia, junto con la relación privilegiada que mantienen con los gobiernos, limitan la capacidad de las instituciones internacionales para apoyar a las empresas privadas extranjeras y para mitigar los riesgos regulatorios e institucionales que sobre ellas pesan. Por eso, algunas empresas que se han acogido a Acuerdos bilaterales de Protección Recíproca de Inversiones (APRI) y presentado reclamaciones contra decisiones de gobiernos ante el Centro Internacional de Arreglo de Disputas sobre Inversiones (CIA-DI, en inglés ICSID) del Banco Mundial se preguntan cómo reaccionarán en el futuro los organismos financieros internacionales si los laudos arbitrales resultan favorables a las empresas pero, sin embargo, los gobiernos deciden no cumplirlos.

Percepciones sobre países

Aunque las entrevistas estaban dirigidas a identificar los obstáculos y riesgos institucionales y regulatorios a escala regional, en el curso de las entrevistas se han detectado diferencias significativas en la percepción de los riesgos inherentes a los distintos países. Sin ánimo de ser exhaustivo, este capítulo recoge algunos de las fortalezas y riesgos más sobresalientes percibidos en los distintos países.

ARGENTINA

El impacto de la crisis iniciada en 2001, las medidas de emergencia adoptadas y el retraso de los procesos de renegociación de los contratos ha tenido un efecto traumático no sólo sobre las empresas españolas directamente afectadas, sino sobre el conjunto de empresas extranjeras con presencia en América Latina.

La congelación nominal del precio del gas y de la electricidad está produciendo dos graves problemas. El primero es la paralización de las nuevas inversiones en capacidad de producción, transporte y distribución. Incluso aunque la situación cambie y se otorguen de nuevo incentivos a la inversión, las nuevas plantas y yacimientos tardarán al menos 3 ó 4 años en empezar a producir, lo que desembocará a medio plazo en escasez de energía e incluso graves apagones, salvo que un año hidráulico excepcional lo impidiera. El segundo problema es el consumo enorme de gas por la industria, provocada por el inesperado subsidio a la energía que consume. Ese alto crecimiento de la demanda contribuirá a agotar con rapidez las actuales reservas y acelerará el futuro desabastecimiento. Ese subsidio energético a la industria no es preciso para proteger a los consumidores de baja renta, pues en Argentina existen “tarifas sociales” para proteger a los pequeños consumidores.

En general, la reciente crisis de Argentina ha puesto de manifiesto la limitada autonomía del Poder Judicial frente al Ejecutivo.

BRASIL

Las empresas entrevistadas subrayaron, sin excepción, que Brasil es un país poco homogéneo como destino de inversiones en infraestructura: los Estados de São Paulo y Río de Janeiro son mucho más atractivos que el resto. Entre los atractivos de Brasil destacan su gran dimensión económica, que ofrece grandes expectativas de crecimiento—si bien requiere también fuertes inversiones para alcanzar un tamaño crítico—; las líneas de financiación a largo plazo en reales que ofrece, para inversiones prioritarias, el Banco Nacional de Desarrollo (BNDES); el gran prestigio y profesionalidad del regulador eléctrico (ANEL), que ha demostrado capacidad para dar un tratamiento equitativo a todas las compañías del sector y alienta la competencia en los concursos, actuando con flexibilidad en la fase de precalificación.

En opinión de los inversores, una de las mayores debilidades del clima para las inversiones en infraestructura en Brasil es el “activismo judicial”, que se manifiesta en la inclinación de muchos jueces a emitir, a solicitud de particulares y empresas, providencias judiciales de efecto inmediato (*liminares*) y grave impacto sobre las empresas de servicios. Así, por ejemplo, un industrial brasileño puede conseguir con relativa facilidad una *liminar* que impida a su suministrador cobrarle la tarifa por la electricidad que utilice. O una resolución judicial puede inopinadamente anular la cláusula de indexación de la tarifa de un servicios y exigir, para beneficio de los usuarios, que el índice de referencia establecido (por ejemplo, un índice de precios mayorista que refleja las fluctuaciones del tipo de cambio del real) sea reemplazado por otro (por ejemplo, un índice interno de precios al consumo).

Casi todos los entrevistados señalan la falta de definición clara y frecuente superposición de las competencias de las autoridades federales y estatales, especialmente en materia medioam-

biental. Subrayan, por ello, la lentitud y complejidad de los trámites en organismos medioambientales, lo que retrasa la construcción de líneas eléctricas (en general, los concursos para su construcción se inician y adjudican antes de que se hayan obtenido las licencias medioambientales). También señalan el alto grado de proteccionismo comercial, que hace muy gravosa la importación de los equipos exigidos por ciertos proyectos de infraestructura, en especial en el sector de energías alternativas.

En el sector energético, el carácter errático de la pluviosidad—en años buenos la energía hidroeléctrica cubre el 90% de la demanda—hace, a juicio de los entrevistados, que en años de lluvias las autoridades tengan la tentación de incumplir los compromisos de precio y demanda mínima (cláusulas de “*take or pay*”, PPA) que aceptaron en épocas de sequía para estimular la inversión en nueva generación.

Los inversores detectan laxitud en la reglamentación medioambiental sobre refino de petróleo, lo que permite a Petrobrás elaborar un fuel muy pesado y barato, cuyo bajo precio frena el consumo de gas.

El nuevo marco regulatorio eléctrico—al retribuir la potencia en plantas térmicas—pudiera abrir perspectivas de inversión en generación eléctrica. Las empresas eléctricas están analizando las nuevas normas con gran atención, pues podrían tener un efecto decisivo sobre sus decisiones de inversión.

COLOMBIA

Colombia es, junto a Chile, uno de los países cuyo desarrollo institucional es mejor valorado por las empresas españolas. Desgraciadamente, la inseguridad y riesgo de secuestros constituye un factor disuasorio decisivo, que ha llevado a muchas a descartar nuevas inversiones o a reducir al mínimo su presencia en Colombia, limitándola a Bogotá y a otras grandes ciudades.

Las empresas entrevistadas elogian en Colombia la alta calidad de la Administración y un buen sistema de justicia; un mercado laboral muy cualificado; la existencia de un mercado de bo-

nos en pesos a largo plazo, apoyado en la demanda institucional para ese tipo de valores procedente de los fondos de pensiones; y el respeto de sus compromisos contractuales por las grandes municipalidades, incluso tras sucesivos cambios de alcaldes. Las empresas hacen extensivos esos elogios a las distintas empresas dependientes de la Municipalidad de Bogotá, que ofrecen una buena experiencia en materia de cobros de servicios públicos (así, por ejemplo, en recolección de basuras, los porcentajes de cobro en Bogotá alcanzan el 98%).

Esos elogios se circunscriben, sin embargo, a las grandes ciudades (Bogotá, Cali), constatándose que en el resto del país, especialmente la costa Atlántica, los niveles de impago son muy altos. Esa falta de homogeneidad y diversidad de riesgos y condiciones socioeconómicas que se da en Colombia suscita a veces dificultades, pues, al fijar los niveles de tarifas y subsidios, las autoridades reguladoras no la tienen suficientemente en cuenta.

CHILE

La mayoría de los entrevistados coincide en señalar a Chile como el mejor país para invertir en infraestructuras en América Latina. Entre sus fortalezas señalan la claridad y estabilidad de los marcos regulatorios, la profesionalización y cualificación de la administración central y de las agencias de regulación, así como un sistema judicial fiable, incluso en contenciosos contra empresas y entes públicos chilenos. Chile es uno de los pocos países de América Latina en el que puede encontrarse financiación a largo plazo en moneda local, aspecto decisivo para moderar el riesgo de cambio en proyectos de infraestructura (por ejemplo, en autopistas de peaje).

Varias empresas entrevistadas resaltaron que para determinados servicios (p.ej. agua) Chile posee un sistema modélico de subvención directa a los usuarios de bajos ingresos, modulado en función de sus ingresos y limitado a ciertos consumos máximos. Como la subvención pública es parcial y queda condicionada al pago por el usuario de la parte de la tarifa a su cargo y a su inscripción en un Registro, el sistema de ayudas públicas ha enraizado entre la población una

“cultura de pago” por todo el país, que produce un escaso nivel de impagados.

Entre las debilidades señaladas por las empresas entrevistadas cabe resaltar el tamaño moderado del país (15 millones de habitantes), con renta por habitante todavía modesta, lo que hace que Chile no siempre alcance la “talla crítica” precisa para atraer inversiones; la gran dependencia de Argentina en el suministro de gas, lo que genera el riesgo de que se traslade a Chile el previsible colapso energético que provocará en Argentina la actual política de congelación de tarifas; la artificial rebaja de las tarifas de telefonía fija, que ha favorecido un gran desarrollo en la telefonía móvil pero amenaza el futuro desarrollo de todo el sector; y, en fin, la administración municipal chilena está muy lejos de los estándares de seriedad de la estatal: varios entrevistados señalaron malas experiencias con retrasos en los pagos e interpretación sesgada de los contratos suscritos con las autoridades municipales.

MÉXICO

El país tiene un gran atractivo para los inversores españoles por su tamaño y su creciente madurez institucional, si bien las empresas españolas señalan los retrasos en las reformas.

Entre las fortalezas mencionadas por las empresas entrevistadas destacan el gran tamaño del mercado y las expectativas de crecimiento; la claridad de los marcos regulatorios; la buena reputación de los organismos reguladores; el respeto de los acuerdos de compra de electricidad a largo plazo; una buena cultura de pago por servicios—especialmente en peajes de autopistas—, favorecida por la proximidad física y cultural a Estados Unidos; y la madurez de los mercados financieros locales, lo que, junto con la gran presencia de la banca española, facilita a las empresas españolas la financiación de proyectos de infraestructura.

Entre las debilidades señaladas destacan el gran proteccionismo energético—anclado en la propia Constitución—que impide la participación privada en el sector eléctrico. Ciertamente se han buscado fórmulas para mitigar esa grave

limitación—como la denominada “auto-producción”, mediante la cual los grandes industriales adquieren energía eléctrica a empresas generadoras en las que participan simbólicamente—, pero su constitucionalidad ha sido puesta en tela de juicio por algunos legisladores. En el ámbito de las telecomunicaciones, se constata un régimen regulatorio y de interconexión que favorece al operador de telefonía fija (la empresa Telmex), lo que parece haber creado serias dificultades a las operaciones en México de algunos operadores internacionales de telefonía móvil.

Otro obstáculo manifestado por los entrevistados es la lentitud de la burocracia ministerial y su dependencia de las decisiones políticas del gobierno. También perciben como un riesgo los intentos de las autoridades de influir en temas de gestión interna de las empresas concesionarias, tales como planes de inversiones, nombramiento de gestores o política de dividendos.

En el ámbito municipal la experiencia es mixta. Algunas empresas indican que han tenido una buena experiencia en servicios municipales, si bien señalan que para lograrlo tuvieron que asociarse con influyentes socios locales. Otras se quejan de que la frecuente rotación de regidores lleva a que los nuevos incumplan los compromisos asumidos por quienes les precedieron.

Por último cabe resaltar que a pesar de los problemas de inseguridad ciudadana, sobre todo en Ciudad de México, los inversores ven buenas perspectivas para aumentar las inversiones españolas en México sobre todo en plantas de regasificación de gas licuado procedente de Bolivia y en el suministro de agua y saneamiento. No obstante las posibilidades reales de inversión en el sector de agua y saneamiento dependerán de las decisiones de los municipios y Estados de incorporar al sector privado a estos servicios.

PAÍSES DE CENTROAMÉRICA

En Centroamérica, las empresas españolas han mostrado interés por el sector eléctrico. Señalan, sin embargo, que las inversiones en generación eléctrica debieran integrarse en un mercado regional con una regulación de ámbito supranacional que garantice la libre circulación de ener-

gía eléctrica entre países. Por eso ponen sus esperanzas en Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC), que, tras muchos intentos fallidos, pudiera estar esta vez en el camino hacia su culminación. La creación de ese mercado introduciría competencia en la generación eléctrica en cada país, hasta ahora dominada por inversores locales hostiles a la entrada de competidores extranjeros.

La experiencia de las empresas españolas en distribución de energía eléctrica en Guatemala es buena. Algunos entrevistados elogiaron el mecanismo diseñado por las autoridades para favorecer la electrificación rural sin incidir negativamente las tarifas, basado en ingresar en un fideicomiso los ingresos por la venta de las empresas eléctricas de distribución y utilizar dichos fondos para un programa amplio de electrificación rural. La experiencia en Nicaragua es menos satisfactoria, pues se ha producido una congelación de la tarifa eléctrica, en contra de lo previsto en el marco tarifario, y las autoridades han declarado incluso una moratoria en el cobro de deudas por consumos pasados.

OTROS PAÍSES ANDINOS

Las empresas españolas tienen muy pocas inversiones en infraestructura en Bolivia, Ecuador y Venezuela. Los entrevistados mostraron poco interés por realizar inversiones en infraestructura en estos países a corto plazo debido a los altos riesgos políticos y regulatorios que perciben.

Respecto a Bolivia, varios entrevistados destacaron el elevado riesgo político, la falta de cohesión social y las revueltas ciones populares con motivo de subida de tarifas. No obstante, la experiencia en transmisión eléctrica ha sido favorable. Además, algunas empresas entrevistadas ven oportunidades de inversión en exploraciones de gas, si el país acepta la construcción del gasoducto vía Chile.

Los entrevistados reconocen que existen condiciones favorables para la inversión en hidrocarburos en Ecuador. Sin embargo, los inversores

perciben falta de interés del gobierno y rechazo social hacia la participación del sector privado en los servicios de infraestructura.

En el caso de Venezuela, los inversores perciben que la inestabilidad política, la congelación de tarifas, los aumentos salariales, y el control de cambios están minando el buen funcionamiento de la actividad económica.

Los entrevistados perciben que el riesgo político de las inversiones en infraestructura en Perú, aunque no desdeñable, es menor que el de los otros países andinos mencionados. No obstante, la traumática experiencia vivida por Telefónica—cuando a principios de 2003 se solicitó la declaración de inconstitucionalidad del cobro de la cuota de abono a los usuarios, se dio acceso libre a la red fija a los operadores de móviles y hubo revueltas acciones contra las cabinas e instalaciones de la compañía—ha despertado graves recelos en el conjunto de las empresas españolas. También preocupa la capacidad del Congreso para recusar a Ministros individuales—lo que infunde en éstos un temor que les conduce a la inacción—y su inclinación a adoptar medidas “populistas” (por ejemplo, limitar al 3% el interés de demora para los deudores morosos).

REPÚBLICA DOMINICANA

La experiencia de Unión Fenosa—que, a instancias del Gobierno, negoció con éste su abandono del país —ha tenido un poderoso eco en todas las empresas españolas y revela los graves riesgos regulatorios e institucionales que presenta el país para las empresas extranjeras.

Paradójicamente, la isla presenta buenas condiciones para la generación eléctrica (en el caso de la eólica, en especial, mucho viento, exenciones arancelarias a la importación de equipos, dependencia del petróleo). Pero esas ventajas quedan compensadas por el riesgo de que las distribuidoras de electricidad no paguen la energía suministrada.

Algunas experiencias favorables

Durante las entrevistas salieron a colación algunas experiencias favorables que, de ser imitadas en otros países, pudieran contribuir a mejorar el “clima de inversiones” en el conjunto de la región. A continuación se señalan algunas de tales experiencias.

ALTO CONSEJERO PARA FACILITAR LA RESOLUCIÓN DE DISPUTAS CON EL SECTOR PRIVADO

Desde principios de su mandato, el Presidente Uribe de Colombia encomendó a uno de sus Consejeros la mejora de las relaciones con el sector privado. El citado Consejero se ha ganado una merecida fama entre las empresas colombianas, tanto nacionales como de capital extranjero, por su capacidad de resolver, de forma rápida y amigable, quejas del sector privado sobre el funcionamiento de las administraciones y de los servicios públicos.

La eficacia del Alto Consejero en el desempeño de esa función cabe atribuirle a varias razones:

- Su dependencia directa del Presidente de la República le otorga un ascendiente moral sobre los gestores públicos que le permite jugar un papel, tan eficaz como discreto, como “facilitador” de la resolución de conflictos, especialmente de aquellos en los que hay más de un Departamento o institución pública involucrados.
- Su prioridad es la resolución de problemas prácticos dentro de un plazo breve. Las decisiones adoptadas a instancias del Alto Consejero no siempre son del agrado de las empresas afectadas, pero éstas siempre son escuchadas y tienen además la seguridad de que cuando un asunto es sometido al Alto Consejero siempre se toma una decisión.
- El Alto Consejero se conduce con neutralidad, buscando siempre conciliar el interés público con lo que de legítimo pueda haber

en las quejas o contenciosos suscitados por el sector privado. Esa misma neutralidad da a las empresas de capital extranjero confianza en que la decisión que se adopte no las discriminará frente a las empresas de capital colombiano.

La experiencia prueba que los buenos oficios del Alto Consejero en la resolución extrajudicial de conflictos, además de favorecer el buen funcionamiento de las Administraciones públicas, reducen la litigiosidad y contribuyen a mejorar el “clima para las inversiones”.

La discreción y carácter informal del “modus operandi” de la oficina del Alto Consejero hace difícil elaborar una lista de las múltiples quejas y reclamaciones del sector privado que ha resuelto. Muchas de ellas atañen exclusivamente a empresas colombianas y no guardan relación con el presente informe. En algunos casos, sin embargo, el Alto Consejero ha mediado en disputas relativas a inversiones extranjeras en varios sectores (por ejemplo, electricidad, gas y construcción).

OTORGAMIENTO DE COBERTURA DE LAS FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE LA MONEDA LOCAL

El gobierno chileno ofrece a los concesionarios de autopistas que se endeudan en dólares un interesante mecanismo de cobertura de riesgo de cambio, cuyas características son las siguientes:

- La cobertura exige el pago por las empresas de una prima inicial, cuyo importe aproximado es del 1% del importe garantizado.
- Se refiere a las fluctuaciones de la “Unidad de Fomento” (UF) respecto al dólar estadounidense. En la medida en que la UF es un índice que ajusta diariamente el valor del peso chileno en función de la inflación en Chile—esto es, que mantiene constante el poder adquisitivo en Chile de la moneda na-

cional-, la cobertura ofrecida se refiere, pues, a las fluctuaciones del tipo de cambio real del peso chileno, no de su tipo de cambio nominal. En la medida en que, por construcción, la UF es una “moneda” sin inflación, el riesgo de que se deprecie a largo plazo frente al dólar es mínimo e incluso negativo –la inflación del dólar, aunque moderada, es positiva-, lo que atenúa para el Gobierno el riesgo a largo plazo de ofrecer esta cobertura y, sin embargo, permite al concesionario protegerse frente a fluctuaciones a corto y medio plazo.

- El contrato de cobertura sólo entra en funcionamiento cuando las desviaciones del tipo de cambio real superan el 10%. Puede pactarse una banda de fluctuación más estrecha, pero a cambio de una prima mayor.
- El mecanismo tiene carácter simétrico: en caso de apreciación del peso chileno por encima del umbral del señalado 10%, será el concesionario quien deba hacer los oportunos pagos al gobierno chileno. No se trata, pues, en puridad, de un “seguro de cambio”, sino más bien de un “*collar*” o combinación de un “*cap*” y un “*floor*”.

MECANISMO DE DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS

El gobierno chileno desarrolló un “Mecanismo de Distribución de Ingresos” (MDI) que el Ministerio de Obras Públicas propuso a todas las concesiones en operación a través de Convenios Complementarios al Contrato de Concesión. El objetivo del MDI es resolver el problema generado por las caídas de tráfico en las concesiones de carreteras, modificando los contratos de concesión en los siguientes términos:

- La concesión se cambia de un plazo fijo a uno variable, de forma que el plazo de concesión termina cuando el valor presente de los ingresos alcanza un monto de ingresos garantizado. Así, si los ingresos crecen menos de lo esperado, la concesión se alarga. Si lo hacen por encima de lo previsto, la concesión se acorta.
 - El monto garantizado se calcula aplicando un 5% de crecimiento anual a los ingresos del año 2002 hasta el fin de la concesión original. Estos ingresos se descuentan a una tasa del 9,5%.
 - Para obtener esta garantía de ingresos, la concesionaria debe efectuar nuevas inversiones por un monto equivalente al 8% del valor presente de los ingresos garantizados.
 - Si el tráfico creciese por debajo del 5%, se da al concesionario la opción de subir tarifa un 5% al año, hasta un 25% acumulado.
- El MDI aporta estabilidad al proyecto de dos formas:
- Garantiza el pago de la deuda incluso en escenarios de crecimiento de tráfico bajos, ya que la concesión se extiende para garantizar un volumen de flujos futuros.
 - Disminuye la volatilidad del retorno del accionista, eliminando prácticamente la posibilidad de perder el capital, si bien se limita la rentabilidad (como consecuencia de la obligación de nuevas inversiones).

Lecciones aprendidas

Sin ánimo de exhaustividad, pueden resumirse así algunas de las conclusiones más relevantes que se desprenden de las opiniones vertidas por las empresas entrevistadas:

1. Las empresas españolas son conscientes de que entre los ciudadanos y los dirigentes políticos de muchos países de América Latina existe una gran “decepción social” sobre los resultados del proceso de privatización de empresas de servicios básicos.
2. Muchas empresas creen que en muchos países de América Latina no se dan las condiciones básicas para que el acceso universal a los servicios públicos básicos pueda ser financiado por la iniciativa privada. En el caso de los países de mayor riesgo, las tasas de retorno exigidas por los accionistas de las empresas extranjeras inversoras pueden hacer que el nivel de tarifas sea políticamente inviable e insostenible.
3. La financiación por el sector privado de las inversiones necesarias para aumentar significativamente la cobertura de los servicios es especialmente difícil en el sector de agua y saneamiento, debido principalmente a las cuantiosas inversiones requeridas y a la falta de cultura de pago de tales servicios.
4. En una gran parte de los países, la inversión necesaria para la universalización de algunos servicios básicos tendrá que ser financiada (al menos parcialmente) con fondos del sector público o donaciones de terceros.
5. La implantación de mecanismos de subvención a favor de usuarios de bajos ingresos es necesaria para permitir su acceso a los servicios básicos. Tales mecanismos, cuya gestión no está exenta de dificultades, deben articularse de forma que favorezca una “cultura de pago”.
6. Las cuatro condiciones más demandadas por las empresas entrevistadas para invertir en infraestructura son:
 - Estabilidad política y jurídica que garantice el cumplimiento de los contratos y el respeto del principio de “equilibrio económico financiero” de los proyectos de inversión plurianuales.
 - Estabilidad macroeconómica que permita tomar decisiones en un entorno económico predecible.
 - La aceptación social del pago de tarifas por la prestación de servicios básicos.
 - Unos mercados financieros que proporcionen financiación a largo plazo en moneda local a tipos de interés razonables o, alternativamente, mecanismos de cobertura de los riesgos de tipo de cambio. Muchos entrevistados creen que los organismos multilaterales y bancos públicos pueden jugar un papel decisivo para la obtención de mejoras crediticias, la financiación a largo plazo, y la mitigación de los riesgos de estos proyectos.
7. La gran mayoría de las empresas entrevistadas descartan la realización de inversiones en países con grandes problemas de seguridad ciudadana o inestabilidad política.
8. El tamaño de la economía de algunos países de la región es visto como un obstáculo relevante para realizar inversiones en infraestructura. Una mayor integración y armonización regulatoria, especialmente en Centroamérica, es percibida como una vía efectiva para lograr la “talla mínima” precisa para que las inversiones resulten viables.

9. Con el fin de mitigar los riesgos regulatorios e institucionales a los que se enfrentan las inversiones en infraestructura en América Latina, podría resultar conveniente la creación de algún mecanismo de ámbito

regional dotado con los incentivos apropiados para promover una resolución amigable y rápida de las controversias entre empresas y entidades públicas⁴.

⁴ El ejemplo del Alto Consejero de Colombia encargado de resolver conflictos con el sector privado es un antecedente que los inversores entrevistados consideran satisfactorio.

Una reflexión final

La asunción de riesgos es inherente a la actividad empresarial. Pero la cuantía y largo período de maduración de las inversiones en servicios de infraestructura pueden hacer tales riesgos especialmente graves. Uno de ellos –el “riesgo regulatorio”– depende además no sólo de circunstancias imponderables, sino también de la capacidad y voluntad de las autoridades y los ciudadanos de respetar las condiciones pactadas cuando se acometieron las inversiones. La experiencia

de las empresas españolas en América Latina enseña que el realismo de las autoridades y empresas al acometer las inversiones, la estabilidad de su marco regulatorio, el establecimiento de mecanismos que mitiguen los riesgos financieros y, en fin, la asignación eficiente de funciones entre la iniciativa privada, los gobiernos y los organismos internacionales serán esenciales para paliar la grave deficiencia de infraestructuras básicas que América Latina aún padece.

Anexo 1

La inversión española en cifras (datos a diciembre 2002)

ELECTRICIDAD	Valor Neto Contable de las Inversiones* (millones de euros)	Valor Neto Contable de las Inversiones / Cap. Bursátil de grupo consolidado (%)
Endesa	3.265	27,5%
Unión Fenosa	1.745	45,4%
Iberdrola	1.450	12,0%
Red Eléctrica	52	4,0%
GAS Y PETRÓLEOS		
Repsol YPF	12.375	80,4%
Gas Natural	1.500	18,5%
CONSTRUCCIÓN		
OHL	166	46,4%
Dragados	344	12,3%
ACS	80	4,1%
Ferrovial	272	8,0%
AGUA Y SANEAMIENTO		
FCC/Proactiva	80	2,9%
Aguas Barcelona	558	41,1%
TELECOMUNICACIONES		
Telefónica	32.649	79,3%
Telefónica Móviles	5.329	19,8%
OTROS		
Guascor	25	32,1%
Abengoa	30	5,9%

* Valor Neto Contable o, en el caso de empresas cotizadas, valor de mercado. Nótese que los importes no reflejan plenamente el esfuerzo inversor realizado por las compañías, pues son inferiores a los volúmenes de inversión histórica acumulada.

Fuente: W. Chislett, (2002) a partir de estimaciones de BCSH Bolsa y elaboración propia.

Anexo 2

Empresas españolas entrevistadas

Empresa	Directivo entrevistado	Cargo
Abengoa	Antonio Merino	Financiación Estructurada
	Antonio Frías	Responsable Cono Sur
Aguas de Barcelona	José Vila	Director General
Endesa	Luis Rivera	Consejero Director General
FCC/Proactiva	Marcos García	Director Económico Financiero
Ferrovial Infraestructuras	Juan Béjar	Director General
Gamesa	Jorge Cortina	Director General Internacional
	Eduardo García Molina	Gestor Proyectos Latinoamérica
	José María Egea	Director Corporativo de Planificación
Gas Natural	Alberto Valdés	Director de Finanzas
	Gerardo Fernández	Planificación Internacional
Guascor	Enrique Ranedo	Adjunto a la Presidencia
Iberdrola	Iñigo Oriol	Director Gobierno Corporativo América
OHL concesiones	Juan Villar Mir	Presidente
Red Eléctrica Internacional	Luis Ballester	Director General
Repsol	Enrique Lubián	Director Desarrollo Negocio Gas
	Andrés Méndez	Director Desarrollo Nuevos Negocios
Telefónica	Luis Lada	Director General de Regulación
	José María Álvarez-Pallete	Presidente Telefónica Internacional
	Jesús Mallol Nieto	Asesor Alta Dirección
	Juan Antonio Mielgo	Gerente Análisis Macroeconómico
Unión Fenosa	José María Arraiza	Secretario General de Regulación
	Pedro Mejía	Director Relaciones Institucionales
Urbaser/Dragados	Angel Luis Bracho	Director Internacional de Administración y Finanzas

Referencias

- Barberis, N. y Thaler, R. 2002. *Survey of Behavioral Finance*. National Bureau of Economic Research, Paper No.9222
- Calderón, C. y Servén, L. 2002. *The Output Cost of Latin America's Infrastructure Gap*.
- Chislett, W. 2002. *La inversión española directa en América Latina: retos y oportunidades*. Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos.
- Berg, J, Dickhaut, J, McCabe, K. 1995. *Trust, reciprocity and social history*. Games and Economic Behaviour, num. 10
- Gómez-Ibáñez, José A. 1999. *The Future of Private Infrastructure: Lessons from the Nationalization of Electric Utilities in Latin America, 1943-1979*. Discussion Paper, Taubman Center for State and Local Government, John F. Kennedy School of Government.
- Shefrin, H. 2002. *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford University Press
- Van Huyck, J., Battalio, R. y Walters, M. 1995. *Commitment versus discretion in the peasant-dictator game*. Games and Economic Behaviour, num. 10
- Vernon, R. 1971. *Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of US Enterprises*. Longman.
- Williamson, O. 1975. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. The Free Press.