

LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN UN SECTOR LIBERALIZADO

P. RIVERO

INTRODUCCIÓN

Tal y como se enuncia en su exposición de motivos, la Ley 54/1997, del Sector Eléctrico, "se asienta en el convencimiento de que garantizar el suministro eléctrico, su calidad y su coste no requiere de más intervención estatal que la que la propia regulación específica supone".

Fruto de esta convicción es el confinamiento de la planificación estatal en las instalaciones de transporte y el abandono de "la idea de una planificación determinante de las decisiones de inversión de las empresas eléctricas". El entorno de decisiones de inversión marcado por la Ley 40/1994, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, basado en una "planificación de carácter básico", realizada por las administraciones públicas conforme a criterios de garantía del suministro, gestión integrada de recursos, mejora de la eficiencia de las instalaciones eléctricas, protección del medio ambiente y de los derechos de los consumidores y racionalización de la retribución de los costes, y sometida al control del Congreso de los Diputados desaparece y es sustituido "por una planificación indicativa de los parámetros bajo los que cabe esperar que se desenvuelva el sector eléctrico en un futuro próximo, lo que puede facilitar decisiones de inversión de los diferentes agentes económicos".

Por consiguiente, la decisión de restringir las competencias estatales en la industria eléctrica tiene uno de sus primeros efectos en la ampliación del campo de decisión de las empresas eléctricas hasta el espacio de la inversión en nueva capacidad de producción, lo que es habitual en otras industrias, pero constituye una novedad importante para la industria eléctrica.

En su decisión de invertir en instalaciones de producción, las empresas eléctri-

cas contarán con el auxilio de la planificación indicativa realizada por las administraciones públicas, también sometida al control del Congreso de los Diputados y realizada con criterios similares a los de la "planificación básica" anterior, pero, en última instancia, como corresponde a un entorno competitivo, la decisión de invertir pasa a formar parte de su exclusivo ámbito de responsabilidad y se tomará presidida por el criterio que rige todas las actuaciones de las sociedades anónimas, es decir, el de la creación de valor para sus accionistas.

LA DECISIÓN DE INVERTIR ORIENTADA A LA CREACIÓN DE VALOR

Existe una tendencia creciente a que en las empresas eléctricas los inversores particulares se vean sustituidos por inversores institucionales. Estos inversores institucionales son cada vez más exigentes, en el sentido de que requieren de los gestores de las empresas en las que invierten unas rentabilidades mínimas, porque también ellos mismos tienen que soportar cada vez mayores exigencias. Fondos de pensiones, fondos de inversión o compañías de seguros están obligados a garantizar a sus partícipes o accionistas altas rentabilidades de forma sostenida.

Esas altas rentabilidades son cada vez más difíciles de alcanzar en el contexto económico que afrontan las empresas eléctricas. La mayoría de las empresas eléctricas europeas se enfrentan a mercados maduros, en los que las perspectivas de crecimiento de la demanda son limitadas. Además, pese a las escasas oportunidades que ofrece el crecimiento de los mercados, nuevos participantes irrumpen en diversos segmentos de negocio, con la idea de aprovechar algunas nuevas tecnologías disponibles y sus co-

nocimientos de gestión para competir ventajosamente con las empresas ya establecidas.

Para contrarrestar las escasas oportunidades de negocio que ofrecen los mercados tradicionales y la creciente presión competitiva de nuevos agentes, las empresas eléctricas buscan mejorar su rentabilidad aprovechando las oportunidades que brindan los denominados mercados emergentes.

Por otra parte, las empresas tratan también de mejorar su rentabilidad por la vía de invertir en otros negocios en los que pueden aprovechar importantes economías de escala, generalmente negocios relacionados con prestaciones de servicios como el suministro de gas o agua o las telecomunicaciones. Surgen así las denominadas "multiutilities", como una de las respuestas posibles a la necesidad de incrementar las tasas de rentabilidad de las inversiones.

Tanto el interés por los mercados emergentes como el afán de aprovechar sinergias en el desarrollo de nuevas unidades de negocio significan nuevas oportunidades de inversión que requieren la movilización de cuantiosos recursos. Adicionalmente, en el negocio eléctrico, que aún constituye el segmento esencial de la actividad de las empresas son cada vez mayores las exigencias que clientes y reguladores plantean relacionadas con la calidad del servicio y su prestación de forma plenamente respetuosa con las restricciones medioambientales.

Las crecientes necesidades de inversión obligan a ser selectivos, a fin de evitar malgastar recursos. Las empresas deben clasificar sus proyectos de inversión de acuerdo con sus diferentes tasas de rentabilidad esperadas. Por debajo de un cierto "suelo" de rentabilidad no deberían acometerse los proyectos de inversión. Este "suelo" de rentabilidad representaría un coste de oportunidad, esto

es, la rentabilidad que los inversores podrían esperar obtener por su cuenta, comprando acciones o bonos de otras empresas con un nivel de riesgo asociado similar. Los proyectos con tasas de rentabilidad inferiores al "suelo" deberían rechazarse, pues los accionistas podrían obtener rentabilidades iguales o superiores en inversiones alternativas.

Una empresa que acometiera uno o varios proyectos de inversión por debajo del umbral de rentabilidad estaría retribuyendo a sus inversores por debajo del coste de los capitales utilizados. Dicho coste vendría dado por la rentabilidad mínima que los inversores podrían obtener en inversiones alternativas.

La empresa que no retribuye adecuadamente los capitales utilizados se expone al castigo de sus inversores. Puede que este castigo consista solamente en que los inversores retiren sus capitales de la empresa y los dediquen a otros fines, pero este no tiene porqué ser el caso más frecuente.

En la actualidad, ya se ha comentado que se da una marcada tendencia a incrementar la presencia de inversores institucionales en el accionariado de las empresas. Estos no se conforman normalmente con retirar sus capitales de las empresas mal gestionadas, pues con los volúmenes que alcanzan sus participaciones, ventas demasiado apresuradas pueden redundar en caídas significativas en los precios de los activos, que es lo que menos interesa a estos inversores. Por lo tanto, por el grado de compromiso asociado a la inversión realizada, estos inversores, antes de retirar sus capitales, tratan de retirar de la gestión de sus inversores a aquellos ejecutivos en los que han perdido su confianza y sustituirlos por otros que consideren más propensos a conseguir las rentabilidades que necesitan.

De la exposición hecha hasta ahora no parece que se deduzcan graves dificultades para determinar cuáles son las inversiones creadoras de valor. Los gestores de las empresas deben seleccionar aquellos proyectos de inversión en los que el descuento de los flujos de caja esperados ofrezca rentabilidades superiores al coste de los capitales empleados para su financiación o, dicho de otro modo, superiores a rentabilidades alternativas que los suministradores de fondos pudieran obtener en otras inversiones de riesgo similar. Los inversores deben situar sus capitales en aquellas empresas que, por medio de los dividendos pagados y las revalorizaciones de los títulos representativos de su inversión en los mercados en los que coticen, proporcionen rentabilidades superiores a inversiones alternativas.

Las dificultades se presentan cuando los inversores se plantean utilizar sus capitales en la compra de títulos que no cotizan en mercados o cuando los gestores de empresas o inversores se enfrentan con la decisión de invertir en proyectos o actividades en los que es difícil evaluar los flujos de caja esperados, lo que sucede cuando estas actividades consisten en servicios que no son objeto de transacción en un mercado. En tales casos resulta más complicado determinar qué actividades son creadoras de valor y deben mantenerse y qué actividades deben abandonarse.

Aparentemente, sólo puede hablarse de "creación de valor" cuando los negocios emprendidos aportan una corriente de dividendos y cotizan en un mercado, o cuando puede estimarse la corriente esperada de ingresos de una inversión a partir de la venta de sus servicios en un mercado en el que ya operan unidades similares. No obstante, la inversión en ac-

tuaciones dirigidas a la preservación del medio ambiente, en programas de formación del personal o en actuaciones que pretenden mejorar la imagen corporativa de las empresas pueden también ser "creadoras de valor", aunque sea más difícil de medir.

En esos casos, la labor de los gestores consiste en evaluar la capacidad de las actuaciones para satisfacer las necesidades de los diferentes "stakeholders" afectados (empleados, accionistas, clientes, reguladores, etc.), sin perder de vista que tales actuaciones deben también procurar la máxima eficiencia en términos de coste. Dado que estas evaluaciones son esencialmente subjetivas, es necesario recurrir a todas las técnicas disponibles para llegar lo más cerca posible de una verdadera medición.

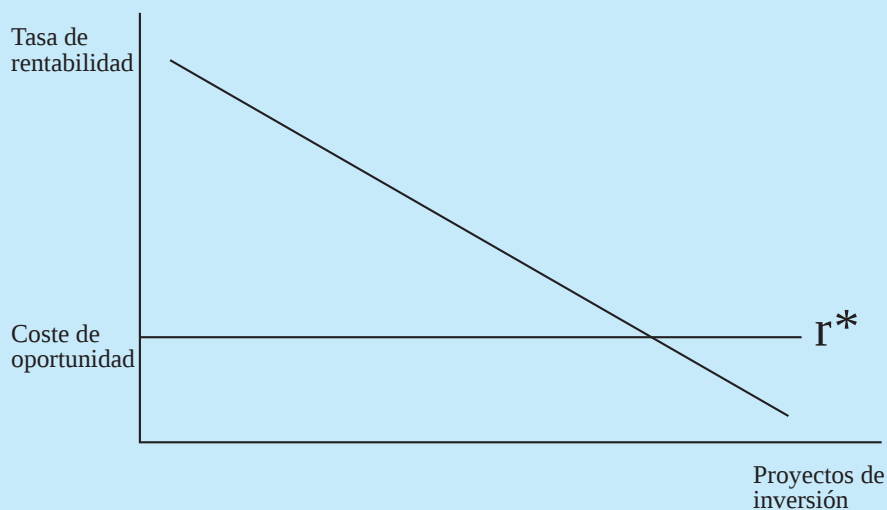
LAS NUEVAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

La creciente dificultad de encontrar las tasas de rentabilidad demandadas por sus inversores ha empujado a las empresas eléctricas a buscar nuevas oportunidades de negocio. Esa búsqueda se ha visto favorecida por el proceso de globalización y apertura de los mercados energéticos y, en particular, de los eléctricos.

En los países del centro y este de Europa, del sudeste asiático y de América Latina existe una evidente necesidad de modernizar y ampliar los sistemas energéticos, a fin de aportar la infraestructura necesaria para un crecimiento económico sostenido. En el caso de América Latina, según la Organización Latinoamericana de Energía, la potencia instalada es poco más de tres veces superior a la española para una población diez veces superior. Con una previsión de crecimiento del PIB del 4% anual, la demanda eléctrica debería aumentar un 6%, lo que obligaría a realizar, sólo en nueva potencia instalada, una inversión en torno a los 12.000 millones de dólares, sin contar las inversiones necesarias en mejora de los sistemas de transporte y distribución y de la gestión de las empresas.

Para evitar que los sistemas eléctricos constituyan una restricción al crecimiento económico de estas áreas, es necesario que alguien se comprometa a satisfacer las nuevas necesidades de capital, necesidades derivadas no sólo del crecimiento económico, sino también de exigencias medioambientales, de la necesidad de modernizar las infraestructuras de transporte y distribución para incorporar mayores niveles de calidad y seguridad en el suministro

SELECCIÓN DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN



y de la necesaria renovación de centrales para cumplir con unos mínimos de eficiencia.

En la mayoría de estas regiones la necesidad de recursos financieros es de tal magnitud que no puede ser acometida por los inversores nacionales, públicos o privados. De ahí la frecuencia con que se desarrollan procesos privatizadores en todos estos países, a la búsqueda de inversores extranjeros que aporten los fondos necesarios y que aporten también mejoras tecnológicas y de gestión.

Las empresas eléctricas españolas han sido protagonistas destacados de estos procesos, desarrollando una activa estrategia de internacionalización en la que la región de América Latina ha constituido un ámbito de selección preferente permitiendo un cierto aprovechamiento de sinergias.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Las empresas eléctricas españolas se desenvuelven en un entorno en el que la "planificación básica", o imperativa, ha sido sustituida por una planificación meramente indicativa, lo que significa que las decisiones de inversión pasan a formar parte de su ámbito de decisión autónomo, presidido por su obligación de bus-

car la mayor rentabilidad para sus accionistas.

Un entorno fuertemente competitivo, en el que las decisiones de inversión deben perseguir la mayor creación de valor posible obliga a ser muy selectivo. Sólo los proyectos que superen un cierto umbral de rentabilidad, marcado por las rentabilidades de inversiones alternativas, deben acometerse.

Ante este criterio de selección, la decisión sobre ciertas oportunidades de inversión en las que la evaluación de la rentabilidad no es inmediatamente mensurable plantea considerables problemas. En estos casos, no se puede eludir la decisión y debe tomarse recurriendo a todos los indicadores posibles de la capacidad de satisfacción de necesidades de las actuaciones y proyectos que se pretenden acometer.

En su búsqueda de oportunidades de negocio más rentables, las empresas eléctricas han concedido un interés preferente a los denominados mercados emergentes. Estos mercados prometen más creación de valor, pero sujeta a más incertidumbres que las que las empresas han estado acostumbradas a manejar. El resultado final de estas inversiones es básico en el diseño futuro de las empresas eléctricas españolas.



Pedro RIVERO TORRE es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la UCM y miembro de la Real Academia de Doctores.

A su responsabilidad como Vicepresidente Ejecutivo y Director General de UNESA, une su cargo como vocal de la Asamblea General y de la Junta Directiva de la CEOE. Es miembro del Consejo Consultivo de la CNSE, de UNIPEDE y de EURELECTRIC, y presidente de ASINEL, ADAE y AMYS.

Entre otros libros, es autor de "Cash-Flow, Estado de origen y aplicación de fondos y control de gestión", publicado por la APD, y de "Análisis de balances y estados complementarios", de Editorial Pirámide. Cuenta con la Cruz del Mérito Aeronáutico con distintivo Blanco de Primera Clase (Madrid, 24 de junio de 1986).