La percepción de los inversores de los riesgos regulatorios e institucionales en América Latina (y II)*

Emilio Ontiveros
Manuel Conthe
José Mª Nogueira
Analistas Financieros Internacionales
(Grupo Analistas)

A continuación reproducimos la segunda parte de este estudio, basado en entrevistas a quince altos directivos de las principales empresas españolas de infraestructuras presentes en América Latina. 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.

4. 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.

4.1. 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 tres o cuatro 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.

* Este artículo fue preparado por AFI y financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo para ser utilizado en la conferencia *El clima para las inversiones en infraestructura en América Latina*, que se celebró en Madrid el día 22 de enero de 2004. El equipo de trabajo que ha realizado las entrevistas y redactado el informe está compuesto por Emilio Ontiveros, Manuel Conthe y José María Nogueira. Las opiniones expresadas en el presente documento pertenecen a los autores y no necesariamente reflejan la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo.

En general, la reciente crisis de Argentina ha puesto de manifiesto la limitada autonomía del poder judicial frente al ejecutivo.

4.2. 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 indiciación de la tarifa de un servicio 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 medioambiental. Subrayan, por ello, la lentitud y complejidad de los tramites 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.

4.3. 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 bonos 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 en el Caribe, 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.

4.4. 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 (por ejemplo, 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 (quince 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, que 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.

4.5. 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 prometidas por el gobierno del presidente Fox.

> Colombia es, junto a Chile, uno de los países cuyo desarrollo institucional es mejor valorado por las empresas españolas

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 «autoproducción», 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 ultimo 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.

4.6. 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 energía eléctrica entre países. Por eso ponen sus esperanzas en el 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 en 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.

4.7. 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 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 gaseoducto 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).

4.8. 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.

> Las empresas españolas tienen muy pocas inversiones en infraestructura en Bolivia, Ecuador y Venezuela

5. 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.

5.1. 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 atribuirla 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).

5.2. 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: mantiene constante el poder adquisitivo en Chile de la moneda nacional–, 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*.

5.3. 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 volatilizad 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).

6. 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 publicas[1].

> El presidente Uribe encomendó a uno de sus consejeros, quien se ha ganado una merecida fama entre las empresas, la mejora de las relaciones con el sector privado

7. 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

[1] El ejemplo del alto consejero de Colombia, encargado de resolver conflictos con el sector privado, es un antecedente que los inversores entrevistados consideran satisfactorio.

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. ■

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.

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	96	7,4%
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
Gas Natural	José María Egea	Director Corporativo de Planificación
	Alberto Valdés	Director de Finanzas
	Gerardo Fernández	Planificación Internacional
Guascor	Enrique Ranedo	Adjunto a la Presidencia
Iberdrola	Íñigo 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	Ángel Luis Bracho	Director Internacional de Administración y Finanzas