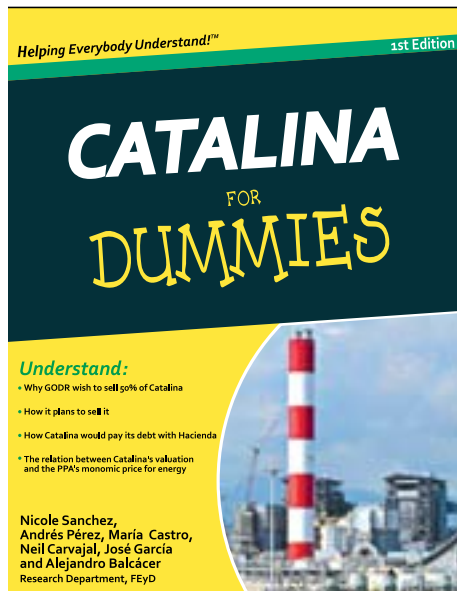


DINERO

Catalina for dummies



ANDRÉS DAUHAJRE HIJO
Fundación Economía y Desarrollo, Inc.



El Gobierno dominicano ha expresado desde el pasado año el interés de vender la mitad de las acciones de la empresa Central Termoeléctrica Punta Catalina (Catalina), para lo cual, Hacienda contrató los servicios de asesoría financiera de Guggenheim Partners. A pesar de la claridad con que las autoridades de Hacienda y Catalina han explicado la operación de venta que se proyecta realizar, algunos no han entendido claramente la operación si leemos lo plasmado en artículos por expertos en energía y observamos lo afirmado por periodistas y analistas en la radio, televisión, prensa y redes sociales. En esta entrega intentaremos explicarla de manera sencilla y comprensible, utilizando preguntas y respuestas.

• ¿Cuánto ha invertido el Gobierno en Catalina?

● El Gobierno ha informado que la inversión realizada asciende a US\$2,350 millones.

• ¿Quién ha aportado los US\$2,350 millones que se han invertido en Catalina?

● Los ha aportado el Gobierno Central, a través de Hacienda. Para ello, Hacienda ha tomado préstamos con bancos del exterior, con bancos locales y ha emitido bonos globales. Adicionalmente, ha realizado aportes de los impuestos recaudados, gracias en parte a la baja de los precios del petróleo en el cuarto trimestre del 2014 y durante el 2015, con la autorización del Congreso, el Gobierno destinó a Catalina una parte del dinero que tenía presupuestado para financiar el déficit de las EDES.

• ¿Entonces Catalina tiene una deuda de US\$2,350 millones con Hacienda?

● Correcto.

¿Y tiene que pagarla?

● Claro que sí. Hacienda quiere su dinero de vuelta. El interés del Gobierno siempre ha sido forzar el cambio en la matriz de generación, no convertirse en un generador de electricidad.

• ¿Y cómo pagará esa deuda?

● Muy sencillo. Catalina firmará un contrato de compra-venta de energía (PPA) con las EDES estatales, con una duración de 30 años. Ese contrato garantizará que la energía que genere Catalina será comprada por las EDES, empresas que la comprarán gustosamente pues el precio promedio a que Catalina les venderá el kilovatio-hora será cercano a 9 centavos de dólar, 4 centavos más barato los 13.34 centavos que pagaron durante enero-septiembre del 2019. Ese con-

trato, operando durante 30 años, generará un valor en dólares de hoy (flujo de efectivo descontado) de US\$2,500 millones. Con ese contrato en mano, Hacienda y Catalina, asistida por Guggenheim, en el momento que el Gobierno decida, tomarán un avión y realizarán un Roadshow para explicar cómo operaría el PPA de la principal generadora del sistema eléctrico dominicano. La explicación será dada tanto a potenciales inversionistas interesados en comprar el 50% o más de las acciones de Catalina, como a potenciales compradores del bono global que emitirá simultáneamente la empresa. La totalidad del dinero recibido por Catalina producto de la venta del 50% de las acciones a una empresa privada, la dación en pago del resto de acciones de Catalina a Hacienda y la entrega de los recursos recibidos con la colocación del bono global de Catalina, permitirán pagar la totalidad de la deuda que tiene Catalina con Hacienda.

• Excúseme, pero no entiendo. ¿Puede aterrizar un poco con la matemática?

● Indicamos que el Gobierno ha informado que ha invertido US\$2,350 millones en Catalina. Pero también ha dicho que aspira que Catalina le pague con entrega de acciones y efectivo US\$2,500 millones. El Gobierno quiere recuperar un poco más de lo que invirtió. Hacienda y Guggenheim, luego de examinar diferentes escenarios, han concluido que lo recomendable para motivar a los potenciales inversionistas privados y compradores de bonos globales, es partir de una estructura inicial en la cual los US\$2,500 millones que se desean obtener, se originen en una colocación de deuda global de Catalina por US\$1,750 millones y una emisión de acciones por un total de US\$750 millones, arrojando una mezcla de 70% de deuda y 30% de capital, una combinación estándar en la industria eléctrica. Si al valor del PPA de US\$2,500 millones le rebajamos US\$1,750 millones de los bonos corporativos que emitirá Catalina, quedaría un valor para las acciones de US\$750 millones (US\$2,500 - US\$1,750 = US\$750). Si el Gobierno vende el 50% de las acciones, el inversionista privado tendría que buscar y pagar US\$375 millones (0.5 x US\$750 millones). ¿Qué recibiría Hacienda de Cata-

lina? US\$375 millones de la venta del 50% de las acciones al inversionista privado, US\$1,750 millones de la colocación del bono global de Catalina y US\$375 millones en acciones de Catalina. En total, recibiría US\$2,500 millones.

• Pero el Gobierno ha dicho que Catalina tendría ganancias netas anuales por US\$240 millones, de las cuales US\$120 millones irían a los bolsillos de un inversionista privado que apenas pondría US\$375 millones. ¿Acaso no es una barbaridad que ese inversionista recupere su inversión en apenas tres años?

● Eso no es lo que ha dicho el Gobierno. Las autoridades explicaron que la venta de energía de Catalina a las EDES bajo el PPA que se acordaría, arrojaría un EBITDA anual de US\$240 millones. El EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) es la ganancia antes del pago de intereses, impuesto, depreciación y amortización. Recuerde que Catalina va a emitir un bono global de US\$1,750 millones del cual son responsables los dos accionistas de la empresa, en proporción a las acciones que tengan cada uno en la empresa. El bono de Catalina, al incorporar los riesgos del sector eléctrico dominicano (afectado por el historial de pago de las EDES estatales), posiblemente tendría que pagar una tasa de interés entre 8% y 9% dependiendo del plazo de colocación (10 - 30 años). Claro, los funcionarios de Hacienda y Catalina en el Roadshow deberán esmerarse en lograr una tasa más baja, mostrando que dicho bono, en la práctica, operaría con una "cuasi-garantía soberana" si se tiene en cuenta que lo no pagado por las EDES a los generadores siempre ha sido pagado con transferencias de Hacienda, que incluyen el pago de intereses por atrasos. El pago anual de intereses sobre el bono de US\$1,750 millones sería US\$140 millones si se coloca al 8%. El beneficio anual antes de impuesto sería de US\$100 millones (US\$240 - US\$140 = US\$100) o US\$50 para cada accionista. Deduciendo el impuesto sobre la renta de US\$11 millones (27% sobre la renta imponible neta de depreciación) a pagar por el accionista privado, se tiene que el efectivo a recibir por este sería de US\$39 millones por año. El período de recuperación para el inversionista sería de 9.6 años (375/39 = 9.6), no tres años como han afirmado algunos analistas.

• ¿Y por qué el Estado no se queda con la totalidad de las acciones y se gana toda esa plata mientras contrata a una empresa internacional reconocida para la operación y mantenimiento de Catalina?

● Esa sería una opción a ponderar. Sin embargo, en ausencia de accionistas privados, es difícil evitar la irrupción del clientelismo político cuando el único dueño de la empresa es el Estado. Catalina podría manejarse con 160 - 170 empleados. Imagínese la presión de la clientela política sobre el partido de Gobierno por conseguir un empleo en una empresa estatal con ventas anuales de

US\$500 millones, es decir, RD\$27,000 millones.

• ¿Y por qué no valoramos Catalina en US\$3,000 millones en vez de los US\$2,500 como se ha decidido valorarla?

● Esa es también una opción. Sin embargo, implicaría que el precio de la energía al que Catalina tendría que venderles a las EDES bajo el PPA tendría que subir de cerca de 9 centavos a casi 11 centavos. Es posible hacerlo, pero entonces el déficit financiero de las EDES se reduciría mucho menos. El Gobierno ha querido ser prudente al establecer un precio de la energía en el PPA que permita a las EDES reducir su déficit, lo que a su vez reducirá el monto de la transferencia de recursos que el Gobierno hace anualmente para financiar las pérdidas de las EDES.

• Pero si Catalina se vende antes de las elecciones, ¿no se corre el riesgo de que el dinero de la venta de las acciones y la colocación del bono se utilice para apoyar la candidatura del partido de Gobierno?

● Hacienda ha informado que los ingresos que reciba se utilizarían para pagar amortizaciones de deuda pública del 2020, con lo cual el monto a emitir de los bonos ya autorizados en las leyes de emisión de bonos del 2020, se reduciría proporcionalmente. Esa, nos parece, es la opción más sensata y responsable. Otra alternativa sería depositar y congelar los recursos derivados de la venta de las acciones y bonos de Catalina en una cuenta que sólo podría girar la administración que se inicie a partir del 16 de agosto del 2020, con la condición de que los mismos se destinen a proyectos de inversión con elevada tasa interna de retorno y que fomenten la competitividad del país.

• ¿Y por qué el Gobierno no le vende la mitad de Catalina a las AFPs, de manera que los trabajadores dominicanos sean los dueños de esa empresa?

● Esa opción posiblemente usted la verá realizada una vez se produzca la primera venta. Hacienda posiblemente venderá más adelante una parte de los US\$375 millones de sus acciones a las AFPs. Lo sensato, en una primera etapa, es atraer un inversionista extranjero que pueda gestionar fuera los dólares para comprar una participación en Catalina, y no inversionistas locales que ejercerían presiones indebidas sobre la tasa de cambio buscando dólares en nuestro estrecho mercado de divisas. Además, las AFPs invertirían con más disposición si saben que el inversionista privado controlador velará porque haya una empresa privada de reputación global administrando, operando y dando mantenimiento a la empresa.

• Usted sabe que, en tiempos políticos, no hay oídos para escuchar explicaciones, por más sensatas y claras que sean.

● Es cierto. El Gobierno tendrá que explicar miles de veces la operación. Aún así, muchos, por consideraciones de tipo político, optarán por taparse los oídos y rechazarla. ●

Los artículos de Andrés Dauhajre hijo en [elCaribe](http://elCaribe.com) pueden leerse en www.lafundacion.do.