

NOTA EXPLICATIVA I

**AUTORIZACIÓN DE DIVERSIFICACIÓN SOLICITADA POR
RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA: SUSCRIPCIÓN DE
AMPLIACIÓN DE CAPITAL DE *RED ELECTRICA
INTERNACIONAL, S.A.***

NOTA EXPLICATIVA I

AUTORIZACIÓN DE DIVERSIFICACIÓN SOLICITADA POR *RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA*: SUSCRIPCIÓN DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL DE *RED ELECTRICA INTERNACIONAL, S.A.*

1. INTRODUCCIÓN

1. El 7 de marzo de 2002 se ha recibido en la CNE un escrito, de fecha 6 de marzo, remitido por *RED ELECTRICA DE ESPAÑA, S.A. (REE)*, solicitando autorización a la CNE para suscribir ampliación del capital social de *RED ELÉCTRICA INTERNACIONAL, S.A. (REI)* por un importe total de 375 millones de euros.

2. Con fecha 25 de marzo de 2002 la Dirección de Regulación y Competencia solicitó a *REE* la siguiente información adicional, tanto de la propia compañía solicitante de la autorización como de su filial *REI*, que es la que va a realizar las inversiones desencadenantes de la solicitud:
 - Plan de inversiones de *REE* y *REI* para los próximos cinco años, detallándose las principales características de los distintos tipos de activo y la rentabilidad esperada de ellos.
 - Presupuesto del plan de negocios de las sociedades *REE* y *REI*.
 - Cualquier otra información que considere relevante.

3. Como contestación a esta solicitud, con fecha 4 de abril de 2002, se ha recibido en la CNE escrito de *REE*, en el que se detalla:
 - a) Plan de inversiones de *REE* y *REI* para los próximos cinco años, detallándose las principales características de los distintos tipos de activo y la rentabilidad esperada de ellos.
 - b) Plan de inversiones de *REI*, de carácter orientativo.
 - c) Principales magnitudes económico-financieras de *REE* para 2001-2002 y previstas hasta 2006.
 - d) Cuenta de pérdidas y ganancias de *REI* para 2001.

4. El Consejo de Administración de la CNE, en su sesión celebrada el 11 de abril de 2002, tras examinar la solicitud de autorización, acordó requerir de *REE* la remisión de información adicional:

- Planes de negocio (*Business Plan*) que alcance – como mínimo – los períodos 2002-2006, ambos inclusive, de las sociedades *REE* y *REI*.
 - Sistema de financiación de la ampliación de capital objeto de la petición de autorización de *REE*, especificando si dicha financiación será vía ampliación de capital de *REE*, o vía endeudamiento, así como detalle de los elementos básicos en cuanto a cantidades, fecha y plazos de ambos tipos de operaciones.
 - Previsión de efectos sobre la cuenta de resultados de *REE* del sistema de financiación previsto en el punto anterior durante los ejercicios 2002-2010.
 - Previsión de flujos económicos de la filial *REI* hacía la matriz *REE* vía dividendos u otros procedimientos posibles. Aseguramiento de dichos flujos para *REE*, así como los acuerdos societarios a adoptar para dicha garantía.
 - Fechas previstas de los acuerdos sociales a adoptar por los órganos de *REE* para la formalización de las garantías, compromisos y otros acuerdos detallados en los apartados anteriores.
 - Inversiones materiales a realizar por *REI* y riesgos asociados a ellas.
 - Cualquier otra información que considere relevante.
5. Con fecha 18 de abril de 2002, el Presidente de *REE* responde a la solicitud de información adicional efectuada por el Consejo de Administración de la CNE; esta respuesta está formada por una carta, dirigida al Secretario General y Secretario del Consejo de Administración, y un Anexo que consta de ocho apartados.

El primero de los epígrafes del Anexo –*Introducción*– pone de manifiesto, en primer lugar, que las inversiones de *REE* en el ámbito internacional son consecuencia del compromiso que adquirió el Estado cuando se produjo su OPV; en segundo lugar, afirma que, desde julio de 1999, momento en el que se produjo tal OPV, la estrategia de *REE* descansa en dos líneas de actuación: mejorar los niveles de calidad del servicio eléctrico y de rentabilidad de la actividad regulada, por un lado, y aumentar la base de negocio (abordando nuevas actividades) que proporcionen a los accionistas una rentabilidad complementaria, por otro. Más adelante se afirma que *REE* cuida de forma exquisita las relaciones con sus accionistas y con los *mercados* (término con el que supuestamente hace referencia a los agentes –analistas bursátiles, agencias de *rating*, bancos de inversión, auditoras, etcétera –que operan en los

mercados financieros) y cumple escrupulosamente sus responsabilidades formales y legales, entre las que se encuentra la de informar a la CNE. Finalmente, *REE* enfatiza que procura actuar con la prudencia y responsabilidad necesarias para que el desarrollo de las actividades no reguladas no suponga riesgo alguno para las actividades reguladas.

El segundo epígrafe del Anexo –*Planes de Negocio de REE y REI*- se divide en dos apartados, el primero dedicado a la compañía matriz y el segundo a la filial de actividades internacionales. El primer apartado suministra el programa de financiación del plan de inversiones (2002-2006):

Cabe señalar, además, que *REE* proporciona información sobre los ingresos, el beneficio operativo y los beneficios después de impuestos del trienio 2002-

CUADRO 1	PROGRAMA DE FINANCIACIÓN DEL PLAN DE INVERSIONES (2002-2006) DE						REE
	(millones de euros)						SUMA DEL QUINQUENIO
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Aplicaciones = Inversiones + Pago de dividendos = Orígenes = Amortizaciones + Beneficios distribuidos + Beneficios no distribuidos (Δ Fondos Propios) + Δ Endeudamiento							
Fondos Propios Endeudamiento							

2004.

El segundo apartado –*business plan de REI*- señala que *no existen unas proyecciones económicas futuras referentes a este negocio y relacionadas con los posibles inversiones a realizar con el capital solicitado, por no existir un grado de certeza aceptable de la configuración que podrían tener las empresas o activos a adquirir, los porcentajes de participación definitiva que REI podría alcanzar en las diferentes compañías o proyectos identificados y momento en los que las inversiones podrían materializarse.*

No obstante, *REE* informa, por un lado, que se ha abierto el proceso de análisis de ofertas para la concesión de *ETECEN* y *ETESUR* en Perú, empresas estatales de transporte eléctrico que alcanzan el 85 por ciento de la infraestructura de transporte. Por otra parte, *REE* recuerda que las oportunidades de inversión de *REI* son seleccionadas con el criterio de obtener una rentabilidad en torno al ... por ciento, incluido el *riesgo país*, y que en el proceso de aprobación de estas inversiones interviene muy directamente SEPI, como principal accionista de *REE* que es.

El tercer epígrafe –*Sistema de financiación*– explica cuales van a ser las fuentes de financiación con las que *REE* va a endeudarse por la cuantía de ... millones de euros. En este sentido *REE* estima que el 30 por ciento de la deuda se materializará con instrumentos financieros a corto plazo (pagarés y pólizas de crédito a corto plazo), un 50 por ciento adicional de los ... millones de euros se obtendrían previsiblemente en el *Banco Europeo de Inversiones (BEI)*, en condiciones, de plazo y de tipo de interés, muy flexibles. El restante 20 por ciento se obtendría emitiendo en el mercado nacional activos financieros a largo plazo o mediante préstamos sindicados.

El cuarto epígrafe mide la repercusión de la financiación ajena sobre la cuenta de resultados de *REE*. La respuesta de *REE* es, en primer lugar, que el aumento de endeudamiento de ... millones de euros producen unos gastos financieros de .. y .. millones de euros en el primer y segundo año, respectivamente, y de .. a partir del tercer año. En segundo lugar, *REE* señala que, en el período contemplado, no están previstos retornos de los negocios internacionales. Por último, *REE* señala que no avala ni garantiza operación alguna de sus filiales.

El quinto epígrafe –*flujos económicos de REI hacia REE*– se centra en dos aspectos. Por un lado, los recursos que pueda generar en el futuro *REI* serán reinvertidos en nuevas oportunidades de negocio y/o serán repartidos, como dividendos, a *REE*, como único accionista que es. Por otro lado, afirma que no es posible asegurar los flujos económicos derivados de los rendimientos de las inversiones. Además, *REE* señala que, independientemente del uso que se

haga de estos fondos, éstos quedarán contabilizados en el balance consolidado de *REE*.

El sexto apartado del Anexo de *REE -fechas previstas para los acuerdos sociales en los que se formalizarán las garantías-*, de acuerdo con lo indicado en el quinto apartado, afirma que los únicos acuerdos que el Consejo de Administración de *REE* adoptará son las inversiones y las ampliaciones de capital de *REI*, lo que ocurrirá después de que la CNE haya autorizado la solicitud objeto de este informe.

El séptimo punto del Anexo *-inversiones a realizar por REI-* señala que las inversiones que va a realizar *REI* son aquellas de las que se deriva esta autorización, que se incluyeron en la solicitud.

Finalmente, el Anexo de *REE*, respondiendo a la solicitud de la CNE de que exprese todo aquello que considere oportuno, señala que es conveniente la autorización de la solicitud con urgencia, ya que las licitaciones internacionales se producen con plazos muy ajustados.

6. El Consejo de la CNE, en la sesión celebrada el día 16 de mayo de 2002, acordó requerir a *REE* la remisión de información sobre la evolución prevista de los estados financieros de *REE* en el caso de pérdida total de la inversión en la filial *REI* objeto de autorización; asimismo, el Consejo de la CNE acordó convocar a la Dirección de *REE* a una reunión informativa, con el fin de aclarar extremos relativos al expediente, delegando en el Consejero ponente la determinación de la fecha de dicha reunión.

7. Con fecha 23 de mayo de 2002, y en respuesta a la carta de la CNE de 16 de mayo de 2002, *REE* recuerda que las proyecciones y el plan de inversiones fueron enviadas a esta Comisión el 18 de abril de 2002, incluyendo, entre otras, las siguientes hipótesis:

- desembolsos de capital de *REE* en *REI* por 345 millones de euros
- inexistencia de retornos de las inversiones que *REI* debería o podría hacer con los fondos aportados por *REE*.

Más adelante, REE afirma que ha realizado sus proyecciones desde una perspectiva lo más conservadora y prudente posible, no considerando retornos sobre las inversiones que REI pueda hacer con los fondos obtenidos con la ampliación de capital solicitada.

Asimismo, REE indica que *la evolución futura de los negocios en los que una empresa decide entrar o invertir en un momento determinado no se puede garantizar. Sin embargo, los riesgos se pueden minimizar con unos procesos de análisis y decisión correctos y en todo caso prudentes. En el caso que nos ocupa, y así se ha explicado anteriormente, las inversiones que REI pueda hacer en el futuro serán cuidadosamente analizadas y seleccionadas atendiendo a criterios de rentabilidad y bajo riesgo, esto último derivado de la propia naturaleza de las inversiones (transporte y operación de Sistemas Eléctricos) y de los mecanismos de retribución asociados y habituales para este tipo de actividad (regulada, referenciada en dólares, etc.).*

Indica también REE que *todas las inversiones son cuidadosamente analizadas además de por los responsables de REE, por la Comisión de Auditoría y por el Consejo de Administración antes de dar una aprobación definitiva a cualquier proyecto de inversión y en este proceso de revisión y aprobación interviene muy directamente SEPI como principal accionista de REE y representante del Estado. Además es importante remarcar que todas las inversiones aprobadas hasta ahora por el Consejo de Administración de REE, lo han sido por unanimidad.*

Con todo esto, en el caso de que las empresas en las que REI participe en un futuro tuvieran resultados negativos, el único impacto que tendrían los estados financieros de REE sería el de las provisiones contables que habría que dotar para recoger dichos resultados como un menor valor de la inversión realizada. Por tanto no afectaría a la situación financiera de la Compañía ni a su solvencia, pues el impacto financiero sí está incluido en los estados financieros desde el momento en que se considera el desembolso del capital.

8. El 27 de mayo de 2002 el Consejo de la CNE se reunió con los representantes de *REE*.

9. El 30 de mayo de 2002 *REE* remitió, con carácter confidencial, cuatro documentos: *Plan de negocio Transportadora de Electricidad, S.A. (TDE)* de Bolivia, *Plan de negocio Concesión ETECEN / ETESUR* de Perú, *Informe de JP MORGAN sobre el riesgo país de Perú* e *Instrucción Técnica de Red Eléctrica IN003: "Análisis de riesgos en ofertas y contratos"*.

Debe señalarse que el primero de estos cuatro documentos (el referido a Bolivia) no es objeto de análisis en este informe, ya que los recursos invertidos en el proyecto *TDE* son de los autorizados por la CNE, cuando este órgano regulador aprobó la constitución de *REI*.

10. El 31 de mayo de 2002, el Director Económico de *REE* remitió a la Dirección de Regulación y Competencia de la CNE un documento de *SCHRODER SALOMÓN SMITH BARNEY*, denominado *Proyecto Quechua*, en el que se analizan los riesgos principales asociados al proyecto de Bolivia.

11. El 3 de junio de 2002, el Director Económico de *REE* ha remitido la proyección de la cuenta de resultados del proyecto *ETECEN/ETESUR*, que completa el cuadro de la página 28 del *Plan de negocio ETECEN/ETESUR*, remitido el 30 de mayo.

12. El 4 de junio de 2002, el Director Económico de *REE*, a solicitud igualmente de la Dirección de Regulación y Competencia, ha remitido el contrato de concesión *ETECEN/ETESUR*.

13. El 4 de junio de 2002, el Presidente de *REE* se ha dirigido por carta al Presidente de la CNE, manifestando que para la inversión en Perú, correspondiente a la concesión de *ETECEN/ETESUR*, es necesaria una autorización para suscribir una ampliación de capital de *REI* de entre 215 y 225 millones de euros (frente a la solicitud inicial de 375). Además, el Presidente de *REE* afirma que las inversiones en la red de transportes española, previstas en

el actual plan de inversiones, tiene su financiación asegurada por la actual capacidad de endeudamiento de la matriz.

2. NORMATIVA APLICABLE

La Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del sector eléctrico, establecía en el artículo 8, primero, decimoquinta, que es función de la CNSE autorizar a las sociedades con actividades eléctricas que tienen la consideración de reguladas a participar en el capital social de cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil.

La Ley 34/1998, de 7 de octubre, del sector de hidrocarburos, en la disposición derogatoria única, establece que, a la entrada en vigor de la citada ley, queda derogado el artículo 8 de la Ley 54/1997, quedando sustituido por lo establecido en la disposición adicional undécima, tercero, primero, decimocuarta, que determina, igualmente, que es función de la CNE autorizar a las sociedades con actividades eléctricas que tienen la consideración de reguladas a participar en el capital social de cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil.

3. DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO DE CONCESIÓN / PRIVATIZACIÓN DE ETECEN / ETESUR DE PERÚ

La reforma del sector eléctrico peruano

En 1992 el Gobierno peruano creó la *Comisión de Promoción de la Inversión Privada (COPRI)*, ente autónomo interministerial formado por el Ministro de Energía y Minas, por el de Transportes y por el de Economía, siendo este último el que la preside. La finalidad de la *COPRI* es la promoción de la inversión privada en obras públicas de infraestructura y de servicios públicos que posteriormente son entregados en régimen de concesión.

En 1994 la Ley de Concesiones Eléctricas procede a la separación de la generación, el transporte (*transmisión*) y la distribución eléctrica.

ELECTROPERÚ, compañía eléctrica verticalmente integrada, se segrega en numerosas empresas tanto de generación como de distribución que posteriormente se privatizan. El transporte eléctrico actualmente está constituido por cinco compañías, dos de ellas empresas públicas –*EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA CENTRO NORTE, S.A. (ETECEN)* y *EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA DEL SUR, S.A. (ETESUR)*- y las tres restantes constituidas al amparo de tres concesiones *boot (build, operate, own, transfer)*, para construir líneas y subestaciones, otorgadas al *CONSORCIO TRANSMANTARO* (participado por la compañía canadiense *HYDRO QUÉBEC*), a *REDESUR* (participada por *REI*, filial de *REE*) y a *INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA PERÚ* (participada por la empresa colombiana *ISA*).

La privatización del sector eléctrico peruano

En 2000 el Estado peruano inicia el proceso de privatización de *ETECEN* y *ETESUR* que va a finalizar el 23 de julio de 2002. Este proceso de privatización consiste en que el Ministerio de Energía y Minas, en representación del Estado peruano, otorga a la sociedad ganadora una concesión por 30 años para la explotación de los bienes y activos de transporte eléctrico existentes. A diferencia de las otras tres empresas de transporte eléctrico (*CONSORCIO TRANSMANTARO, REDESUR* e *INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA PERÚ*), la sociedad que resulte concesionaria no tiene que construir las instalaciones objeto de la concesión, ya que éstas ya existen . Debe señalarse que los bienes y activos de transporte eléctrico, que continuarán siendo propiedad del Estado peruano, se transfieren, a la sociedad concesionaria, libres de cargas, gravámenes y obligaciones de cualquier naturaleza.

El operador precalificado adjudicatario

En este proceso de privatización hay tres *operadores precalificados*: la española *REI*, la canadiense *HYDRO QUÉBEC INTERNACIONAL* y la colombiana *INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA, S.A.* La concesión de los activos de *ETECEN* y *ETESUR* se adjudicará al precio más alto, que será el pago que el *operador precalificado* que resulte *adjudicatario* tiene que hacer al Estado peruano; el valor mínimo de esta cuantía es de 250 millones de dólares USA (equivalentes a 268,25 millones de euros)¹.

El *operador precalificado* que resulte *adjudicatario* debe:

- a) Constituir una sociedad en Perú, que será a la que se otorgue la concesión (*sociedad concesionaria*).
- b) Comprometerse a participar, durante 5 años, como mínimo, en un 25 por ciento del capital social de la *sociedad concesionaria*. Transcurrido este plazo, el Ministerio de Energía y Minas (en su calidad de concedente) puede autorizar que el *operador precalificado* que resulte *adjudicatario* reduzca su participación accionarial en la *sociedad concesionaria*. De cualquier modo, el *operador precalificado* que resulte *adjudicatario* se compromete a mantener el control efectivo (mayoría de votos en los órganos de decisión) de la sociedad concesionaria. *REI* ha pasado revista a diferentes empresas, candidatas a compartir el capital social de la *sociedad concesionaria*, no habiendo encontrado ninguna.

La sociedad concesionaria

¹ Todas las magnitudes monetarias que aparecen en la documentación remitida por *REE* vienen expresadas en dólares estadounidenses. En este informe todas las magnitudes monetarias están en euros, para lo que se ha utilizado un tipo de cambio 1 euro = 0,932 dólares.

La *sociedad concesionaria* se compromete a:

- a) Realizar inversiones por una cuantía de 16,1 millones de euros, consistentes en acabar obras en curso o previstas por *ETECEN* y *ETESUR*. Estas inversiones no tienen retribución, ya que están incluidas en el precio de la concesión:
 - Línea Zorritos-Zarumilla, para la interconexión con Ecuador, a finalizar en 30 meses, valorada en 13,41 millones de euros.
 - Cambio de conductores, en la línea Lima-Chimbote, a finalizar el 31 de diciembre de 2003, valorada en 720.000 euros.
 - Compensador de reactiva de 30MVAr, en la subestación de Montalvo, a finalizar en 24 meses, valorada en 1,72 millones de euros.
- b) Mantener el personal de *ETECEN* y *ETESUR* durante un año (durante 4 meses el personal directivo), pudiendo resolver los correspondientes contratos de trabajo cuando hayan transcurrido los mencionados plazos.
- c) Mantener un capital mínimo, suscrito y desembolsado, de 21,46 millones de euros.
- d) Entregar una garantía de fiel cumplimiento de 5,37 millones de euros.
- e) Contabilizar el precio adjudicado como intangible, que amortizará de acuerdo con los principios contables peruanos generalmente aceptados. Al final del período de concesión, el Ministerio de Energía y Minas (en su calidad de concedente) pagará a la sociedad concesionaria el valor neto contable del intangible.

- f) Operar exclusivamente los bienes de la concesión, no siendo responsable de capacidad adicional, aunque cada dos años propondrá las inversiones que considere necesarias para prevenir la congestión del sistema; en el caso de que el Ministerio de Energía y Minas (en su calidad de concedente) autorice inversiones adicionales también establecerá una remuneración adicional.

El contrato de concesión

El *contrato de concesión* establece que:

- a) El plazo de la concesión es de 30 años, contados a partir de la fecha de cierre (23 de julio de 2002).
- b) Tiene rango de contrato Ley, al amparo del artículo 62 de la Constitución y del artículo 1.357 del Código Civil, por lo que el régimen de tarifas establecido no es susceptible de modificación por disposiciones legales posteriores a su celebración.
- c) La sociedad concesionaria recibirá una *remuneración anual garantizada* (RAG) de 62,92 millones de euros, actualizada anualmente con el índice de precios de EE.UU. *finished goods less food and energy* (equivalente al índice de precios español que permite calcular la *inflación subyacente*). La RAG no variará por mejoras, por cambio de categoría de instalaciones, por cambios de tecnología, por cambio de los precios unitarios de adquisición, montaje, construcción, instalación o mantenimiento.
- d) La RAG, aunque se cobra en soles, está denominada en dólares. Dado que, al cabo del año, se producirán varios pagos del RAG, existe la posibilidad de que la suma de tales pagos sean inferiores a la denominación en dólares, como consecuencia de que el tipo de cambio

de todos, o de algunos, de los días de pago sean bajos. Si esto ocurriese, al final del año, se compensaría a la *sociedad concesionaria* por la diferencia, asegurándose así el cobro del RAG total denominado en dólares.

- e) El Estado se reserva, sin restricciones, el uso de 4 fibras ópticas oscuras en cada tramo instalado.
- f) Se autoriza a la sociedad concesionaria a desarrollar como servicios complementarios todas aquellas actividades que pueda desarrollar, incluyendo el servicio de telecomunicaciones, de acuerdo con las leyes aplicables y siempre que no se afecte el servicio de transmisión eléctrica.
- g) En caso de terminación del contrato de concesión por voluntad del Ministerio de Energía y Minas (en su calidad de concedente), la sociedad concesionaria será indemnizada por la mayor de las dos cantidades siguientes: *valor neto contable de la concesión, valor actual de los flujos de caja remanentes.*

4. ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN

El método utilizado para valorar la inversión, consistente en la explotación de los bienes y activos de transporte eléctrico que actualmente constituyen las empresas públicas *ETECEN* y *ETESUR*, es el de *descuento de los flujos de caja*.

Para efectuar la valoración se han realizado proyecciones a 30 años, tanto de ingresos como de gastos, expresados en soles, que posteriormente se han convertido en dólares estadounidenses al tipo de cambio del período respectivo.

Para descontar los flujos de caja, expresados en dólares, obtenidos de las citadas proyecciones, operación necesaria para conocer el valor actual del

proyecto de inversión, se ha utilizado como tasa de descuento un *WACC* (*coste medio ponderado de capital*) del .. por ciento.

En el capítulo de *ingresos* hay que distinguir dos fuentes principales:

- ✓ La RAG, que, representando el 95 por ciento de los ingresos totales, es de casi .. millones de euros y crece a un 2,1 por ciento anual.
- ✓ Otros ingresos, provenientes de servicios prestados a terceros en concepto de mantenimiento de líneas y subestaciones, que crecen a un 3 por ciento anual.

En el capítulo de *costes* se pueden distinguir cinco categorías:

	ESTRUCTURA PORCENTUAL (%)
Costes de personal	34
Costes de gestión	23
Costes de operación y mantenimiento	18
Costes de seguros	15
Otros costes (tributos y cánones)	10
	100

La *sociedad concesionaria*, que parte con 443 empleados, llegará en 2019 a 278. Debe señalarse, además, que la sociedad concesionaria pagará a *REE* un *fee* de gestión del ... por ciento de los ingresos durante los primeros 5 años y del .. por ciento durante el resto de la vida de la concesión.

A partir de tales proyecciones de ingresos y gastos, el documento remitido por *REE*, que complementa el de la página 28 del *Plan de negocio Concesión ETECEN/ETESUR*, presenta la proyección de la cuenta de resultados. En ella se puede comprobar que la rentabilidad de la inversión se obtiene por tres vías: la rentabilidad del propio proyecto, el descuento impositivo por inversión en el

extranjero y el *fee* de gestión por el *know-how* de la matriz. Debe tenerse en cuenta, además, que la rentabilidad del proyecto está influida por su estructura de financiación, de modo que, cuanto mayor es la proporción de los recursos ajenos, mayor será la rentabilidad del proyecto, ya que estos recursos exigen una retribución inferior a la de los recursos propios.

5. LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL DE REI

La autorización de la CNE para que *REE* suscriba la ampliación de capital de *REI* está limitada a que ésta sea destinada para el concurso internacional de Perú *ETECEN/ETESUR*.

REE solicita suscribir una ampliación de capital de *REI* de 215 millones de euros. Con estos recursos, *REI*, a su vez, suscribiría una ampliación de capital de la misma cuantía de la *sociedad concesionaria*; ésta, con estos recursos y con el correspondiente crédito, pagaría al Estado peruano el precio de la concesión. Suponiendo que el precio de la concesión fuera de 300 millones de dólares (equivalentes a 322,6 millones de euros), los 215 millones de euros supone un apalancamiento del 33 por ciento.

6. CONCLUSIONES

La Dirección de Regulación y Competencia estima oportuno realizar las siguientes consideraciones:

En primer lugar, como esta Dirección ha puesto de manifiesto en varias ocasiones, *REE* se encuentra en una situación financiera tal que la realización de su plan de inversiones, financiado con el programa comunicado a la CNE, no pone en cuestión la solvencia de la compañía.

En segundo lugar, esta Dirección también ha manifestado que el aspecto más problemático del plan de inversiones en diversificación de *REE* estriba en el *riesgo-país* de las economías receptoras de las inversiones. Además, esta Dirección ha reiterado que, cualquier pronunciamiento sobre el *riesgo-país* sólo podrá tomarse en consideración si emana de sociedades financieras especializadas.

En este sentido, debe señalarse que el documento remitido por *REE* a la CNE, sobre el *análisis de riesgo Perú*, elaborado por *JPMorgan*, pone de relieve que los inversores realizan una creciente diferenciación entre los distintos países latinoamericanos:

Históricamente, los países de América Latina han experimentado un número importante de crisis, tanto políticas como económicas, que no sólo han afectado a países en particular, sino que sus efectos han contagiado a otros países de la región. El efecto tequila en México, la devaluación del real en Brasil o el “default” de la deuda ecuatoriana han generado la salida de capitales de la región e incrementado el riesgo percibido por los inversores en toda América Latina. En los últimos años, sin embargo, varios países latinoamericanos han implementado reformas estructurales que les han permitido no sólo mejorar su situación económica interna, sino al mismo tiempo desligarse de las situaciones individuales de sus vecinos en el continente. Más importante aún, los inversores han aprendido a reconocer los logros de estos países y, por ende, a diferenciar el riesgo de cada país del riesgo-región. Países como México, Brasil, Chile y Perú se han mostrado como claros ejemplos de esta nueva tendencia al no haber sido afectados significativamente por las fuertes crisis políticas y económicas que sobreviven Argentina y Venezuela. A diferencia de períodos anteriores, los indicadores de riesgo-país se han segregado claramente entre los países que los inversores perciben como ganadores o perdedores.

En definitiva, como el mismo informe de *JPMorgan* señala:

A pesar de que el Perú ha experimentado un período de cambios de carácter político en los últimos años, la política económica iniciada por Fujimori a principios de la década de los noventa ha sido mantenida por sus sucesores y ha conseguido que el Perú sea considerado como uno de los países con mejores perspectivas de crecimiento en la región. Esta situación se ve evidenciada en la positiva reacción de los inversores a la emisión de los bonos soberanos peruanos realizada a principios del año 2002.

Para finalizar con estas consideraciones, debe señalarse que el documento *Plan de negocio concesión ETECEN/ETESUR* contiene un completo análisis de todos los riesgos que pueden asociarse a este proyecto de inversión: riesgo político, económico, financiero, de terminación del contrato, comercial, de desastres naturales, de terrorismo, de operación y mantenimiento, medioambiental, de inversiones, de penalizaciones y de la ley antimonopolio. La conclusión que se obtiene de la lectura de todos los pronunciamientos es que estos específicos riesgos son asumibles e incorporables (y, por ello, se han incorporado) en la tasa de descuento.

En tercer lugar, la Dirección de Regulación y Competencia considera muy importante señalar que existen mecanismos contables y regulatorios para que un eventual quebranto (parcial o total) de esta inversión en diversificación repercuta exclusivamente en los accionistas y no en los consumidores.

Para ello, como es sabido, una evolución de las inversiones en Perú no tan positiva como la inicialmente prevista exigirá, como consecuencia de la obligada aplicación del principio contable de prudencia, reducir el valor contable de los títulos de *REI* que figuren en el inmovilizado financiero de *REE*. Esta reducción del valor se materializa con la dotación de una provisión. Esta provisión se calcula atendiendo a la cuantía de los fondos propios de la sociedad participada (*REI*) en el momento del cierre de cada ejercicio. Cuando se contabilice la provisión, el gasto se registrará en la cuenta de resultados, afectando con ello a los beneficios y a los accionistas.

Por todo ello, la Dirección de Regulación y Competencia no encuentra obstáculo alguno que impida o desaconseje que *REE* suscriba la ampliación de capital de *REI* de 215 millones de euros, exclusivamente para hacer frente al concurso internacional de la concesión de Perú *ETECEN/ETESUR*.

Sin embargo, esta Dirección considera necesario subordinar esta autorización a las siguientes condiciones:

1. Esta autorización de ampliación de capital en *REI* quedará anulada si esta empresa no fuera el operador adjudicatario, del concurso internacional de la concesión de Perú *ETECEN/ETESUR*.
2. *REE* debe enviar a la CNE, con periodicidad semestral, tanto el balance como la cuenta de resultados de *REI*.
3. *REE* debe remitir a la CNE, con carácter semestral igualmente, información suficiente para comprobar el grado de cumplimiento del plan de negocios del proyecto de inversión *ETECEN/ETESUR*.

REE debe comprobar, al finalizar cada ejercicio económico, que el valor de sus participaciones accionariales no se ha visto reducido. En caso contrario, debe dotar, al efecto, una provisión que debe registrarse como gasto en la cuenta resultados.