



ENAP: ¿RETORNO DE LA EMPRESA ELÉCTRICA ESTATAL?

Agosto 2015

En octubre del 2014 el Ejecutivo ingresó al Congreso un proyecto de ley misceláneo que comprende franquicias tributarias para sistemas solares térmicos, modificaciones a la ley de concesiones eléctricas¹ y un cambio en el rol de la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP). Este proyecto se encuentra iniciando el segundo trámite legislativo en el Senado². El tema más controversial ha sido la ampliación del objeto social de la ENAP a actividades relacionadas con la generación eléctrica, lo que ha motivado una serie de cartas y columnas en diversos medios de prensa, tanto a favor como en contra de la medida.

En nuestra opinión, la propuesta de ampliación del giro de la ENAP a la producción, transmisión y comercialización de energía eléctrica no aparece justificada en el proyecto de ley y, de acuerdo a los antecedentes que expondremos, resulta más bien inconveniente. Es más, es lamentable que el Estado promueva como solución a la estrechez energética la acción de ENAP como actor del mercado. Impulsar la concreción de nuevos proyectos de generación no pasa por que intervenga el Estado en esta actividad, sino que se destraben los proyectos privados que hay en carpeta y se otorguen las condiciones necesarias para el desarrollo de nuevos proyectos de iniciativa privada. La incursión de ENAP en el negocio puede tener efectos indeseados en el mercado y, consecuentemente, también en sus dueños que son todos los chilenos.

Antecedentes Generales

La política eléctrica que ha seguido Chile ha funcionado y ha permitido atender eficientemente una demanda que se multiplicó por 4 entre 1990 y 2014. Sin embargo, resulta evidente que la situación se ha vuelto más compleja, no por falta de interés de los privados, sino por la dificultad que han enfrentado para emprender proyectos de generación y líneas de transmisión. Ni los análisis encargados por el Ministerio y la Agenda de Energía lanzada el año pasado ni la evaluación de los expertos consideraban un problema la falta de un actor estatal en el mercado eléctrico.

Por el contrario, el diagnóstico general coincidía en identificar las trabas existentes para la realización de proyectos energéticos tanto por parte de actores nuevos como incumbentes. Estas dificultades incluían falencias y retrasos en las evaluaciones ambientales y en las consultas indígenas, ambos a cargo de la administración. Por su parte, la incertidumbre se ha visto exacerbada por decisiones discrecionales de la autoridad que ha echado por tierra proyectos desde Barrancones hasta HidroAysén, incluyendo inversiones de menor envergadura y rechazo social que se retrasan por indecisiones estatales. El activismo judicial imperante también ha alentado la paralización, al revertir permisos aprobados. Y la autoridad ha preferido en ocasiones escuchar a quienes gritan en las calles antes que garantizar las condiciones necesarias para que millones de silenciosos ciudadanos dispongan de energía eléctrica al menor precio posible.

¹ Extensión de posibilidad de caución cautelar en los juicios posesorios para el caso de proyectos de energías renovables no convencionales.

² Boletín N°9628-08.



Ahora bien, el resultado de la última licitación para el suministro de energía eléctrica para clientes regulados representó una buena noticia en este deteriorado ambiente. No sólo se presentaron un número importante de oferentes, sino que además se logró adjudicar buena parte de la energía requerida a un precio promedio menor al observado en la licitación anterior. Lo anterior respondió, por una parte, a las mejoras de diseño del proceso de licitación y, por otra, a los positivos gestos que dio la autoridad para el desarrollo de inversiones (por ejemplo, el explícito apoyo a la central Alto Maipo y a la interconexión de los principales sistemas eléctricos del país), lo que generó un ambiente favorable para el ingreso de nuevos actores y el desarrollo de nuevos proyectos.

Este resultado conlleva una lección importante: cuando hay voluntad política para destrabar obstáculos y se generan las condiciones propicias para el desarrollo de inversiones, la reacción del mercado no tarda en llegar y surgen propuestas que generan valor, empleo y oportunidades. Esa es la esencia de una efectiva alianza público-privada, que descansa en la certeza jurídica y la confianza para el despliegue de la actividad privada. Lo anterior dista de la propuesta del proyecto de ley que plantea como solución para impulsar el desarrollo de nuevos proyectos la incursión de la estatal ENAP en el negocio eléctrico.

El rol de ENAP en la Generación Eléctrica

La participación de ENAP en la generación eléctrica se ha querido justificar en la insuficiencia de proyectos y el rol de “viabilizador” de iniciativas de generación que pudiera tener la estatal³. Sin embargo, sobran argumentos para oponerse a la participación de ENAP en el sector eléctrico.

1. ENAP no tiene experiencia en generación eléctrica: ENAP no tiene experiencia en el rubro, pues solo ha participado de una central de cogeneración que opera su socio⁴. Preocupa, por tanto, que se anuncie su incursión en el mercado de la generación eléctrica, actividad donde la estatal no tiene ventajas competitivas, pese a lo cual, de acuerdo a declaraciones de la autoridad, apuntaría a “aportar 940 megavatios a la matriz energética a 2025”⁵.

2. ENAP no debiera tener privilegios: no se advierte ventaja alguna de la participación de la estatal, salvo que estemos pensando en favorecer los proyectos donde ésta participa, lo cual suena poco competitivo. En efecto, la pregunta que cabe es cuál sería el beneficio de que ésta participe de los proyectos privados. Se ha querido argumentar que ello facilitaría el desarrollo de proyectos; pero entonces, eso supone que por el solo hecho de tener participación el Estado en un proyecto de inversión éste contaría con una ventaja para su realización. ¿Qué ventaja sería esa? ¿Acaso no debe cumplir con los mismos trámites de aprobación ambiente y sectorial y enfrentar igualmente el posible descontento de las comunidades que se sienten afectadas? Volvemos al tema antes tratado,

³ Carta en El Mercurio del Gerente General de ENAP Marcelo Tokman “Enap en la Generación Eléctrica”, 4 de abril del 2015.

⁴ Se trata de Petropower Energía Ltda, donde ENAP tiene 7,5% de la propiedad, ENAP Refinerías otro 7,5% y Energía Holding KLC (Ex - Foster Wheeler Coque Verde) el 85% restante.

⁵ “Directorio de ENAP aprueba Plan Estratégico 2014-2025 con inversiones de US\$ 800 millones anuales a 2020”, 4 de septiembre del 2014, www.enap.cl

cual es que el Estado se debe preocupar de generar las condiciones necesarias para el desarrollo de proyectos de iniciativa privada –para lo cual debe perfeccionar procedimientos, agilizar trámites y consolidar la institucionalidad - y no transformarse en un actor más del mercado.

3. Podría inhibir el desarrollo de proyectos 100% privados: puede ocurrir que ante la incursión de la ENAP gestando y promoviendo proyectos bajo el esquema de participación minoritaria, se desincentive el desarrollo de proyectos 100% privados, pues los inversionistas pueden percibir que competirán con desventaja frente a los gestados por la estatal. De ello seguiría que privados prefieran acoplarse a estos últimos antes que competirles, lo cual anularía en la práctica el efecto competitivo del sector privado y terminaríamos con un sector generador planificado por el Estado a través de ENAP, con todas las ineficiencias que ello conlleva en el largo plazo. Es más, el tan anunciado interés de empresas extranjeras por entrar al mercado eléctrico de la mano de la empresa estatal parece develar justamente que en Chile el desarrollo de proyectos 100% privados se ha vuelto una odisea. ¿Se espera, entonces, un trato diferenciado?

4. Podría generar empresas de generación 100% públicas: el proyecto de ley originalmente tenía la precaución de limitar la participación de la estatal en proyecto de generación a un porcentaje inferior a 50%, lo que entregaba una señal de que su participación sería más bien minoritaria en estos proyectos. Lo anterior habría sido más convincente si se hubiese propuesto que ENAP no pudiera participar del control de la empresa o proyecto de acuerdo a la definición de la Ley de Mercado de Valores, ya que es posible controlar una compañía con menos del 50% de acuerdo al Artículo 97 de la Ley N° 18.045⁶.

La versión original del proyecto sufrió, sin embargo, cambios en la dirección opuesta dado que Parlamentarios de la Nueva Mayoría presionaron para aumentar el porcentaje de participación de ENAP en los proyectos de generación. Así es como el Ejecutivo propuso una indicación, que fue rechazada en la Comisión de Minería y Energía pero aprobada en la Sala de la Cámara, en la que se establece que ENAP podrá participar de sociedades hasta el porcentaje de propiedad que no le permita aprobar por sí sola las decisiones más relevantes de la junta extraordinaria de una sociedad anónima. Eso, en la práctica eleva la participación posible de ENAP hasta un 66,65%. El Ejecutivo introdujo algunos supuesto resguardo, como que se requiera de la aprobación previa de Ministerio de Hacienda y de informes económicos y financieros del proyecto de generación eléctrica elaborados por el Ministerio de Energía para alcanzar una participación igual o superior al 50%. Este no es suficiente pues, en definitiva, está consagrando una obligación que siempre debe cumplirse de acuerdo al artículo 3° del decreto ley N° 1.056 de 1975, del Ministerio de Hacienda, que

⁶ Artículo 97 de la Ley N° 18.045: “Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad. Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados en las letras anteriores, cada una de ellas se denominará miembro del controlador. En las sociedades en comandita por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor.”

determina normas complementarias relativas a la reducción del gasto público y al mejor ordenamiento y control de personal, al cual ya se encuentra sometido.

Existe por tanto un serio riesgo que se presione por mantener el control de los proyectos, en cuyo caso podríamos terminar legislando para volver a tener empresas de generación 100% públicas, con las correspondientes ineficiencias que ello conlleva. Por otro lado, aun manteniendo la condición minoritaria – en cuyo caso los proyectos tendrían que pasar la prueba de que ENAP encuentre socios privados que inviertan la porción mayoritaria, lo que no debiera ocurrir si los proyectos son malos - no hay razón que justifique que la estatal mantenga representación en los directorios de un número creciente de iniciativas privadas.

5. No aumentaría la competencia ni reduciría los precios: la participación de ENAP no aumentaría la competencia, como algunos han pretendido. Hay que entender bien las razones detrás de la supuesta falta de competencia que hay en este mercado, y que no son otras que la dificultad que encuentran los proyectos para su realización, ya sea que provengan de actores existentes o nuevos entrantes. Luego, si el gobierno está preocupado por la competencia, lo que tiene que hacer es destrabar los obstáculos que hoy dificultan la concreción de proyectos. Cabe, en todo caso, destacar que en toda venta de activos eléctricos existentes, efectuada en los últimos años, se ha observado un proceso altamente competitivo y con muchos participantes, lo que contraviene la percepción de falta de competencia en este mercado. Tampoco se advierten razones para que su incursión en este negocio tenga un efecto sobre los precios. Más bien el efecto puede ser contrario, en la medida que la incursión de la estatal desincentive los proyectos privados.

6. Podría atentar contra la neutralidad tecnológica: tampoco resulta conveniente que ENAP se focalice el desarrollo de ciertas fuentes de energía, como el gas, puesto que ninguna tecnología debiera ser privilegiada por sobre otra. La neutralidad tecnológica ha sido clave en el desarrollo del mercado energético y esencial para acomodar situaciones críticas, como los recortes de gas, las sequías o el alza de precios de los combustibles. Son las señales de precios y las decisiones de inversión a riesgo que toman los privados las que mejor resuelven cual es la asignación óptima de recursos, lo que también se cumple en el caso del mercado energético. En la medida que se favorece una tecnología sobre otra se puede terminar promoviendo un resultado más caro e ineficiente para el sistema, lo que redundaría en mayores costos de la energía. Lo anterior es particularmente pertinente considerando que se quiere impulsar a ENAP a ser un actor clave en la licitación del 2016, donde al parecer existe mayor reticencia de los actores a participar en bloques horarios.

7. ENAP no cuenta con un adecuado gobierno corporativo: se mantiene la deuda pendiente de mejorar el gobierno corporativo de ENAP, lo que al menos en parte ayudaría a reducir el riesgo de una gestión inadecuada de la estatal. Sin embargo, el proyecto de ley ingresado para tales efectos en marzo del 2014 por la administración anterior fue retirado por el gobierno actual. Cualquier inyección de nuevos recursos (como la capitalización anunciada para el 2016 de US\$400 millones) debiera necesariamente ir acompañada de la modernización de su gobierno corporativo. Solo de esa forma existiría alguna garantía de que la estatal no termine siendo instrumentalizada para lograr fines meramente políticos.

El prontuario financiero de ENAP

Un argumento adicional - y particularmente importante - para rechazar la incursión de ENAP en el mercado de la generación eléctrica es su debilidad financiera. En efecto, la estatal cuenta con una estructura de capital insostenible para cualquier empresa del sector privado, lo que lleva a cuestionar que se le quiera exponer a invertir recursos en un negocio que no es parte de su competencia.

Los resultados de ENAP en el 2013 fueron US\$ 132 millones, con un EBITDA⁷ de US\$ 678 millones. Este EBITDA (que representó un 6% de las ventas totales) fue el más alto en los últimos 10 años, período en que promedió algo menos de US\$ 350 millones anuales. La mayor disrupción se dio el año 2008 en que ENAP presentó pérdidas por alrededor de US\$ 1.000 millones y un EBITDA de US\$ -641 millones. Esta situación llevó a la empresa a experimentar una quiebra técnica, donde la deuda financiera se elevó sobre 12 veces su capital.

Las mejoras de gestión y de la política de cobertura de riesgos implementadas durante la administración anterior⁸ no fueron suficientes para revertir el mal prontuario financiero de la estatal. A fines del 2013, ENAP presentaba una deuda cercana a los US\$ 3.900 millones y un patrimonio de US\$ 231 millones. La clasificadora de riesgos S&P la calificaba con riesgo BBB- y únicamente el aval del Estado le permitía no caer en la condición de riesgo especulativo (clasificación B). Los altos costos de intereses de la deuda y los planes de inversión en explotación y refinación (US\$ 470 millones el año 2013) limitan la generación de caja. Por ejemplo, el año 2014 la compañía generó flujo de caja por las actividades propias de su operación por US\$ 421 millones y destinó US\$430 a inversión. Esto significa que en caso de incrementar la inversión, la única posibilidad es seguir incrementando la deuda. Lo anterior revela que ENAP no tiene la capacidad financiera para incursionar en nuevas inversiones; de hecho, difícilmente logra solventar las deudas acumuladas.

Pese a lo anterior, a partir del año 2014 y bajo el plan de desarrollo energético propuesto por el gobierno, ENAP informó que aprobaba un programa de inversión de US\$ 800 millones anuales hasta el 2020 - un 60% por sobre sus inversiones históricas - para fortalecer sus negocios de refinación de crudo y exploración de gas y petróleo. Estos recursos buscarían, según se señaló, mejorar la situación financiera de la compañía (que destina alrededor de US\$180 millones anuales al pago de intereses) y potenciar áreas productivas, como la exploración y producción de hidrocarburos en la región de Magallanes, realizar adecuaciones ambientales y participar de la generación de energía, principalmente en base a gas. Para financiar el Plan Estratégico se anunció que se buscaría duplicar el EBITDA de la compañía de aquí al 2019.

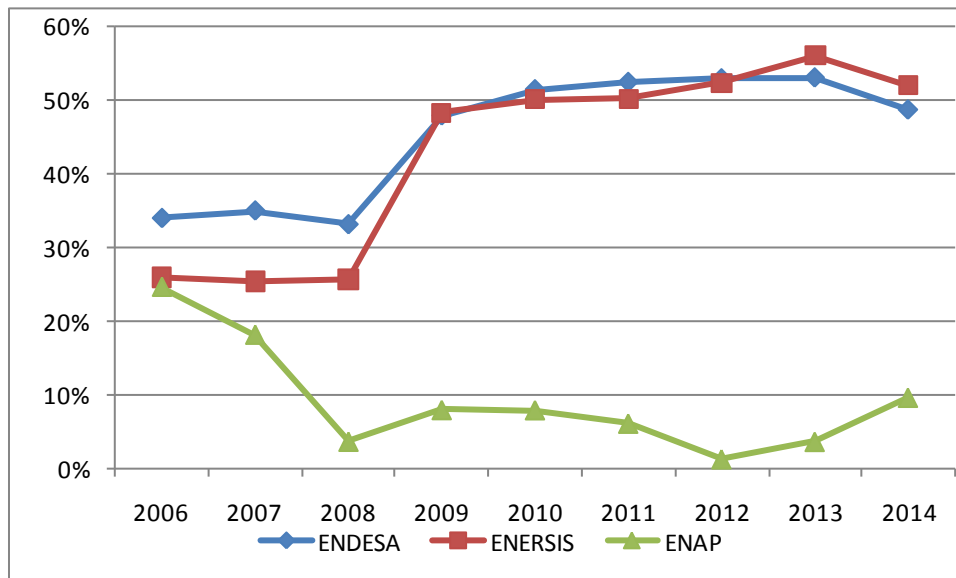
⁷ El EBITDA es un indicador financiero que representa el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (en inglés, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization). Para el caso de ENAP, incluye ingresos y costos variables como importaciones de crudo, energía, distribución de combustibles y extracción de hidrocarburos en pozos petroleros.

⁸ Se redujo al mínimo el riesgo de precio del crudo con una cuantificación fidedigna de inventarios y una política de cobertura adecuada, se desarrolló el mercado del gas natural suscribiendo contratos de venta de GNL con actores del sector eléctrico, se incrementó la tasa de utilización de las refinerías y se inició la explotación del “tight gas” en Magallanes.

La gran pregunta es cómo se lograría lo anterior, puesto que la historia no avala dicho optimismo. En particular, dado el nivel de EBITDA promedio de la estatal y los altos costos financieros de la deuda, resulta arriesgado comprometer montos tan elevados de inversión, puesto que elevarían su nivel de endeudamiento y arriesgarían su sustentabilidad en el tiempo. Como se ha dicho, ENAP no es precisamente una compañía que disponga de solidez financiera para realizar inversiones tan elevadas. Para corroborarlo, basta mirar algunos indicadores.

Por una parte, la estatal presenta una bajísima relación de patrimonio sobre activos, lo que refleja un nivel de endeudamiento insostenible. Puesto en términos simples, si fuera una empresa privada, estaría quebrada. Y si la colocación de bonos del 2014 fue a tasas bajas es porque existe un aval implícito del Estado por ser una empresa pública. Si se tratara, en cambio, de una empresa privada, con estos resultados, nadie le prestaría la plata.

Gráfico N°1: Patrimonio Sobre Activos de Empresas de Energía
EL ENDEUDAMIENTO DE ENAP SERÍA INSOSTENIBLE EN UNA EMPRESA PRIVADA

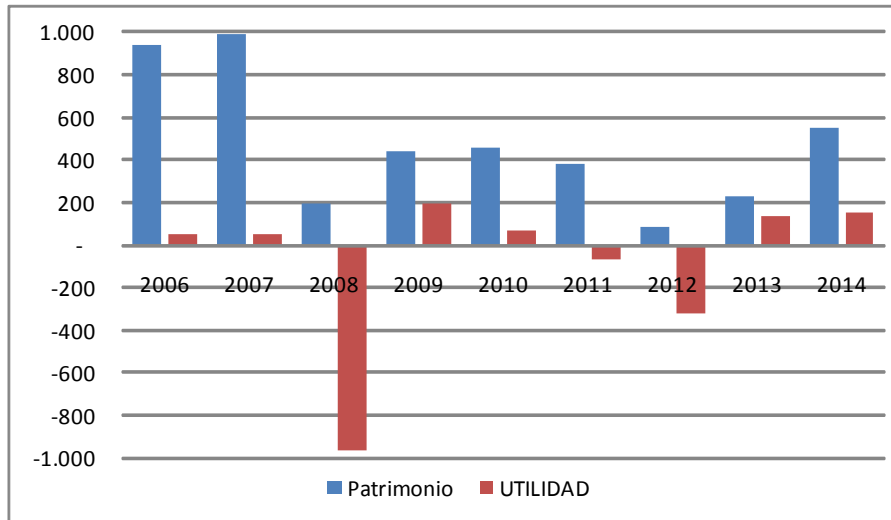


Fuente: Balances disponibles en SVS

Por otra parte, ENAP ha tenido una utilidad promedio negativa en los últimos 9 años, alcanzando en este período una rentabilidad sobre el patrimonio de -16,3%. Los datos demuestran que difícilmente se podría argumentar que ha sido un buen negocio para los chilenos inyectar recursos adicionales a la estatal⁹.

⁹ La autoridad anunció para el 2016 un aumento de capital de US\$ 400 millones para ENAP.

Gráfico N°2: Patrimonio y Utilidades ENAP (USD MM)
LA RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO PROMEDIA -16,3% EN ÚLTIMOS 10 AÑOS



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
EBITDA	485	513	- 641	546	402	372	57	678	621	337
UTILIDAD	51	50	- 960	196	70	- 67	- 320	132	155	- 77
Patrimonio	939	990	196	444	456	381	83	231	546	474
										ROE
										-16,3%

Fuente: Balances y EERR disponibles en SVS

Al cabo del primer año de la actual administración, ENAP alcanzó una utilidad de US\$ 155 millones, con un EBITDA de US\$ 621 millones. Este último resultó ser inferior en más de US\$ 50 millones al del año 2013, no obstante gozar del beneficio de la caída del costo del crudo, que derivó en una compensación estructural del mercado ("contango"¹⁰) por efectos de coberturas en las importaciones de este hidrocarburo. El patrimonio de ENAP, en tanto, alcanzó US\$ 546 millones al 31 de diciembre del 2014, resultado que se vio favorecido, en parte, por el abono en resultados acumulados de US\$ 109 millones por efectos de la reforma tributaria¹¹.

Un antecedente adicional permite visualizar la real situación financiera de ENAP. Las clasificadoras de riesgo (Moody's y S&P) le han otorgado una clasificación B a ENAP, pero considerando el aval implícito del Estado al ser una empresa 100% pública, han subido la clasificación a BBB- (triple B menos). Esta tremenda diferencia de clasificación favorece el acceso a crédito a tasas más bajas. Si a la deuda financiera de ENAP le pusiéramos los costos de deudas que pagan empresas con su misma

¹⁰ En el ámbito de los mercados de futuros, el término contango o mercado en contango, describe la situación del mercado de un producto o activo financiero, en la que el precio *spot* (precio del mercado de entrega inmediata) del activo es inferior al precio a futuro del mismo. La situación de mercado en contango transmite que los actores del mercado estiman que el precio del bien permanecerá estable o subirá en el futuro. La situación contraria es conocida como normal *backward*.

¹¹ El alza en la tasa de impuestos favorece el resultado de la empresa al aumentar la recuperación por pérdidas tributarias anteriores.



clasificación de riesgo, B, el mayor costo por pago de intereses reduciría la utilidad antes de impuesto del año 2013 desde US\$ 208 millones a US\$ 45 millones, mientras el 2014 pasaría de una ganancia de US\$69 millones a una pérdida de US\$ 64 millones.

En términos de gestión, el año 2014 no fue muy auspicioso, aumentando las dudas de la capacidad de ENAP de desarrollarse favorablemente en el sector eléctrico. Dos hitos lo grafican. A inicios del 2014, habiendo ENAP acordado con uno de los actores del sector eléctrico un contrato de suministro de GNL hasta el año 2022 (previa autorización del directorio de febrero del 2013 y marzo del 2014) con efectos sustanciales en su estabilidad financiera y promoviendo a la vez la generación eléctrica a menores costos, la nueva administración no logró materializarlo, implicando una pérdida de margen para la compañía de US\$ 70 millones. Del mismo modo, la planta cogeneradora con la australiana Origin Energy, no obstante acuerdo de entendimiento, aprobación del directorio y posterior acuerdo con las comunidades de Concón de retirar el recurso de protección que pesaba sobre éste, tampoco llegó a buen término. Ambos negocios habrían contribuido a estabilizar los ingresos de ENAP, altamente vulnerables a factores exógenos del mercado, como las alzas y bajas en el precio del petróleo y los márgenes de refinación de EEUU.

Con todo, el desempeño financiero no avala que sea una buena idea convertir a ENAP en un actor relevante en el mercado eléctrico.

Conclusiones

No resulta conveniente utilizar a ENAP como vehículo para promover las inversiones en generación eléctrica para hacer exitosas las futuras licitaciones para el suministro de las distribuidoras eléctricas. Ello, por cuanto no solo podría generar un desequilibrio en la industria (si es que la estatal cuenta con concesiones especiales), sino porque expone a la empresa a tener que invertir recursos en negocios que no son parte de su competencia y que podrían llevar a seguir perdiendo recursos de todos los chilenos.