

UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL MENCIÓN ADMINISTRACIÓN

AUTORES:

MARÍA EUGENIA DÍAZ ORTIZ

MIGUEL RIQUELME JORQUERA

PROFESOR GUÍA: FRANCO PARISI FERNÁNDEZ, Ph.D.

SANTIAGO. JULIO 2004

INTRODUCCIÓN .	1
CAPITULO 1. Estructura del sector eléctrico Chileno .	3
1.1 Sistemas Eléctricos. . .	3
1.2 Empresas Participantes. .	4
1.3 Estructura de Propiedad. .	6
1.3.1 <u>Gener.</u> .	6
1.3.2 Endesa Chile. .	6
1.3.3 Empresa Eléctrica Colbún Machicura. .	7
1.3.4 Transelec. .	8
1.3.5 Chilectra. .	8
1.3.6 Río Maipo. .	9
1.3.7. Chilquinta. .	9
1.3.8. Compañía General de Electricidad. .	9
1.3.9 Sociedad Austral de Electricidad S.A. (SAESA). . .	10
1.3.10 <u>Emel S.A.</u> . .	10
1.3.11 <u>Conafe.</u> . .	10
1.4. Participación de Mercado. . .	11
1.4.1 Generación. . .	11
1.4.2 Distribución. .	12
CAPITULO 2. Información de Gener S.A. y AES Corporation. . .	15
2.1 Gener S.A . . .	15
2.1.1 Antecedentes históricos. . .	15
2.1.2 Descripción de la compañía. . .	16
2.1.3 Constitución de la sociedad. . .	16
2.1.4 Políticas de inversión y financiamiento. .	17
2.1.5 Políticas específicas. .	21
2.2 AES Corporation . .	22

2.2.1 Antecedentes históricos. . .	22
2.2.2 Descripción de la compañía. . .	22
2.2.3 Información Financiera. . .	23
2.2.4 Inversiones. . .	24
CAPITULO 3. Adquisición de Gener S.A. . .	27
3.1 Conceptos de Estructura de Capital . .	28
3.2 Situación Financiera . .	30
3.2.1 Contexto económico. . .	30
3.2.2 Financiamiento. . .	31
3.2.3 Análisis Razonado. . .	32
3.3 Relación entre valor de la empresa y leverage financiero .	34
3.4 Toma del control por AES Corporation .	38
CAPITULO 4. Reestructuración Financiera .	41
4.1 Plan de reestructuración. . .	41
4.2 Cronología de los hechos .	47
4.3 Análisis .	52
4.3.1 Precio de la acción y rentabilidad . .	52
4.3.2 Valor de la empresa .	57
4.3.3 Impacto de las decisiones de financiamiento .	60
CONCLUSIONES . .	63
BIBLIOGRAFÍA .	65
Comunicados de prensa: .	65
Paginas Web: .	66
Seminarios de título: .	67
ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (individual) ¹⁶ . .	69
ANEXO 2. ESTADOS FIANACIEROS COMPARADOS (consolidado) ¹⁷ .	77
ANEXO 3. ESTADOS FINANCIEROS A MARZO DEL 2004 (consolidado) . .	85

¹⁶ Cifras en MM\$

¹⁷ Cifras en MM\$.

ANEXO 4. CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE AES GENER S.A. .	95
ANEXO 5. CALCULO DEL BETA DE AES GENER . .	97
ANEXO 6. DATOS UTILIZADOS PARA CÁLCULO DE BETA .	99
ANEXO 7. PRECIO DE MERCADO Y TEÓRICO DE LA ACCIÓN . .	103

INTRODUCCIÓN

AES Gener es una sociedad anónima abierta orientada fundamentalmente a la generación de electricidad en Chile. Su compromiso es generar y suministrar energía eléctrica segura, limpia, confiable y a precios razonables, todo ello de manera eficiente y sustentable. Busca así satisfacer necesidades de energía eléctrica en forma responsable con sus accionistas, el mundo financiero, la sociedad y el medio ambiente.

Durante el año 2003, la compañía se abocó a estudiar alternativas de refinanciamiento que les permitieran mejorar la clasificación de riesgo, recuperar el precio de la acción y financiar la expansión futura. Esto concluyó con el anuncio del proceso de reestructuración financiera, este consiste básicamente en el refinanciamiento anticipado de 700 millones de dólares correspondientes a los bonos convertibles y bonos Yankee, que vencen en 2005 y 2006 respectivamente, y que tendrá como resultado una reducción de los pasivos en aproximadamente 300 millones de dólares, mejorando sustancialmente la estructura de capital de la empresa.

El objetivo de este seminario de título es realizar una investigación detallada acerca de la reestructuración financiera de AES Gener y sus antecedentes, y posteriormente realizar un análisis acerca de las decisiones tomadas por la empresa.

Para esto, se comenzará con una pequeña explicación de la estructura de la industria en la cual AES Gener está inserta en Chile, la industria eléctrica, en este capítulo se dará a conocer el sistema eléctrico Chileno, las empresas que lo conforman y la participación de mercado de cada una de ellas.

Es importante también, para todas aquellas personas que no tienen conocimientos de la empresa escogida a investigar, una reseña de Gener y AES Corporation antes de que ésta última adquiriera a Gener, por qué fue necesario buscar financiamiento y como funcionaban durante esos años anteriores a la adquisición.

En el capítulo tres, se analizará el proceso de la adquisición de Gener por parte de AES Corporation, revisando la situación financiera y las operaciones realizadas los años anteriores, acompañado de un pequeño marco teórico para comprender la situación

En el capítulo 4, se explica en detalle la reestructuración financiera de la empresa, la cronología de las operaciones desde la adquisición hasta junio del 2004, y posteriormente un análisis de la situación basado en el valor de la empresa para cada año y el precio de su acción mensual desde la adquisición, dando más importancia al período de reestructuración, el cual es del 13 de noviembre del 2003 hasta fines de junio del 2004.

Según los resultados obtenidos por la empresa durante esos meses, obtendremos conclusiones las cuales nos dirán si lo realizado fue la mejor opción y si no fuese, se dará una recomendación.

Para esto, se utilizarán las FECUS de la empresa desde 1998 al 2003, vaceados de los Balances y Estados de Resultados, información presentada en las memorias de la empresa durante los años 2000 al 2003, además de la información teórica requerida para los cálculos y análisis financiero, obtenido de los libros usados en los cursos de finanzas.

CAPITULO 1. Estructura del sector eléctrico Chileno

1.1 Sistemas Eléctricos.

De acuerdo a la legislación, en el sector eléctrico se pueden establecer tres segmentos: **generación, transporte y distribución**, donde el sector privado cumple una función principal; el Estado sólo cumple una función reguladora, fiscalizadora y subsidiaria.

Lo anterior permite que las empresas tengan una amplia libertad para decidir acerca de sus inversiones, la comercialización de sus servicios y la operación de sus instalaciones, siendo responsables por el nivel de servicio otorgado en cada segmento, en el cumplimiento de las obligaciones que imponen las leyes, reglamentos y normas que en conjunto componen el marco regulatorio del sector.

Participan de la industria eléctrica nacional un total de 26 empresas generadoras, 5 empresas transmisoras y 36 empresas distribuidoras, que en conjunto suministran una demanda agregada nacional que en 2000 alcanzó los 36.084 GWh. Esta demanda se localiza territorialmente en cuatro sistemas eléctricos.

En nuestro país, existen cuatro sistemas eléctricos principales:

1.1.1 Sistema Interconectado Central (SIC) : El SIC cubre el 93% de la población y el 43% del territorio del país, desde la tercera a la décima región. Su capacidad total actualmente es de 6682 Mw, con una generación bruta de 26866 Gwh durante 1999. Un 42% de la capacidad instalada es Termoeléctrica, y un 58% es Hidroeléctrica.

1.1.2 Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) : El SING sirve al 4% de la población y a un 24% del territorio, a las Primera y Segunda Regiones. Su capacidad total es de 2502 Mw, casi totalmente térmicos.

1.1.3 Sistemas Eléctricos de Aysén y Magallanes : Estos incluyen a los sistemas eléctricos de Aysén, Puerto Porvenir, Punta Arenas y Puerto Natales. El sistema de Magallanes posee una capacidad de 64 Mw y el de Aysén de 17 Mw.

La coordinación de la operación de las centrales generadoras es efectuada en cada sistema eléctrico por un Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC), organismo conformado por las principales empresas de generación. El CDEC es el encargado de planificar la operación óptima del sistema y de valorar económicamente las transferencias de energía que se producen entre todos los generadores.

1.2 Empresas Participantes.

El sector eléctrico comenzó su proceso de reestructuración en la década de los años 80, en el siglo pasado. Con anterioridad el Estado poseía el 90% de la generación, el 100% de la transmisión y el 80% de la distribución de la electricidad.

El proceso de privatización, permitió el surgimiento de empresas a partir de las grandes estatales. El caso emblemático es el de Endesa, de ella se crearon 6 filiales de distribución y dos de generación. En 1986 se creó Colbún S.A. y Pehuenche S.A. Mientras que de Chilectra se originaron Chilgener, Chilquinta y Chilmetro.

La siguiente tabla muestra las principales empresas participantes en el sector eléctrico chileno.

SISTEMAS	SEGMENTOS		
	GENERACIÓN	TRANSMISIÓN	DISTRIBUCIÓN
SING	EDELNOR ELECTROANDINA CELTA NORGENER GENER GASATACAMA	EDELNOR ELECTROANDINA NORGENER	EMELARI ELIQSA ELECDA
SIC	ARAUCO GENERACIÓN PETROPOWER GENER SAN ISIDRO ENDESA COLBÚN GUACOLDA E. VERDE S. E. SANTIAGO PANGUE PEHUENCHE PILMAIQUEN ACONCAGUA S. C. DEL MAIPO H. G. VIEJA Y M. VALPO. E.E. CAPULLO GEN. S. ANDES CARBOMET	TRANSELEC STS TRANSNET TRANSQUILLOTA	CHILECTRA CGE CHILQUINTA RIO MAIPO SAESA FRONTEL EMEC CONAFE EMELECTRIC EMELAT PUENTE ALTO COPELEC LITORAL LUZAGRO EMETAL COLINA LUZPAR
AYSEN	EDELAYSEN		EDELAYSEN
MAGALLANES	EDELMAG		EDELMAG

La propiedad de las empresas eléctricas en Chile se encuentra principalmente en manos de 2 grandes grupos:

Administradoras de fondos de pensiones (AFP) y fondos de inversión de capital extranjero (F.I.C.E), son propietarios minoritarios en la estructura de propiedad del sistema eléctrico en Chile.

Grupos económicos, tales como Enersis, Copec, CORFO, PPL, SEMPRA, PSG, AES, que dominan fuertemente la propiedad del sistema.

Si bien la industria eléctrica en Chile tuvo su origen en el sector privado, en un instante llegó a ser casi totalmente estatal durante los años 70. El paso a su privatización se inició con la filiación de las empresas aún estatales, separando sus funciones, en 1981. En el caso de Endesa, que concentraba en gran parte del país las funciones de generación, transmisión y distribución, se fueron creando filiales regionales de distribución y empresas de generación independientes. En la actualidad Endesa y Chilectra son empresas en las que se observa un tipo de integración vertical en la propiedad, debido al control de ellas por parte del grupo Enersis.

1.3 Estructura de Propiedad.

1.3.1 Gener.

El 98,65% de su propiedad accionaria pertenece al grupo AES. Está presente en el sector eléctrico Chileno a través de sus filiales Eléctrica Santiago (75%), Norgener (100%), Guacolda (50%) y Energía Verde (100%). Sus principales clientes son Chilectra y Chilquinta, y dentro de los clientes no regulados están hidroeléctrica Guardia Vieja, Pilmaiquen, Cemento Polpaico y Disputada de las Condes. Sus 12 principales accionistas a Junio del 2004 son:

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INVERSIONES CACHAGUA LIMITADA.	6.309.329.349	98,78640
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	5.417.611	0,08480
BOLSA DE COMER. DE STGO BOLSA DE VALORES	4.075.325	0,06380
UGARTE Y CIA. CORREDORES DE BOLSA S.A.	3.607.890	0,05650
EBEL VIAL FRANCISCO	3.100.000	0,04850
SANTANDER INVESTMENT S.A.C. DE BOLSA	1.934.495	0,03030
TANNER CORREDORES DE BOLSA S.A.	1.880.948	0,02950
IRARRAZAVAL Y CIA C. DE BOLSA LTDA.	1.600.764	0,02510
SANTIAGO CORREDORES DE BOLSA LTDA.	1.479.646	0,02320
VALENZUELA LAFOURCADE S.A.C. DE B.	1.431.974	0,02240
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	1.375.321	0,02150
SUCESION ALVAREZ JIMENEZ MANUEL HERNAN	1.215.000	0,01900

Gener proviene de la filial de generación de Chilectra Chilgener, que sufrió el proceso de privatización durante los años 80. Antes de la aparición de la empresa AES, la propiedad de la empresa se dividía entre Copec, con un 20%, tenedores de ADR's, 17%, y las AFP con un 33% de las acciones.

1.3.2 Endesa Chile.

Su propiedad esta conformada por un 60% que pertenece a Enersis, un 13,4% que pertenece a AFP, un 4,58% a Citybank, un 7,6% a personas naturales y un 9.5% a otros grupos minoritarios.

10 Principales Accionistas	Porcentajes
ENERSIS S.A	59,98%
CITIBANK NABANCO DEPOSITARIO CIRC 1375	4,58%
AFP PROVIDA SA PARA FDO PENSION C	4,10%
AFP HABITAT SA PARA FDO PENSION C	2,85%
AFP SANTA MARIA SA PARA FDO PENSION C	2,04%
AFP CUPRUM SA PARA FDO PENSION C	1,98%
AFP SUMMABANSANDER SA FDO PENSION C	1,54%
AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	1,28%
AFP HABITAT SA FONDO TIPO B	0,83%
CITIBANK NA	0,70%
Porcentaje acumulado:	79,88%

Endesa tiene una gran participación en el sector eléctrico con sus filiales, como por ejemplo, Empresa Eléctrica Pangué S.A. (92.48%), San Isidro S.A. (75%), Empresa Eléctrica Pehuenche S.A. (92.55%) y Compañía Eléctrica Tarapacá S.A. (Celta) (100%).

1.3.3 Empresa Eléctrica Colbún Machicura.

Colbún es una empresa generadora de electricidad que cuenta con cuatro centrales hidroeléctricas (dos de embalse y dos de pasada, con una capacidad global de 693 MW) y una termoeléctrica de ciclo combinado (Nehuenco, 371 MW).

La compañía sólo participa en el Sistema Interconectado Central, contando con 379 Km. de líneas de transmisión. En un año extremadamente seco como 1998, la producción bruta fue de 2.859 GWh, lo que representó el 11% del SIC.

Un 38.8% de su propiedad accionaria pertenece a CORFO, y un 40.88% a Electro pacífico Inversiones Ltda. Esta empresa es controlada por la empresa belga Tractebel y el Grupo Matte. La lista de sus 10 principales accionistas se muestra a continuación:

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones pagadas	% de propiedad
ELECTROPACIFICO INVERSIONES LIMITADA	4.257.486.236	43,98340
AFP HABITAT S.A PARA	358.686.897	3,70550
CELFIN GARDEWEG S.A.C. DE BOLSA	354.477.255	3,66200
TRACTEBEL ANDINO S.A.	336.472.961	3,47600
AFP HABITAT S.A. PARA	313.278.005	3,23640
FORESTAL COMINCO S.A.	304.048.389	3,14110
CITIBANK N.A. POR CTA. TERCEROS CAP. XIV	252.870.816	2,61240
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	244.410.917	2,52500
AFP CUPRUM S.A.	211.214.823	2,18200
AFP SANTA MARIA S.A.	155.659.871	1,60810
AFP PROVIDA S.A. PARA	155.487.531	1,60630
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	128.174.437	1,32410

1.3.4 Transelec.

Pertenece en un 100% a la firma canadiense Hydro_Québec. Como ya se ha mencionado, esta empresa pertenecía a Endesa, pero producto del proceso de privatización y las indicaciones de los organismos encargados de regular la competencia, esta empresa se desprendió de la inicial integración vertical conformada por Endesa – Transelec – Chilectra. Esto ha permitido una mayor transparencia en el sistema de transmisión, bajando las posibilidades de colusión entre empresas.

1.3.5 Chilectra.

Comprende 33 comunas de la región metropolitana. Su principal accionista es Enersis con un 98% de la propiedad. Sus ventas físicas de energía al 31 de Diciembre del 2000 alcanzaron los 8.854 Gwh, del cual un 30.6% corresponda consumo residencial, un 29.0% a sector industrial, y un 20.1% a otros sectores. Sus principales proveedores de energía durante el año 2000 fueron Endesa Chile, con un 28.9%, Gener, con un 26.9%, Pehuenche, con un 15.2%, Panguel, con un 11.5% y Colbún con un 10.4%.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones pagadas	% de propiedad
ENERSIS SA	359.602.435	98,23980
AXXION S.A.	919.725	0,25130
LARRAIN VIAL SA CORR DE BOLSA	671.966	0,18360
BANCARD SA	546.284	0,14920
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA SA	137.537	0,03760
ARELLANO GUTIERREZ REINALDO	114.277	0,03120
CHILE MARKET SACORREDORES DE BOLSA	72.695	0,01990
INMOBILIARIA MANSO DE VELASCO SA	48.418	0,01320
LEWIN JACOB HARRY	45.657	0,01250
BRICENO DIAZ GILDA DEL CARMEN	40.511	0,01110
INVERSIONES ULTRA SA	37.309	0,01020
MONTEVERDE BIGGIO JUAN	33.164	0,00910

1.3.6 Río Maipo.

Su zona de concesión comprende las comunas de Puente Alto, San José de Maipo, El Bosque, La Pintana, Calera de Tango, Talagante, Peñaflor, Padre Hurtado, Isla de Maipo y Curacaví, abasteciendo a casi 1.300.000 habitantes. Su principal dueño es Enersis con un 98% de las acciones. Al 31 de Diciembre de 2000, sus ventas físicas de energía alcanzaron a 1191 Gwh, de las cuales un 44.5% corresponden a consumo residencial, un 6.3% al sector comercial, un 40.2 al sector industrial, y un 9% a otros sectores. Sus proveedores de energía fueron Gener y Chilectra.

1.3.7. Chilquinta.

Abastece en la zona de la quinta región, y su principal accionista es Inversiones Sempra-PSEG Chile S.A., con un 90.27% de las acciones. El resto de las acciones se reparten entre AFP fundamentalmente.

1.3.8. Compañía General de Electricidad.

Sus operaciones cubren más de 300 ciudades, pueblos y localidades entre la Región Metropolitana y la IX Región de Chile. Algunas de sus empresas relacionadas son: Gasco, Conafe, las distribuidoras eléctricas argentinas, Edet y Ejesa-Ejsed, la Sociedad Eléctrica de Pirque y la Sociedad de Computación Binaria, entre otras.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INDIVER S. A.	37.892.207	10,95050
ASOC. DE CANAL. SOC. DEL CANAL DE MAIPO	26.253.682	7,58710
CONSTRUCTORA DE VIV. ECONOMICAS SANTA MARTA LTDA.	16.909.826	4,88680
INVERSIONES QUITRALCO S.A.	15.843.107	4,57850
INVERSIONES TUNQUEN S.A.	15.648.647	4,52230
INVERSIONES ALMERIA S.A.	14.772.794	4,26920
INVERSIONES HEMACO S.A.	13.316.677	3,84840
INVERSIONES LOS ACACIOS S.A.	11.013.016	3,18270
FOGER SOCIEDAD DE GESTION PATRIMONIAL LTDA.	10.426.830	3,01330
INMOBILIARIA LIGUAI S.A.	8.894.474	2,57040
DEL REAL CORREA GABRIEL	6.411.558	1,85290
A.F.P. PROVIDA S.A. PARA FONDO DE PENS. TIPO C	5.991.139	1,73140

1.3.9 Sociedad Austral de Electricidad S.A. (SAESA).

Su dueño es la firma Estadounidense PSEG, con un 94% de la propiedad, atiende a 420 mil usuarios entre la VIII y IX. Hasta el 31 de abril del 2001 mantenía contrato con Colbún y Pehuenche para abastecerse de energía eléctrica. Debido a la exigencia legal de compensaciones en caso de existir problemas en el suministro eléctrico, SAESA no ha podido establecer nuevos contratos de suministro energético.

1.3.10 Emel S.A.

Grupo integrado por siete empresas de distribución eléctrica, de las cuales cinco se encuentran en Chile y dos en el extranjero. En Chile tiene la propiedad de Emelectric, que abastece localidades entre la V y VIII Región, además es accionista mayoritario en Emelari, Eliqsa, Elecda y Emelat. En el extranjero posee el 92% de Elfec en Bolivia y el 80% de Delsur en El Salvador. Sus principales accionistas son PPL con un 57,9% y Pmdc Chile Desarrollo de recursos Ltda con un 37,9%.

1.3.11 Conafe.

La Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (CONAFE) tuvo sus orígenes en la Compañía de Refinería de Azúcar de Viña del Mar (CRAV) y fue fundada en 1945. En la actualidad CONAFE distribuye energía principalmente en las ciudades de Viña del Mar, Curicó, Molina, San Javier, Villa Alegre y Linares.

En 1984, la CGE adquirió el 95,61% de las acciones de CONAFE que licitara la Comisión Liquidadora de Craval S.A.C.I., aumentando posteriormente dicha participación a 99,67%.

Durante el año 1999 CONAFE atendió a 128.899 clientes, a quienes suministró 543,4 GWh, superior en 6,1% con respecto al año anterior.

En la ciudad de Viña del Mar, CONAFE da servicio a 54.582 clientes (42,3% del total), a quienes suministró 240,2 GWh durante 1999, con una disminución de 0,8% respecto al año anterior. En las ciudades de Curicó, Molina, San Javier, Linares y otras localidades de la VII Región, se da servicio a 74.317 clientes (57,7% del total), a quienes se suministró 303,2 GWh, con un incremento de 12,4% respecto a 1998

1.4. Participación de Mercado.

Se analizará, para el caso del SIC, los datos suministrados por la Comisión Nacional de Energía, y centrado principalmente en las áreas de generación y distribución, que son de interés para poder verificar los grados de integración vertical que puedan influir de algún modo en la concreción de los contratos entre las empresas, y clasificándolas en grandes grupos de acuerdo a sus propietarios, se obtiene:

1.4.1 Generación.

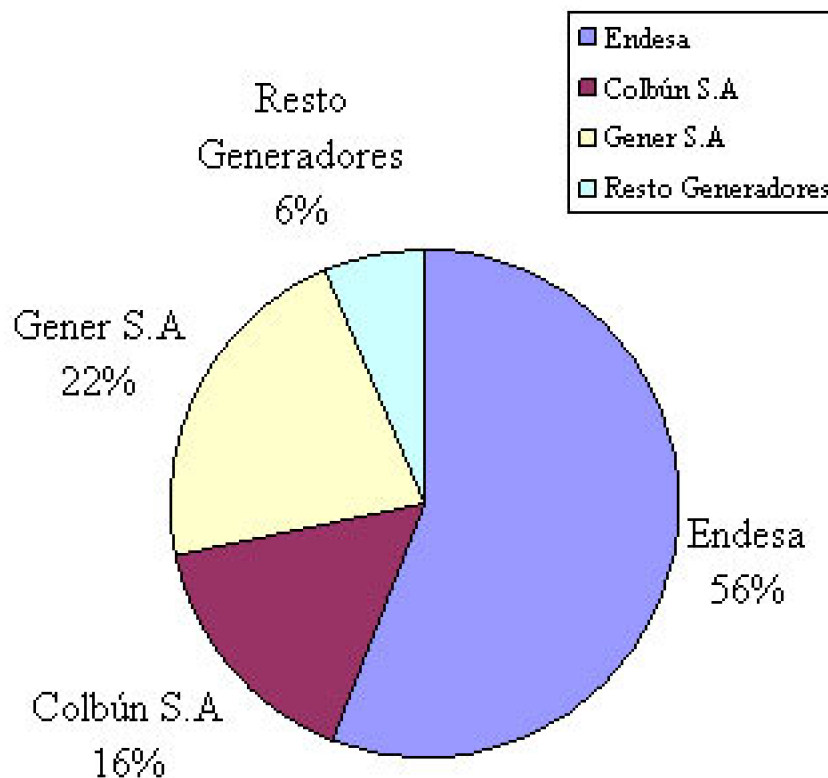
Tomando en cuenta la capacidad instalada de cada una de las empresas, se distinguen 3 grandes grupos:

Grupo Enersis: El principal grupo de generación es el conformado por el grupo de empresas pertenecientes al holding español Enersis, conformado por Endesa, Pangué y Pehuenche, que entre ellas tres aportan el 55.7% de la capacidad instalada en el SIC.

AES: Esta empresa norteamericana es la dueña de Gener, tras comprar a principios de año casi la totalidad de las acciones de la empresa, y participa con el 22% de la capacidad instalada en el sistema interconectado central.

Tractebel-Grupo Matte: A través de Colbún, aportan con un 16% a la capacidad instalada. Si bien CORFO y Electro pacífico Inversiones son los principales accionistas, la empresa belga y el grupo Matte son los controladores de esta empresa.

Capacidad Instalada SIC



1.4.2 Distribución.

Utilizando como criterio de medida la cantidad de energía vendida durante el año 1998, se tienen los siguientes grupos:

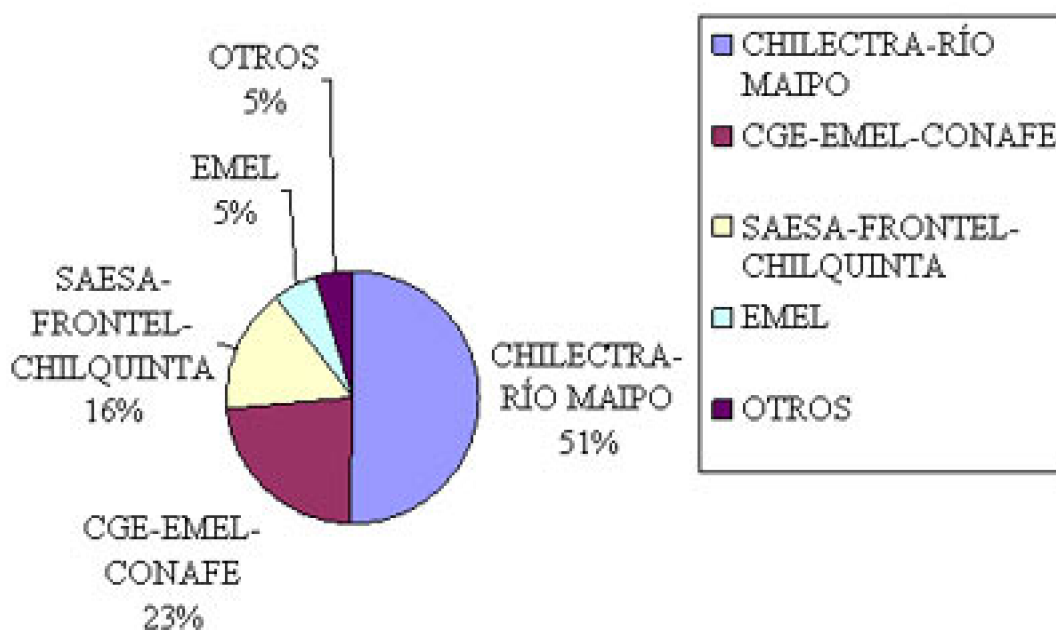
Enersis: Con sus empresas de distribución Chilectra y Río Maipo, realizó un 50,5% de las ventas totales de energía del SIC, las que están directamente relacionadas con las compras de energía a los generadores vía licitación.

CGE: Sumando además los aportes de Conafe y Emec, aporta un 23,23% de las ventas de energía. Este grupo es el único que está conformado principalmente por capitales chilenos, como la familia del Real, etc.

PSEG: Esta empresa norteamericana ha adquirido Chilquinta, Saesa y Frontel, abarcando un 16,4% de las ventas de energía del SIC a nivel de distribución.

PPL: Sus empresas de distribución Emelectric y Emelat realizaron el 5,4% de las ventas de energía del SIC

Distribuidoras según cantidad de energía vendida



El análisis anterior muestra que el único grupo que tiene una participación importante en ambos tramos del sector eléctrico es Enersis. Este grupo anteriormente era también dueño de la principal empresa transmisora del país, Transelec, y fue obligado por las autoridades a venderla para disminuir así la concentración vertical de la propiedad.

CAPITULO 2. Información de Gener S.A. y AES Corporation.

2.1 Gener S.A .

2.1.1 Antecedentes históricos.

Los orígenes de Gener se remontan a la Compañía Chilena de Electricidad S.A., creada en 1921 y estatizada en 1970.

En 1981, esta empresa estatal fue reestructurada en una casa matriz y tres filiales, una de las cuales, Chilectra Generación S.A., se orientó a la generación de energía eléctrica, iniciando su operación comercial independiente en agosto del mismo año.

En 1986, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) dio inicio al proceso de privatización de la empresa, el que concluyó exitosamente en enero de 1988 con el traspaso del 100 por ciento de su propiedad al sector privado.

En septiembre de 1989, durante la junta general ordinaria de accionistas de ese año, se acordó modificar la razón social de la empresa, adoptando el nombre de Chilgener S.A. En ese momento la compañía contaba con 579 MW (megawatt) de potencia

instalada, ubicada exclusivamente en el Área Metropolitana y la V Región de Chile.

Nueve años más tarde, en marzo de 1998, los accionistas de la compañía acordaron cambiar nuevamente la razón social de la empresa a Gener S.A. El cambio fue motivado fundamentalmente por la conveniencia de contar con un nombre acorde al carácter claramente internacional adquirido por la empresa, a través de la expansión de sus operaciones hacia nuevos mercados y negocios, tanto dentro como fuera de Chile.

2.1.2 Descripción de la compañía.

El giro principal de Gener es la generación de energía eléctrica. En Chile, con una capacidad de generación superior al 20 % del total del país, Gener se destaca como la segunda compañía generadora de electricidad y la principal empresa privada de generación termoeléctrica.

Sirve al Sistema Interconectado Central, SIC (que cubre de la III a la X regiones, concentrando más del 90 % de la población chilena), a través de cuatro plantas hidráulicas, tres plantas térmicas a carbón y una turbina a gas, todas ellas pertenecientes a la empresa matriz; una unidad de ciclo combinado a gas natural de su filial Eléctrica Santiago; dos unidades térmicas a carbón de su coligada Empresa Eléctrica Guacolda, y dos plantas de cogeneración de su filial Energía Verde.

Adicionalmente, la compañía es proveedora de energía del Sistema Interconectado del Norte Grande, SING, a través de sus filiales Norgener y TermoAndes. La primera cuenta con dos unidades termoeléctricas a carbón en la ciudad de Tocopilla, y la segunda, con una planta generadora a gas natural ubicada en Salta, Argentina, conectada al SING mediante una línea de transmisión de propiedad de la filial InterAndes.

En Argentina, la filial Central Puerto y la coligada Piedra del Águila representan el 18,20 por ciento de la capacidad de generación nacional. En cuanto a Colombia, la filial Central Hidroeléctrica Chivor S.A. es la tercera planta más grande del país, de una potencia correspondiente al 8 por ciento de la capacidad total instalada. Por último, en República Dominicana, la filial Itabo dispone de una potencia instalada equivalente a cerca del 26 por ciento del total del país.

Adicionalmente, por sí misma o mediante empresas relacionadas, el ámbito de acción de Gener comprende la transmisión y la comercialización de energía eléctrica; la generación de vapor; la extracción y la comercialización de carbón; la exploración, la extracción y el transporte de gas natural; la exploración y la explotación de petróleo; la preparación y la comercialización de biocombustible densificado, y la prestación de servicios de mantenimiento navieroportuarios, de ingeniería y sanitarios.

Los títulos de la compañía se transan en el mercado bursátil chileno. Hasta diciembre de 2000, se transaban también en la Bolsa de Valores de Nueva York, en forma de ADR.

2.1.3 Constitución de la sociedad.

Gener S.A. fue constituida por escritura pública del 19 de junio de 1981, otorgada por el

notario público de Santiago don Patricio Zaldívar M. Sus estatutos fueron aprobados por la Superintendencia de Valores y Seguros por resolución N° 410-S del 17 de julio de 1981, publicada en el Diario Oficial N° 31.023 del 23 de julio del mismo año. Está inscrita en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago a fojas 13.107 N° 7.274 de 1981.

Los estatutos fueron modificados por acuerdo de la junta extraordinaria de accionistas celebrada el 25 de marzo de 1997, oportunidad en que se acordó realizar un canje de acciones, reemplazando una antigua por 17 nuevas, con el objeto de facilitar las transacciones en los mercados bursátiles, aumentar su liquidez y dar mayor acceso a pequeños inversionistas privados.

Asimismo, se acordó aumentar el capital de la sociedad en la suma de 210 mil millones de pesos. Nuevas modificaciones a los estatutos fueron acordadas por la junta de accionistas celebrada el 17 de marzo de 1998. Se decidió entonces modificar el artículo referido al nombre de la sociedad, adoptándose la razón social Gener S.A., y el artículo relativo al factor de activo contable depurado, que pasó de 1 a 0,8. Esta modificación implicó una mayor holgura para nuevas inversiones de la empresa, tanto en Chile como en el extranjero. Seis meses después, en la junta extraordinaria realizada el 14 de septiembre de 1998, se acordó efectuar modificaciones relativas al capital social, necesarias para implementar los acuerdos adoptados en la misma en cuanto a la emisión de bonos convertibles en acciones por 500 millones de dólares.

Finalmente, el 12 de diciembre de 2000, en junta general extraordinaria, se realizaron nuevas modificaciones a los estatutos sociales de la empresa.

La primera de ellas consistió en levantar el límite de concentración accionaria que impedía que un accionista concentrara más de un 20 por ciento del capital de la sociedad con derecho a voto. Asimismo, se eliminaron las referencias al decreto ley 3.500, ya que las normas de Gener contemplaban que la empresa debía cumplir con las características necesarias para ser una empresa con características que permitieran que los fondos de pensiones pudieran invertir en ella. Estas disposiciones configuraban a Gener como una empresa con propiedad distribuida entre muchos medianos y pequeños accionistas, principalmente institucionales.

2.1.4 Políticas de inversión y financiamiento.

La política general de inversión y financiamiento que se expone a continuación fue aprobada por la junta general de accionistas realizada el 6 de abril de 1999. Cabe señalar que esta política fue aprobada en momentos en que los estatutos sociales contemplaban que la empresa debía ajustarse al decreto 3.500 para que las administradoras de fondos de pensiones pudieran invertir en ella. Este estatuto fue modificado el 12 de diciembre de 2000 para permitir que otra compañía tomara el control de la propiedad.

2.1.4.1 Política de inversión

Política general

La política general de inversión establece que Gener S.A.:

a) Desarrolle sus actividades en el sector energía, fundamentalmente en las áreas de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, procurando mantener en tales áreas una posición de mercado relevante.

b) Considere proyectos de inversión en el sector energía o relacionados con éste, que signifiquen maximizar la rentabilidad esperada de la empresa, acorde con sus posibilidades técnicas y financieras.

c) Considere la venta de servicios a terceros, aprovechando al máximo sus recursos humanos e instalaciones actuales y futuras, en áreas tales como ingeniería de proyectos, mantenimiento de centrales e instalaciones eléctricas, maestranza, comercialización de combustibles y servicios naviero portuarios.

d) Invierta en obras de infraestructura y concesiones de obras y servicios públicos, y en aquellas actividades o negocios en que posee ventajas comparativas.

La política considera aprovechar, a través de inversiones, el liderazgo que Gener S.A. posee en la operación de centrales termoeléctricas. En consecuencia, contempla estudiar su participación en los proyectos de centrales termoeléctricas que se requieran o desarrollen en el país o en el extranjero y, de resultar éstos convenientes, procurar participar en ellos como inversionista, como proveedor de servicios de ingeniería o como operador. Asimismo, procurar mantener una composición de producción acorde con las características de los sistemas eléctricos en que participa, lo que significa considerar adicionalmente su participación en proyectos de centrales hidroeléctricas y sistemas de transmisión, tanto en Chile como en el extranjero.

En consideración a las características de los proyectos del sector energía, contempla destinar fondos para recolectar información básica para decidir la conveniencia, factibilidad y oportunidad de las inversiones, y mantener cuadros técnicos calificados para desarrollar los estudios y proyectos.

Con el objeto de asegurar las mejores decisiones de inversión, considera mantener una cartera de proyectos que compitan entre sí por los recursos. Las decisiones de inversión se basarán en estudios técnicos, económicos y financieros particulares para cada proyecto, considerando las restricciones financieras, los montos y riesgos involucrados, y exigiendo a los proyectos rentabilidades de mercado. También se considera que la empresa invierta en sus instalaciones actuales, a fin de asegurar el mayor aprovechamiento de los recursos productivos y mantener la seguridad adecuada en la operación y abastecimiento a los clientes.

Está en concordancia con la política general de inversiones el que Gener S.A. invierta en proyectos de construcción y adquisición de obras, activos fijos u otros activos que sean necesarios para el cumplimiento de la misma, y realice aportes en dinero, bienes o intangibles, para la constitución o la capitalización de sociedades civiles o comerciales, tengan el carácter de filiales o no, cuyos giros sean afines con cualquiera de los objetos de la empresa.

Límite máximo de inversión

Se estableció también, en la política general de inversión, que durante el ejercicio

2000 la compañía efectuaría inversiones en los programas señalados anteriormente, cuyo monto estaría limitado de forma tal, que la relación de la deuda total más las deudas de terceros garantizadas por la matriz, respecto del patrimonio, no fuera superior a 1,2 medido sobre los estados financieros individuales trimestrales, y la relación de la deuda total, respecto del patrimonio más el interés minoritario, no fuera superior a 1,75 medido sobre los estados financieros consolidados trimestrales.

Para tener una idea de las inversiones realizadas por Gener en un año, a continuación se muestran las inversiones realizadas durante 1999, año previo a la adquisición de la empresa por parte de AES Corporation:

INVERSIONES REALIZADAS EN 1999 (millones de pesos)	
APORTES DE CAPITAL	
Gener argentina	88,638
Petróleos, Asfaltos y Combustibles	16,784
Compañía Carbones del Cesar	483
The Merchant Energy Group of the Americas	6,809
Explotaciones Sanitarias	5,332
Metrogas	2,854
OilGener	1,135
Ecogener	1
Central Puerto	36,652
CDEC-SIC Ltda.	34
CDEC-Sing Ltda.	62
Gasoducto Gasandes (Argentina)	5,661
Servicios Integrales de Generación de Energía Eléctrica	202
Empresa Generadora de Electricidad Itabo	46,912
Hidroneuquén	2,192
Gasoducto Gasandes	3,637
SUBTOTAL	217,388
NUEVOS PROYECTOS	
InterAndes - TransGener	12,742
Ampliación SING - TransGener	8,801
Fibra Óptica - TransGener	915
Terrenos	92
Estudios	20
Otras Inversiones	1,273
SUBTOTAL	23,843
TOTAL	241,231

Participación en el control de las áreas de inversión

La participación de Gener S.A. en el control de las áreas en que invirtiera sería tal que optimizara la rentabilidad de la inversión. En relación a las inversiones en la formación de sociedades civiles o comerciales, sean o no filiales, y en conformidad a lo que establece el objeto social, la empresa procedería de la siguiente manera:

- Proponer a la junta de accionistas de las sociedades en las que participe, sean o no filiales, la designación de directores y administradores que representen a la empresa, debiendo provenir estas personas mayoritariamente del directorio o de la plana de ejecutivos de la empresa o de otras filiales.
- Proponer a las sociedades en que participe, sean o no filiales, las políticas de inversiones, financiamiento y comerciales, así como los sistemas y criterios contables a que dichas empresas deberán ceñirse.
- Supervisar y coordinar la gestión de las empresas en que participe, sean o no filiales.
- Mantener un control permanente de los límites de endeudamiento y de capital contable consolidado, de modo tal que las inversiones o aportes que se realicen o se planifique realizar, no signifiquen una variación de los parámetros que definen los límites máximos de inversiones.
- Mantener una participación en el capital social no inferior a 20 por ciento, o bien, mantener su derecho a elegir o designar un representante en el directorio o administración de la sociedad según sea el caso.

2.1.4.2 Política de financiamiento

Política general

Consistentemente con los objetivos de largo plazo y con la política general de inversiones ya expuesta, se procuraría proveer los fondos necesarios para abordar la operación e inversiones de la empresa utilizando los recursos internos de que se disponga, y recursos externos hasta un límite que no comprometa el riesgo general de los activos y pasivos, ni la capacidad de crecimiento de la empresa. Con tal objeto se preferirían las fuentes de recursos de largo plazo, cuyos perfiles de vencimiento se relacionen positivamente con la generación de flujos operacionales y la variación neta de activos y pasivos. Asimismo, se privilegiarían aquellas alternativas de financiamiento que le permitan minimizar la inversión propia, mientras que al hacerlo alcance el control o acuerdos de administración de los negocios en que invierta. Se promovería, por tanto, la creación de empresas filiales y coligadas con la participación de terceros y la creación de series de acciones o bonos con preferencia.

Cuando se deba recurrir a endeudamiento, la empresa procuraría abstenerse de otorgar garantías en la medida de lo posible. Cuando deba darlas, procurará que ellas sean específicas, relacionando el pasivo con el activo que contribuye a financiar. Asimismo, la administración debería mantener la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda de largo plazo emitidos por la compañía, según medición efectuada por al menos dos clasificadoras de riesgo de reputación internacional, acorde con el denominado “grado de inversión”, esto es, susceptibles de ser adquiridos por

inversionistas institucionales y respetando, en todo caso, las restricciones que se establecen en esta política. Sin perjuicio de lo anterior, la administración no estaría obligada a mantener una clasificación de riesgo superior a aquella asignada por las mismas clasificadoras a los instrumentos de deuda de largo plazo emitidos por la República de Chile, sus organismos o instituciones (riesgo país).

Nivel máximo de endeudamiento

El nivel de endeudamiento individual de Gener S.A., definido como la relación de la deuda total más las deudas de terceros garantizadas por la matriz, respecto del patrimonio, no debe ser superior a 1,2 medido sobre los estados financieros trimestrales.

El nivel de endeudamiento consolidado de Gener S.A., definido como la relación de la deuda total, respecto del patrimonio más el interés minoritario, no debe ser superior a 1,75 medido sobre los estados financieros trimestrales.

En caso que cualquiera de los indicadores establecidos en los dos párrafos precedentes alcanzara un nivel igual o superior al 85 por ciento de su valor máximo, la administración convocaría a una junta de accionistas, a celebrarse durante el siguiente trimestre, con el objeto de informar sobre la materia a los accionistas de la compañía y someter a su consideración, cuando corresponda, nuevas emisiones de capital que permitan a la empresa mantener holguras de endeudamiento para enfrentar nuevos proyectos a futuro.

La autorización para modificar este límite debe ser concedida en junta general de accionistas.

Activos esenciales

Son activos esenciales para el funcionamiento de la sociedad y de sus empresas filiales todas las obras y equipos principales en servicio requeridos para el funcionamiento de las respectivas sociedades, tales como las centrales, líneas de transmisión y subestaciones, incluyendo los terrenos y servidumbres requeridos por estas instalaciones para su operación.

La enajenación de estos activos deberá contar con la aprobación de la junta general extraordinaria de accionistas de Gener S.A. Por otra parte, se consideran activos esenciales para el funcionamiento de la sociedad las acciones representativas de los aportes que ésta efectúe para la inversión o formación de las sociedades filiales que constituya o en las que participe, hasta una participación de 51 por ciento del capital de las respectivas sociedades.

Consecuentemente, no serán activos esenciales para la sociedad las acciones de empresas filiales por aquella parte que exceda a la participación del 51 por ciento señalada precedentemente. Asimismo, tampoco serán activos esenciales las acciones de empresas filiales cuyos respectivos patrimonios totales sean iguales o inferiores a 225.000 UF, ni los activos de propiedad de éstas.

2.1.5 Políticas específicas.

La política establece que la administración de la sociedad tendrá facultades suficientes

para la suscripción, modificación, resolución o terminación de los contratos de compraventa o arrendamientos de bienes y servicios que sean necesarios para el normal funcionamiento de la empresa, dentro de los marcos legales que le sean aplicables y observando las condiciones de mercado correspondientes a cada caso para bienes o servicios de su mismo género, calidad, características y condiciones. Se exceptúan de éstos los activos declarados como esenciales por la junta de accionistas.

2.2 AES Corporation

2.2.1 Antecedentes históricos.

Roger Sant y Dennis Bakke fundaron AES en EEUU en el año 1981, después de haber trabajado juntos en el Gobierno Federal de este mismo país en 1973. AES se centró inicialmente en sociedades de generación con vapor, o con plantas industriales eléctricas, convencidos de que ellos preferirían trabajar con un proveedor independiente de energía, en lugar de realizar las inversiones de capital por ellos mismos en plantas generadoras.

Para mediados de los ochenta, AES proveía energía a empresas de servicio público bajo un contrato de precios bajos a largo plazo, mientras que también proporcionaba vapor a los clientes industriales. Durante éste período, AES aplicó nuevas y más limpias tecnologías para la generación de energía que las que se usaban en ese tiempo. La compañía también estableció un proyecto de estructura de marca registrada en muchos de sus negocios, con una gran confianza en el sistema de financiamiento “sin recursos” (non-recourse), que consistía en una estructura de préstamo diseñada para diversificar los riesgos y las ventajas de un proyecto.

Con las reformas del sector eléctrico en Inglaterra a fin de los años 80, AES comenzó su extensión global en la búsqueda de demostrar cómo la competencia en el sector eléctrico podría proporcionar un costo más bajo y fuentes más confiables de electricidad. A principio de los 90, la compañía se incorporó al mercado argentino. Muy pronto, ya estaban operando en Pakistán, China, Australia y Kazajistán. Para 1995, AES se había convertido en “La Compañía Global de Energía” con 19 plantas repartidas en seis países. La extensión internacional posterior, ocurrió en 1996, con adquisiciones acertadas de empresas de distribución, y también de empresas de generación eléctrica de países como Hungría y Brasil.

Luego, en el año 2000, el precio común por acción de la compañía excedió los \$70 (dólares). Este período fue caracterizado por el crecimiento sin precedentes, incluyendo la adquisición de Electricidad de Caracas en Venezuela y de “Gener” en Chile, además del control asumido en dos compañías regionales de distribución de electricidad en Kazajistán.

2.2.2 Descripción de la compañía.

AES es una de las principales compañías de energía en el mundo. Genera y distribuye energía eléctrica en 27 países con varios negocios relacionados de clase mundial. En algunas regiones se entrega energía a tecnologías industriales y secundarias, mientras que en otras, se entrega a los principales usuarios de electricidad, como a hospitales, hogares, escuelas y a las propias empresas.

Sin importar el lugar, la compañía se basa en la idea de que la electricidad es esencial para el progreso y desarrollo económico de los países, así como para los avances en seguridad, salud pública, etc.

En poco más de dos décadas, AES ha pasado de ser sólo un proyecto con un concepto ambicioso, a ser el líder indiscutido de la industria. Este crecimiento es resultado de proyectos innovadores que antes eran desafíos, pero que ya se han concretado. La capacidad para crear nuevos conceptos, planificar, construir y hacer funcionar las distintas centrales eléctricas, hace que la empresa tenga claras ventajas competitivas que los posicionan de mejor manera ante sus competidores. Además, el negocio de la energía está en constante cambio, lo que ha desarrollado la capacidad de AES para conocer distintas áreas de la industria y de optimizar sus activos que no era tan rentables.

La clave del éxito se basa principalmente en sus trabajadores. Más de 30.000 profesionales contribuyen con sus habilidades cada día para entregar electricidad a las distintas comunidades del mundo. Estos trabajadores, no sólo son parte del más dedicado, capaz, e innovador personal de la industria, sino que además, están confiadas en un sólido sistema de valores, que incluye integridad personal, responsabilidad social, respeto, confiabilidad, diversión, etc.

2.2.3 Información Financiera.

AES participa principalmente en dos líneas de negocios, por un lado está la generación de electricidad, y por otro la distribución. El negocio de la generación de electricidad por parte de la compañía, se caracteriza por las ventas al por mayor desde sus propias centrales eléctricas a clientes no afiliados (como por ejemplo empresas eléctricas públicas, compañías eléctricas regionales, mercados comerciales de electricidad, comerciantes, ventas al por mayor, etc.), y luego a otros revendedores hasta llegar al consumidor final.

En cuanto al negocio de la distribución eléctrica, está caracterizado por la venta directa a los consumidores finales, esto se da tanto en el área comercial, industrial, de gobierno y a los consumidores residenciales.

El negocio de la generación de electricidad representa para AES un 63% de las utilidades anuales para el año 2000, comparado con un 60% en el año 1999. Las utilidades provenientes del negocio de la generación, están derivadas de las ventas bajo contratos de plazos variables y con provisiones, así como también directamente de los mercados de ventas al por mayor o de ventas finales.

La compañía construye y es propietaria de las plantas hechas para la generación, además ha comprado otras plantas de energía a través ofertas competitivas, compras

negociadas y adquisiciones.

Sobre esta línea de negocio, al año 2000, AES operaba y era propietaria de un diverso portfolio de plantas de energía eléctrica, las cuáles estaban distribuidas geográficamente alrededor de todo el mundo con una capacidad instalada total de 42,133 MW. Estos MW están distribuidos en 7,740 para Norte América, 15,231 en Sudamérica, 7,449 en Europa, y 11,713 en Asia. De éste total, un 38% es distribuido a la industria petrolera y carbonera, un 18% al gas natural, 33% a las instalaciones hidroeléctricas, 4% a la industria del aceite, y el 7% restante es captado por las múltiples fosas de combustible.

El negocio de la distribución representa un 47% de las utilidades totales anuales en éste mismo período. Las utilidades generadas por esta línea de negocio, son derivadas generalmente de las ventas hechas conforme a las provisiones de las concesiones a largo plazo de la venta de electricidad, la cual está garantizada por las autoridades gubernamentales apropiadas, o bajo leyes reguladoras y provisiones en otras localidades. Algunos de estos negocios de distribución están integrados, los cuales también son propietarios de sus propias plantas generadoras de energía, con el propósito de generar una porción de la electricidad que venden.

AES es propietario mayoritario de compañías distribuidoras en Argentina, Estados Unidos, Brasil, El Salvador, República Dominicana, Venezuela y la República de Georgia. La compañía también tomó el control corporativo en empresas de electricidad y calefacción en Kazakhstan. Adicionalmente, AES tiene menos que la mayoría de la propiedad en tres compañías distribuidoras en Brasil, y una en India.

Estas compañías distribuidoras, sirven a un total de 18 millones de consumidores con ventas anuales para AES que exceden los 126.000 GW (gigawatt).

La empresa también posee tres subsidiarias en Estados Unidos que proveen la industria del retail, específicamente en algunos estados donde se ha introducido un mercado competitivo para la venta de electricidad a consumidores finales.

2.2.4 Inversiones.

AES es una empresa que ha tenido un rápido crecimiento en las últimas dos décadas, esto se debe a su carácter de evolucionar y expandirse cada vez más por todo el mundo. Para esto, se han realizado importantes inversiones en la creación y construcción de nuevas plantas, y también en adquisiciones.

Al llegar al año 2000, los costos capitalizados en proyectos en desarrollo y en etapas iniciales de construcción, eran de aproximadamente 114 millones de dólares. La compañía cree que estos costos son totalmente recuperables, sin embargo, no se puede asegurar ni tener la certeza de que estos negocios, individualmente, estarán terminados completamente alcanzando las operaciones comerciales.

La compañía también persigue potenciales proyectos en desarrollo y adquisiciones en muchos países. Muchos de éstos, si llegaran a ser consumados, requerirían que la empresa obtuviera un sustancial financiamiento adicional, incluyendo la deuda y el valor

financiero.

AES está activamente involucrada en la adquisición y operación de activos de electricidad en países que están reestructurando y desregulando la industria de la electricidad. Algunas de estas adquisiciones fueron hechas de otras empresas del rubro que decidieron retirarse del mercado de la generación eléctrica. En este tipo de situaciones, son los compradores generalmente quienes buscan iniciar y llevar a cabo los contactos para que en menos de un año se realicen los pagos y la transferencia de la propiedad.

Debido a la experiencia en mercados competitivos, así como su integrada estructura de grupo, permite a la compañía tener reacciones rápidas y creativas en situaciones como las anteriores. Además, se esfuerzan en las operaciones de excelencia como un elemento clave de su estrategia, la cuál se basa principalmente en la creencia de reducir al mínimo las capas de la organización, y maximizar ampliamente la participación de la toma de decisiones de la compañía. En mérito de estas metas organizacionales, se considera un requerimiento importante el control de cada uno de sus negocios para lograr implementar adecuadamente la filosofía de la compañía y su estrategia corporativa, de este modo, estarán activamente buscando obtener el control y apuntando sus intereses, en aquellos negocios donde no lo tienen. AES está en una continua evaluación de su estrategia corporativa en lo que se refiere a negocios en los Estados Unidos, Sudamérica y Asia.

El financiamiento para las adquisiciones, a menudo, debe ser negociado rápidamente y por lo tanto, puede imposibilitar a la compañía para arreglar y llevar a cabo sus proyectos de financiamiento "sin recursos" (non-recourse). Por otra parte, las grandes adquisiciones, que se presentan simultáneamente con otras del mismo tipo, o con grandes proyectos de desarrollo de plantas, requieren que la empresa obtenga un sustancial financiamiento adicional, incluyendo la deuda y el valor de la compañía. Como resultado de esto, en orden de incrementar sus capacidades financieras para responder adecuadamente a estas oportunidades aceleradas, la compañía mantiene una línea de crédito por 850 millones de dólares, además de facilidades de crédito.

También mantiene un "estante universal" como estatuto declarado con el SEC, el cuál permite la emisión pública de deuda adicional variada, que para el año 2000 representaba aproximadamente 2,3 billones de dólares en potenciales ingresos inusitados de la emisión de valores públicos.

En relación a lo anterior, no puede haber seguridad de que habrá suficiente financiamiento disponible para la compañía en términos aceptables, para concretar la compra de activos, adquisición de negocios, u otros requerimientos financieros que puedan estar pendientes.

CAPITULO 3. Adquisición de Gener S.A.

En este capítulo se revisará la adquisición de Gener S.A., que representa el primer paso de su reestructuración financiera. Se analizará la situación financiera de la empresa antes de la adquisición, con el fin de identificar algunos elementos que fueron determinantes en el momento en que Gener inició el proceso tendiente a la búsqueda de un socio capitalista o un inversionista con capacidad financiera, de manera que la empresa pudiera seguir creciendo en Latinoamérica, dentro del nuevo contexto globalizado de la industria. Esto, teniendo en consideración las restricciones al crecimiento y al desarrollo que imponían a la empresa su menor tamaño y menor capacidad de endeudamiento respecto de sus grandes competidores internacionales.

Es importante señalar, que al igual que Gener, todas las empresas que están insertas en el mercado bursátil ¹ y cuyas acciones se transan en la bolsa, tienen como prioridad número uno maximizar el valor de mercado de la empresa, y de esta manera, maximizar la rentabilidad de sus accionistas. Por otra parte, para aumentar el valor, las empresas necesitan invertir en nuevos proyectos que les permitan crecer y desarrollarse en los mercados, ya sea a nivel local o internacional (como lo era para Gener), por lo tanto, es fundamental contar con importantes fuentes de financiamiento. Con el fin de obtener estas fuentes, las empresas modifican su estructura de capital, y de esta manera, pueden afectar la rentabilidad de los accionistas si el valor de la empresa llega a variar con dicha reestructuración.

¹ Mercado referente a la Bolsa de Comercio de Santiago

De acuerdo a lo anterior, las empresas que pertenecen al mercado bursátil, están en una constante búsqueda para aumentar su valor de mercado y beneficiar a sus accionistas. De este modo, cualquier cambio que Gener realice en su estructura de capital para obtener financiamiento, podrá tener efectos sobre los beneficios de los accionistas.

Antes de realizar el análisis financiero de Gener S. A., se verán algunos puntos teóricos que explicaran más claramente lo antes señalado. Será útil explicar la importancia del valor de mercado de la empresa, y porqué es éste tan importante para sus accionistas en relación a la maximización de su riqueza. Para analizar este punto, se verán algunos conceptos de la *estructura de capital*, y como estas distintas estructuras sirven para los propósitos de las organizaciones. Luego se revisarán las estructuras de capital de Gener correspondiente a los años anteriores de la adquisición, y más detalladamente, se analizarán sus niveles de endeudamiento y su liquidez, además de sus operaciones financieras y emisiones para obtener recursos. Esto nos dará una visión más real de las verdaderas oportunidades de endeudamiento que tenía la compañía al final del período como fuente de financiamiento para sus inversiones.

3.1 Conceptos de Estructura de Capital

La estructura de capital se puede entender como la razón que mantienen las empresas entre su deuda y capital. En términos generales, una empresa puede elegir entre muchas opciones de estructura, ya sea emitir una pequeña o una gran cantidad de deuda, acciones preferentes, certificados de acciones, bonos comunes, bonos convertibles, certificados de tasa de interés máxima, etc. Así, mientras mayor sea el número de instrumentos financieros disponibles, las variaciones posibles de estructuras de capital serán ilimitadas de acuerdo al número de combinaciones que exista. En este caso, se tomaran sólo las acciones comunes y la deuda directa como instrumentos financieros para explicar como afecta esta estructura y el valor de la empresa en la rentabilidad de los accionistas.

A través del siguiente ejemplo se mostrará que aquella estructura de capital que maximice el valor de la empresa es la que los administradores deberían elegir para el beneficio de los accionistas.

Supongamos que el valor de la empresa es igual a 1000 unidades. Actualmente la empresa no tiene deudas, o sea, es una empresa no apalancada. Se planea solicitar un préstamo por 500 y pagar otros 500 a los accionistas como un dividendo adicional. La pregunta es ¿cuál será el valor de la empresa después de la reestructuración? La administración reconoce que sólo pueden ocurrir tres resultados después de este hecho, el valor de la empresa puede ser: mayor que el valor original de 1000, igual a este valor, o inferior (situaciones I, II y III respectivamente en el cuadro). Se considera que esta reestructuración no cambiará el valor de la empresa en más de 250 en cualquier dirección, de este modo, los valores de la empresa serán de 1250, 1000 y 750. Lo anterior se representa en el siguiente cuadro.

	Ausencia de deudas (estructura de capital inicial)	Valor de las deudas de capital después del pago de dividendos		
		I	II	III
Deudas	0	500	500	500
Capital Contable	<u>1000</u>	<u>750</u>	<u>500</u>	<u>250</u>
Valor de la Empresa	1000	1250	1000	750

Como se puede apreciar, la deuda es igual a 500 en los tres casos y el capital es inferior a 1000, esto se debe a que el cuadro muestra el valor del capital después de que se paga el dividendo adicional en efectivo, en consecuencia, la empresa tendría un menor valor para los tenedores de capital.

Ahora se puede determinar el rendimiento que obtienen los accionistas bajo las tres posibilidades:

	Rendimiento para los accionistas después de la reestructuración		
	I	II	III
Ganancia de Capital	-250	-500	-750
Dividendos	<u>500</u>	<u>500</u>	<u>500</u>
Ganancia o pérdida neta para los accionistas	250	0	-250

Aunque no se sabe ciertamente cuál de los tres resultados se dará con el cambio de estructura, en el primer caso los accionistas ganarían 250, ya que a pesar de que el precio de las acciones disminuye 250, quedando en 750, ellos reciben 500 por dividendos, por lo tanto su ganancia neta es de 250. Análogamente, en el segundo caso el precio de las acciones disminuye 500, pero reciben la misma cantidad en dividendos, por lo tanto su ganancia neta es cero. Finalmente, en el tercer caso las acciones caen 750 quedando en 250, reciben 500 de dividendo, entonces su ganancia neta es de -250.

Según los resultados anteriores, la empresa se debería reestructurar sólo en el primer caso donde el valor de ésta aumenta, ya que el rendimiento de los accionistas es positivo. En el segundo caso la reestructuración no tiene efecto, y en el tercero, el efecto es negativo ya que los accionistas presentan pérdidas.

De este modo, se ha explicado la razón por la cuál las empresas deberían tratar de maximizar su valor. Así, se puede concluir que los cambios en la estructura de capital benefician a los accionistas si y tan sólo si el valor de la empresa aumenta. Por lo tanto, se debe escoger aquella estructura que producirá el valor más alto para la compañía.

A partir del ejemplo anterior, se puede decir que lo más importante para Gener S.A. es aumentar el valor de la compañía. Para esto, se buscaba un buen nivel de crecimiento y desarrollo en el mercado internacional, específicamente en Latinoamérica, que es hacia donde apuntaba la empresa con su estrategia planteada en los años anteriores. Por lo tanto, la empresa necesitaba un cambio en su estructura de capital para financiarse, ya que como se mencionó anteriormente, las razones fundamentales que le impedían a la

empresa lograr este crecimiento, eran su poca capacidad de endeudamiento y su menor tamaño en relación a la industria internacional.

3.2 Situación Financiera

Con el fin de operar bajo óptimos niveles de desempeño y rendimiento, es importante para cualquier empresa contar con un respaldo financiero, y en caso de no tenerlo, es fundamental obtener fuentes de financiamiento que lo permitan. En este sentido, era necesario para Gener obtener financiamiento con el fin de llevar a cabo su consolidación en el mercado latinoamericano. Cabe mencionar que por la magnitud de la industria energética, tanto en Chile como en otros países, es necesario realizar fuertes niveles de inversión en este sector.

Como fuentes de financiamiento, existen variados instrumentos financieros. Gener, en el período antes de la adquisición, correspondiente a los años 1997, 1998, 1999 y 2000, optó por la emisión de deudas y capital para financiarse, modificando su estructura de capital año tras año. La situación económica del país y estos movimientos del período se describen a continuación.

3.2.1 Contexto económico.

En este período, se dieron varios cambios en el sector energético de la región, caracterizado por el avance de los procesos de privatización y los cambios en la estructura organizativa de la industria eléctrica en algunos países de Latinoamérica. Por otro lado, la caída de precios internacionales del petróleo constituyó uno de los factores que afectó fuertemente los esquemas de producción y el comercio exterior.

El contexto económico nacional se vio complicado debido a la difícil situación económica externa, a fines del año 1997 y en 1998. La crisis financiera de los países del sudeste asiático, las sucesivas crisis económicas en Rusia, y la crisis devaluativa de la moneda local en Brasil, afectaron el comercio internacional y el saldo de la cuenta de capitales, lo que obligó a las autoridades económicas a realizar un profundo ajuste económico a fines de 1997. Esto se tradujo en una política monetaria restrictiva con el fin de estabilizar el tipo de cambio en el país, por otro lado, el Banco Central buscaba elevar el costo del crédito en general, y disminuir el crecimiento de la demanda interna, lo que se tradujo en un aumento sustancial del costo de capital y una reducción de la inversión

En 1998, a raíz de este sobre ajuste, el crecimiento de la actividad económica presentó la menor expansión del producto desde 1991, alcanzando sólo un 3,4%. Sin embargo, el sector eléctrico nacional se había destacado por su crecimiento, presentando tasas mayores a las que presentaba el PGB ². Esto a pesar del alto grado de regulación que existía en la industria, como la fijación de tarifas, el requerimiento de condiciones

² Producto Geográfico Bruto

técnicas para el desarrollo del negocio, y la imposición de políticas sectoriales y estratégicas.

Gener seguía en vías de crecimiento de acuerdo a su plan estratégico de expansión y consolidación en los mercados latino-americanos, por lo tanto, estaba constantemente en búsqueda de financiamiento para sus inversiones.

3.2.2 Financiamiento.

A pesar de las difíciles condiciones que presentaba la economía de Chile y Latinoamérica, Gener realizó importantes operaciones financieras que significaron captar grandes sumas de dinero, con el objeto de financiar sus proyectos en diversos grados de desarrollo. Durante este período, previo a la adquisición, el financiamiento estuvo caracterizado por la emisión de acciones y deuda.

En 1997, por intermedio de la Gerencia Corporativa de Finanzas, Gener realizó operaciones que lograron captar más de 800 millones de dólares en los mercados de capitales. La operación más importante en este año fue la emisión y colocación de acciones por 210.000 millones de pesos, equivalente a 500 millones de dólares, que tuvo lugar entre Junio y Julio. Esta exitosa operación representó el mayor aumento de capital de una empresa chilena. Las acciones se ofrecieron simultáneamente en Chile y EEUU, y fue el primer caso en que los tenedores de ADR³ tuvieron la posibilidad de suscribir acciones durante el período de oferta preferente. Los accionistas mostraron su respaldo suscribiendo prácticamente todos los derechos disponibles. Por otro lado, también se dio apoyo a para la materialización de otros proyectos, de este modo, se firmó un compromiso de financiamiento con importantes bancos por unos 314 millones de dólares, con una tasa de interés fija y un plazo de diez años.

En 1998, se logró captar más de 700 millones de dólares destinados al financiamiento de proyectos en desarrollo y al refinanciamiento de pasivos. En septiembre, se concretó el financiamiento para el proyecto InterAndes/TermoAndes, a través de la emisión de un programa de obligaciones negociables cuya colocación fue liderada por el Banco Bilbao Vizcaya S.A. y el Deutsche Bank. Sin embargo, la operación más importante se efectuó en diciembre de éste año, cuando Gener realizó la mayor colocación de deuda efectuada hasta la fecha en el mercado de capitales chilenos y la mayor colocación de bonos convertibles efectuada por una empresa latinoamericana, al colocar bonos convertibles en acciones por 415 millones de dólares como oferta nacional, que corresponden al 83% de una emisión total de 500 millones de dólares, de los cuales el remanente se colocó en EEUU el año siguiente. En este caso los inversionistas también demostraron su confianza en la compañía y su administración, al suscribirse más de 380 inversionistas entre instituciones y personas. El éxito de la transacción fue además reflejo del atractivo de esta novedosa alternativa de inversión para el mercado local.

En junio de 1999, se materializó la colocación de la serie internacional de bonos convertibles en acciones por 82,5 millones de dólares, con vencimiento el año 2005, a un

³ Acciones nacionales transadas en EEUU

precio efectivo final 14.45 por ciento sobre su valor par. Esta operación internacional corresponde al saldo de la oferta de bonos convertibles por un total de 500 millones de dólares realizada el año anterior. Esta colocación permitió el refinanciamiento de pasivos de corto plazo de la empresa y el financiamiento de las nuevas adquisiciones y los proyectos llevados a cabo durante el año. Por otra parte, Gener y su filial Eléctrica Santiago (ESSA) prepagaron 230 millones de dólares como parte de un plan de refinanciamiento. Esta filial de Gener, estructuró una colocación de un bono local por 100 millones de dólares, del cual fue colocada la serie denominada en dólares por un monto de 60 millones de dólares. Cabe destacar también la renegociación de pasivos por 417 millones de dólares que llevó a cabo la empresa relacionada argentina Hidroeléctrica Piedra del Águila con un grupo de bancos argentinos y extranjeros y con los tenedores de bonos.

Durante el 2000 no se realizaron grandes operaciones, ya que las emisiones de bonos realizadas en los años anteriores y los créditos de largo plazo obtenidos permitieron que la compañía no requiriera nuevo endeudamiento en este año, período que se caracterizó por el alto costo de financiamiento para las empresas latinoamericanas.

Es importante señalar que la exitosa historia de seriedad, solvencia y prestigio demostrada por la compañía en los mercados financieros locales e internacionales, han sido factores fundamentales para la obtención de todos estos recursos. Las clasificaciones de riesgo que diversos especialistas internacionales han otorgado a Gener son también un reflejo de lo anterior. Es así como los clasificadores de riesgo le han dado una evaluación en los niveles

más altos que una empresa chilena puede alcanzar ⁴. Esto es sin duda algo muy importante para la compañía, ya que la posiciona como uno de los más importantes generadores eléctricos del país y da señales positivas al mercado sobre el desempeño general de la empresa, más aún si sus acciones son transadas en la bolsa de valores y seguros.

3.2.3 Análisis Razonado.

A continuación se muestran algunos ratios importantes que permitirán comprender de mejor manera la situación financiera que tenía Gener antes de la adquisición, y que explican de alguna manera las decisiones de la empresa sobre las operaciones financieras realizadas como financiamiento durante este período. Posteriormente, se analizarán los índices del leverage ⁵ financiero de la compañía, sus niveles de liquidez ⁶ y otros elementos.

⁴ Información mostrada en los anexos

⁵ Razón Deuda/Patrimonio

⁶ Razón Activo Circulante/Pasivo Circulante

Cifras de Gener S.A. (Base Consolidada) (millones de pesos)				
	1997	1998	1999	2000
Activos Circulantes	244,850	291,394	200,334	203,976
Activos Fijos	853,065	1,000,076	1,388,664	1,656,053
Otros Activos	277,896	351,043	371,613	341,700
Total Activos	1,375,811	1,642,513	1,960,611	2,201,729
Pasivos Circulantes	183,708	140,218	242,037	467,760
Pasivos Largo Plazo	440,641	688,370	826,043	801,529
Interés Minoritario	15,555	37,511	98,177	98,090
Patrimonio	735,907	776,414	794,354	834,350
Total Pasivos y Patrimonio	1,375,811	1,642,513	1,960,611	2,201,729
Leverage	0.83	1.02	1.20	1.36
Liquidez	1.33	2.08	0.83	0.44
Capital de trabajo	61,142	151,176	-41,703	-263,784

Los datos anteriores, corresponden sólo a una parte de los estados financieros de Gener S.A. Se tomó en consideración realizar este análisis sobre una base consolidada de los estados financieros de la compañía, considerando que el presente estudio muestra a la compañía con todas sus propiedades y participación en otras empresas. Estos datos fueron obtenidos de la base de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, y de las memorias anuales de la empresa para cada año del período.

Como se aprecia en el cuadro, el leverage financiero de Gener aumentó año tras año con el fin de consolidarse internacionalmente, lo que indica que la compañía estaba en constante búsqueda de financiamiento para lograr este objetivo. El financiamiento se obtuvo a través de un aumento en sus niveles de endeudamiento principalmente, además de la emisión de capital realizada en 1997.

El nivel de endeudamiento que mantuvo la empresa a fines de 1997 puede ser considerado como bueno, ya que presentaba niveles de leverage inferiores a 1,0, lo que inclusive podría ser considerado como bajo para los estándares de la industria, en que generalmente se observan razones sobre uno, debido a los grandes niveles de inversión que se realizan en promedio. Este bajo nivel exhibido durante el año, se debe a que si bien se adquirieron compromisos de deuda con importantes bancos internacionales, la operación financiera más importante realizada por la empresa para financiarse, fue la emisión y colocación de acciones por 500 millones de dólares, lo que diluyó de manera importante la propiedad de la compañía, de este modo, no fue necesaria la adquisición de grandes deudas y la razón deuda/patrimonio se mantuvo baja.

Si bien los niveles del leverage financiero eran bajos en 1997, esta razón aumentó con niveles superiores a uno en los años siguientes, siendo cada año mayor. A partir de 1998, la deuda de Gener creció impulsada fundamentalmente por la gran emisión de deuda realizada ese año, esta fue la colocación de bonos convertibles por acciones por 415 millones de dólares que sirvieron para el financiamiento de proyectos en desarrollo y el refinanciamiento de pasivos de largo plazo, de hecho, esta última es una de las principales razones que se le atribuye al aumento del leverage en el año. Durante 1999,

la razón deuda/patrimonio siguió creciendo debido a la colocación internacional del remanente de la emisión del bono convertible del año anterior, además de la consolidación de la deuda de la filial Central Puerto, y algunas otras colocaciones de las filiales locales. En el 2000, aunque no se efectuaron emisiones importantes, la razón aumentó debido al refinanciamiento de pasivos y el financiamiento obtenido para las empresas internacionales. Esto se observa en aumento sucesivo de los pasivos de largo plazo que experimentó Gener en los últimos años de este período.

Los niveles de liquidez que mantenía Gener eran considerados como buenos durante 1997 y 1998 con ratios superiores a 1,0, lo que indica que el activo circulante era mayor que el pasivo circulante y, por lo tanto, la empresa contaba con la liquidez necesaria que la capacitaba para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. De hecho, una parte importante de las buenas clasificaciones de riesgo acreditadas a la compañía por parte de organismos internacionales, estuvo basada en estos destacados niveles de liquidez demostrados por la empresa, y que permitían mantener una situación competitiva en la complicada situación económica del momento. Es en 1999 que las razones de liquidez caen con cifras inferiores a 1,0, principalmente por la consolidación de las deudas de corto plazo de su filial argentina Central Puerto, donde se compró el remanente de la propiedad. En el 2000, siguieron disminuyendo los niveles de liquidez a raíz del cumplimiento de obligaciones de corto plazo en otras sucursales internacionales. Como se observa en el cuadro, en estos últimos dos años, el activo circulante era similar e inferior al de 1997 y 1998, mientras que el pasivo circulante aumentó de manera importante casi duplicándose en estos últimos años en relación a los anteriores, de esta manera, la razón de liquidez disminuyó considerablemente.

El capital de trabajo, dado por la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante, representa la disposición líquida de la empresa para realizar inversiones. Como se muestra en el cuadro, en los dos primeros años, esta diferencia era positiva, pero en cantidades muy pequeñas en relación a las necesarias para invertir en la industria, mientras que en los años siguientes, la diferencia fue negativa anulando cualquier posibilidad de inversión. Lo anterior, explica de cierta manera las razones por las cuales es necesario realizar importantes operaciones financieras para obtener recursos, que permitan llevar a cabo las inversiones necesarias para crecer y desarrollarse, sobre todo en esta industria. Es así, que independiente del nivel de capital de trabajo mostrado por Gener en este período, ya sea positivo o negativo, siempre fue necesario obtener financiamiento a través de otros instrumentos financieros que permitieran captar importantes sumas, como lo fueron las emisiones de deuda y capital.

3.3 Relación entre valor de la empresa y leverage financiero

En esta sección, se verá que el valor de la empresa varía de acuerdo a los distintos niveles de endeudamiento que éstas tengan. De esta manera, los cambios realizados

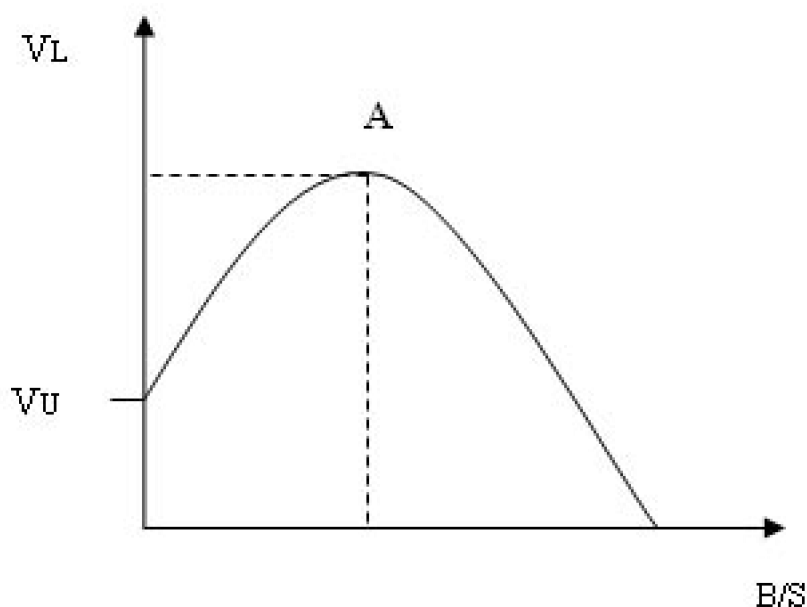
sobre la estructura de capital de Gener, correspondiente a las emisiones de deuda y capital realizadas para financiarse en el período de 1997 al 2000, tuvieron efectos evidentes sobre el valor de la compañía.

Para analizar lo anterior, es importante recalcar algunos puntos básicos sobre el valor de la empresa, y en particular, lo que se refiere a la curva de valor, y como es ésta determinada por las distintas estructuras de capital adoptadas por las empresas.

En la actualidad, no existe una fórmula para determinar de manera exacta el nivel óptimo de deudas de una empresa en particular. Esto se debe principalmente a que los costos de una reorganización financiera no pueden expresarse de manera precisa, igualmente ocurrirá al variar los niveles de la estructura de capital, que también representan un tipo de reorganización. Sin embargo, nos apoyaremos en la teoría existente para analizar este caso.

Según la teoría de Modigliani y Miller, se afirma que el valor de la empresa aumenta con el apalancamiento ⁷, suponiendo que este valor será mayor al de una empresa no apalancada ante la presencia de impuestos corporativos. Lo anterior implica que todas las empresas deberían elegir una cantidad máxima de deudas, pero esto no ocurre así en la práctica, de hecho, existe algunos autores que han indicado que los costos de quiebra de la empresa y otros costos relacionados reducen el valor de una empresa cuando existen elevados niveles de apalancamiento. La evidencia empírica demuestra que así ocurre, dado los altos riesgos que se asumen ante dicha situación.

Bajo estas ideas, la curva del valor queda de la siguiente forma:



Como se muestra en la figura, VL representa el eje del valor de la empresa apalancada, donde VU es el valor de la empresa sin deuda. Por otra parte, el eje B/S muestra el leverage de la empresa, que corresponde a la razón Deuda/Patrimonio.

La recta ascendente de la curva, debería seguir indefinidamente ascendiendo en

⁷ Endeudamiento

línea recta, representando el valor de la empresa en un mundo sin costos de quiebra, o sea, el valor de la compañía aumentaría de manera ilimitada a medida que se aumenta el nivel de deudas. Sin embargo, en la realidad esto no ocurre así, y la forma cóncava que tiene la curva representa el valor de la empresa asumiendo estos costos de quiebra. Éstos aumentan a medida que la empresa se desplaza de una posición de financiamiento total con instrumentos de capital (lado izquierdo de la curva) hacia una posición de financiamiento con deuda (lado derecho de la curva), disminuyendo el valor de la empresa. A medida que se añade una mayor cantidad de deudas, el valor presente de estos costos aumenta a una tasa creciente. Por lo tanto, el punto **A** representa el nivel de leverage que maximiza el valor de la empresa. Es importante señalar que esta razón deuda/patrimonio es manejable tanto al modificar los niveles de deuda, como los de capital.

Bajo los puntos teóricos antes señalados, es posible interpretar las operaciones financieras realizadas por Gener durante el período antes de la adquisición, y como éstas se relacionan con la curva de valor a través de las variaciones experimentadas en su estructura de capital.

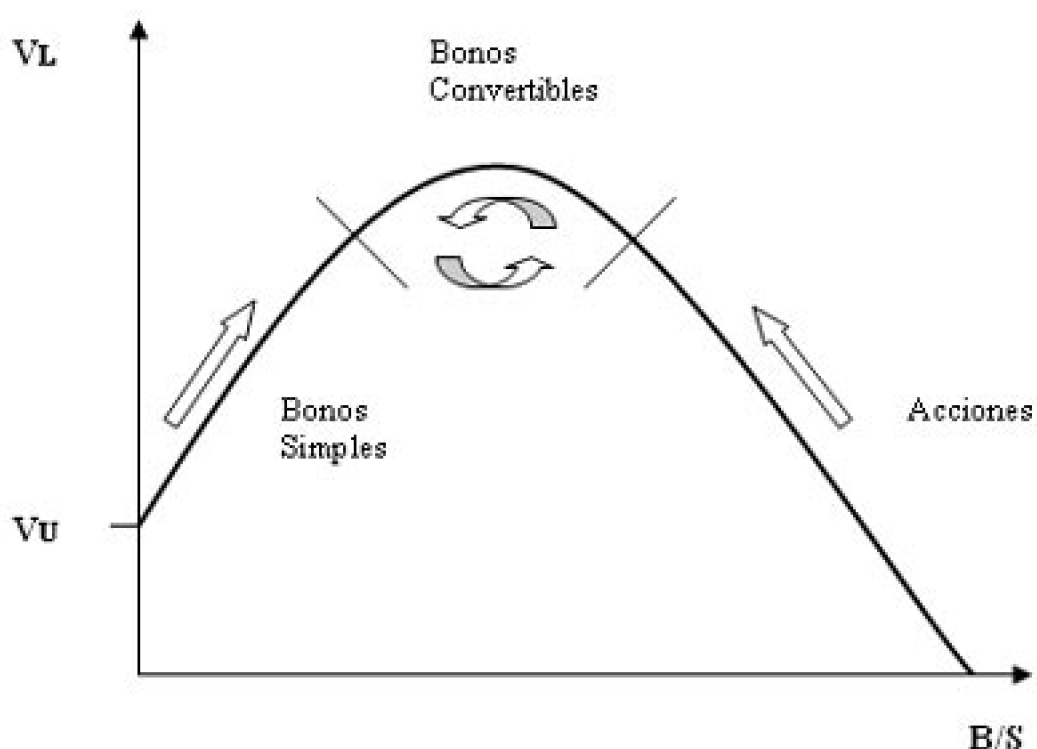
Como ya se mencionó, la operación financiera más importante realizada en 1997 para financiarse, correspondió a la emisión de capital de la compañía, dada por la emisión y colocación de acciones equivalente a 500 millones de dólares. Es común que las empresas emitan capital cuando sus niveles de endeudamiento son altos (parte derecha de la curva), y la emisión de deuda no es conveniente ya que se arriesgan a aumentar sus costos de quiebra, y por lo tanto, situarse en la parte aún más descendente de la curva, disminuyendo el valor de la compañía. De este modo, es muy posible que esta decisión de emitir capital por parte de Gener, tenga razón en que la empresa estaba altamente endeudada y se encontraba en la parte descendente de la curva, esto considerando que el año anterior, la empresa se financió exclusivamente con la emisión de deuda, siendo la más importante la emisión de bonos públicos en el mercado estadounidense por 200 millones de dólares. De este modo, con la emisión de capital en 1997, la razón del leverage financiero disminuyó considerablemente y la empresa se desplazaba hacia la izquierda a través de la curva producto de esta disminución. Esto implicaría optar por otro tipo de financiamiento, dada la necesidad de la empresa por obtener recursos y consolidarse internacionalmente.

Es así, que en 1998 se efectuó una emisión de deuda, con la colocación de bonos convertibles en acciones por 415 millones de dólares, además de la adquisición de otros compromisos de deuda a largo plazo. Dado lo anterior, es muy probable que la empresa se encontrara en la parte alta y ascendente de la curva, ya que estas emisiones son comunes cuando los niveles de endeudamiento no son muy altos, y el valor de la empresa es más bien alto y satisfactorio. Al emitir bonos convertibles, que dan la opción a las empresas de traspasar deuda a patrimonio con la conversión, es posible mantenerse en la parte alta de la curva, de este modo, con la emisión se traslada a la parte alta descendente de la curva, y con la conversión se vuelve a la parte alta ascendente teniendo nuevamente la oportunidad de emitir este tipo de bonos, esto se muestra en la figura. Sin embargo, la conversión de esta emisión aún no se concretaba. Más tarde, en 1999, se emitió deuda nuevamente, colocando el remanente de la emisión de bonos

convertibles del año anterior, junto a otras emisiones por parte de las filiales. Es así, que con las emisiones de deuda de 1998 y 1999, la empresa aumentó la razón de su leverage financiero, trasladándose nuevamente a la parte descendente de la curva, disminuyendo el valor de la compañía.

En el año 2000 no se realizaron grandes operaciones financieras, ya que con las emisiones de los años anteriores y otros créditos, no fue necesario un nuevo endeudamiento. Además, tampoco sería conveniente ya que Gener estaba en la parte descendente de la curva, donde sería mejor emitir capital, pero esto tampoco era posible dado que con la emisión de acciones en 1997, la empresa había diluido de manera importante su propiedad.

Para aclarar lo antes explicado, a continuación se grafica la curva del valor de la empresa seccionada de acuerdo al los tipos de emisiones antes descritos:



En la figura anterior, se muestra la curva de valor seccionada en tres partes, donde cada una representa las opciones de financiamiento posibles que tienen las empresas, dependiendo del lugar de la curva en que se ubiquen. Así, con el objetivo de maximizar el valor de la compañía, las empresas que estén en la parte ascendente les convendrá emitir deuda a través de bonos simples, para las que se ubican en la parte descendente será mejor la emisión de capital, y por último, la emisión de bonos convertibles les convendrá a aquellas que se encuentran en la parte alta de la curva.

Las decisiones tomadas en este período por Gener, sobre los instrumentos financieros utilizados para obtener recursos responden a lo anterior. A fines del 2000,

producto de las emisiones de deuda realizada en los años anteriores, la empresa se encontraba con niveles de endeudamiento medianamente elevados, por lo tanto, el leverage financiero también lo era, incluso más que en los años anteriores. De este modo, ya no era posible emitir grandes deudas y el valor de la empresa comenzaba a disminuir. La empresa necesitaba obtener nuevas fuentes de financiamiento para llevar a cabo el plan estratégico de consolidación en el mercado latinoamericano y con esto aumentar el valor de la compañía. Es muy probable que las razones financieras expuestas en esta sección, fueran uno de los elementos que motivaron a Gener a iniciar la búsqueda de un socio capitalista que les permitiera llevar a cabo este objetivo.

Es importante mencionar, que la idea de asociarse con una empresa más grande se planteaba un par de años antes de su materialización, cuando AES Corporation publicó una OPA ⁸ por un elevado porcentaje de la propiedad de la compañía, esto se debía principalmente a que el plan de internacionalización de Gener, requeriría de un financiamiento mayor al de los años anteriores para concretarse de manera óptima.

3.4 Toma del control por AES Corporation

El proceso de la adquisición de Gener S.A. por parte de AES Corporation, se iniciaba ya en el año 1998, cuando esta última, a través de la Superintendencia de Valores y Seguros, presentara la primera oferta pública de acciones por el 80% del total de las acciones en circulación de Gener. Ante esta situación, los principales inversionistas se mostraron sorprendidos y no vieron de manera positiva dicho proceso, argumentando que no existiría una OPA que les permitiese rescatar el premio inherente a ésta, en relación al escenario ofrecido en ese momento.

Sin embargo, fue durante el año 2000 cuando Gener decidió en forma definitiva, iniciar el proceso de búsqueda de un socio estratégico que le permitiera mejorar su posición competitiva ante el desarrollo de grandes competidores del sector generación a nivel mundial, específicamente en Latinoamérica, donde se iniciaría a corto plazo el proceso privatizador de los mercados eléctricos más importantes de esta región. Esto además, permitiría a Gener disminuir sus niveles de endeudamiento y riesgo financiero.

Este proceso fue llevado a cabo por el directorio de la compañía asesorado por bancos de inversión. Tras el estudio de diferentes alternativas, uno de los invitados al proceso, AES Corporation, decidió presentar una oferta pública por el control de la compañía. Esto hizo necesario modificar los estatutos de la empresa, que anteriormente aceptaban una concentración de propiedad máxima de 20%, y el retiro de ofertas que apuntaban a una alianza más que al control de la compañía.

Esta adquisición, sería positiva tanto para la empresa nacional, mencionado anteriormente, como para AES Corporation, puesto que este proceso significaría para esta última la materialización de la entrada en el mercado eléctrico chileno, y como

⁸ Oferta Pública de Acciones

consecuencia, la entrada al mercado latinoamericano en el cual no tenía presencia. Además Chile era bien visto en el exterior y era considerado un país con una economía buena y estable, propicio para invertir, sobretodo si se tiene en cuenta que el promedio de ventas en este sector alcanzaba un 7%.

En el marco de la OPA lanzada por AES, el 28 de diciembre del 2000 AES asumió el control de Gener durante el remate de acciones realizado en la Bolsa de Comercio de Santiago. En esta operación, fueron oficialmente inscritas 3.466.600.000 acciones de Gener, a nombre de Cachagua Limitada (filial de AES), lo que representaba aproximadamente el 61,11% del capital accionario de la compañía.

Luego, el 29 de diciembre del mismo año, AES adquirió un 34,56% adicional de Gener mediante el canje de ADRs de Gener por acciones de AES. En esta operación, se canjearon un total de 28.877.983 ADRs, equivalente a unas 1.960.246.404 acciones de Gener.

Es así, que AES Corporation totalizó la adquisición, obteniendo una participación del 95.6% en la propiedad de Gener, lo que equivale a una inversión de aproximadamente 1.300 millones de dólares, de los cuales 840 millones fueron desembolsados en Chile.

Debido a las nuevas disposiciones de la Ley de OPAs decretadas durante este período en el país, AES debió lanzar una segunda OPA por el número restante de acciones que aún no eran de su propiedad. Así, el 28 de enero del 2001 AES ofreció la compra del 4.4% de las acciones restantes, equivalente a unas 245.893.706 acciones de Gener. AES adquiría la totalidad de las acciones emitidas por Gener que aún no controlaba, y con esto, tomaba el 100% del control de la compañía.

De este modo, concluía el proceso iniciado en abril del año 2000 y AES concretaba sus intenciones de ingresar al mercado Latinoamericano de generación. Por otro lado, Gener también materializaba sus planes, con la incorporación de un inversionista estratégico que le permitiera tener una posición competitiva en el nuevo escenario de la industria, caracterizado por la concentración del negocio eléctrico en grandes empresas de alcance global.

CAPITULO 4. Reestructuración Financiera

4.1 Plan de reestructuración.

Es necesario que antes de detallar el plan de reestructuración financiera de AES Gener demos a conocer el porque se llego hacer este plan.

Todo comienza cuando AES toma el control de la empresa Gener, esto sucede oficialmente el 3 de enero de 2001 cuando AES inscribe a su nombre el 61,6% de las acciones de Gener, inscritas en Chile a nombre de Cachagua Limitada, filial de AES.

Al encontrarse la empresa con deuda se comienza la venta de los activos que poseen en Argentina, siendo el 5 de febrero de 2001 la fecha oficial en que, ante junta se autoriza la venta de activos eléctricos que Gener posee directa e indirectamente en Argentina, consistentes principalmente en acciones de la Cías, Central Puerto S.A., Hidroneuquén S.A., Inter Andes S.A. y Termo Andes S.A. Además se reitera la intención de AES de vender los activos al grupo Total Final Elf y destinar los recursos para la disminución de los pasivos.

Se define además una nueva estructura organizacional que pretende mejorar los resultados de la empresa, esta estructura se basa en unidades de servicios y unidades

de negocios encabezadas por líderes de negocios.

Todo esto se acompaña de un programa de recompra de hasta un 5% de las acciones de propia emisión. Esto con el fin de facilitar a los accionistas que no pudieron participar en las ofertas públicas anteriores, desprenderse de sus acciones si así lo estimasen conveniente, disminuir el número de accionistas de modo de transformarla en una sociedad anónima cerrada y de bajar los costos asociados a la mantención de una sociedad anónima abierta, y eventualmente mantener acciones en cartera que pudieran servir de respaldo para el otorgamiento de beneficios en acciones a los trabajadores de la Cía.

Todos los esfuerzos realizados por la empresa dan frutos, incrementando los resultados en un 18,3%. Debido a estos resultados es que se decide un reparto de utilidades para los accionistas de 5,95 pesos por acción.

Así durante esos años, 2001 y 2002 AES Gener presenta una buena administración la cual se manifiesta en buenos resultados, reestructuración de deuda y créditos con diferentes bancos acreedores, esto hace mejorar el perfil financiero y operacional de la empresa.

Es por esto que AES Gener decide anunciar su plan de reestructuración financiera, el cual estaría implementado para fines del año 2003.

Fue el 13 de noviembre de 2003 en que AES Gener dio inicio a su proceso de reestructuración financiera, que le permitiría reducir significativa y anticipadamente su endeudamiento, refinanciar el remanente de su deuda, fortalecer su flexibilidad financiera y mejorar el nivel de competitividad de AES Gener en el sector eléctrico Chileno, la reestructuración contempla una serie de operaciones financieras relacionadas que tendrían un cierre simultaneo antes del 31 de diciembre del 2003 y que son las siguientes:

- **Recapitalización y pago de de la cuenta mercantil:** Inversiones Cachagua Ltda. vende parte de las acciones de la compañía Chilena a inversionistas locales y extranjeros, pero siempre manteniendo un alto porcentaje de participación en la empresa que le permita el control de ésta. Los fondos percibidos en esta venta, junto a la contribución directa de capital desde AES Corp. a través de Inversiones Cachagua, sumarían aproximadamente US\$ 300 millones. Estos fondos serían aportados a AES Gener principalmente a través del pago de la cuenta corriente mercantil suscrita por inversiones Cachagua y AES Gener en el 2001.
- **Aumento de capital:** Como parte del proceso, AES Gener anuncia el primer paso público de esta capitalización al convocar una junta extraordinaria de accionistas con fecha 21 de noviembre de 2003, en la que se votaría un aumento de capital por hasta US\$ 80 millones. El monto definitivo sería determinado en la junta.
- **Emisión de bonos:** En forma simultanea con las operaciones antes descritas, AES Gener emitiría aproximadamente US\$ 400 millones en bonos de largo plazo en el mercado internacional.
- **Oferta de compra de deuda o “Tender offer”:** Con los bonos percibidos de las

operaciones anteriores, la empresa realizaría un rescate voluntario en Chile y Estados Unidos por el total de sus bonos convertibles y Yankee Bond (tender offer), que ascendían a un valor nominal aproximado de US\$ 700 millones y que vencen el 2005 y 2006.

Reestructuración de los pasivos de TermoAndes / InterAndes: Paralelamente la compañía se encontraba analizando las opciones de reestructuración de pasivos de sus filiales Argentinas TermoAndes e InterAndes, con el fin de extender los períodos de vencimiento. Para la concreción de las operaciones anteriormente descritas, AES Gener citaría próximamente a otras juntas extraordinarias de accionistas y juntas de tenedores de bonos, de manera de lograr las aprobaciones necesarias que se requieran como parte de la transacción global.

Como resultado de esta operación, AES Gener reduciría sus pasivos en aproximadamente US\$ 300 millones y la nueva deuda a largo plazo mejoraría sustancialmente la estructura de capital de la empresa.

Asimismo como consecuencia de de la reestructuración, la empresa mejoraría su clasificación de riesgo crediticio ⁹, y se lograría el ingreso de nuevos accionistas a la compañía.

Todo lo anterior permitiría a AES Gener tener mayor flexibilidad financiera para emprender nuevas oportunidades de crecimiento y seguir liderando el mercado de generación eléctrica en Chile.

Los títulos que formen parte de este plan de refinanciamiento (incluyendo bonos o acciones que sean vendidos) no han sido registrados bajo la ley del mercado de valores de Norteamérica ("Securities Act of 1933") o bajo cualquier otra ley estatal norteamericana aplicable, y no pueden ser ofrecidos o vendidos en Estados Unidos sin previo registro o bajo alguna excepción aplicable según los registros del Securities Act of 1933 y cualquier otra ley estatal norteamericana aplicable.

Luego de una oferta pública de rescate voluntario de bonos el 24 de noviembre del 2003, de recibir los consentimientos de los tenedores de bonos Yankee y convertibles en Estados Unidos el 12 de diciembre del 2003 y los buenos resultados alcanzados en el ejercicio del año 2003 ¹⁰, AES Gener anuncia detalles adicionales de su plan de reestructuración financiera el 23 de febrero del 2004.

Este anuncio informa que de conformidad con la reestructuración, que debiera terminar en abril del año 2004, AES corporation pagaría la cuenta corriente mercantil o préstamo entre compañías existente entre su subsidiaria indirecta, Inversiones Cachagua Ltda. y Gener.

Gener emitiría aproximadamente US\$ 300 millones en bonos en los mercados de capitales internacionales; AES vendería una parte de sus acciones de Gener de propiedad de Cachagua en los mercados de capitales Chileno e internacional; Gener

⁹ Ver anexo clasificación de riesgo de AES Gener.

¹⁰ Este se detallara en la parte 2 de este capítulo, cronología de los hechos.

ofrecería en venta hasta US\$ 125 millones de nuevas acciones a sus accionistas; Gener recompraría hasta US\$ 700 millones en papeles de acuerdo a tres ofertas vigentes para cada uno de sus bonos convertibles colocados en Chile, bonos convertibles colocados en Estados Unidos y bonos Yankee. Además, Gener estaría en proceso de reestructurar la deuda de sus filiales Termo Andes e Inter Andes y espera que sean extendidos los vencimientos de estas obligaciones.

- **Pago de cuenta mercantil:** La empresa anunció que al 27 de febrero del año 2004 esperaba recibir un pago por aproximadamente US\$ 298 millones de parte de Cachagua, correspondiente al pago del saldo total pendiente de la cuenta corriente mercantil. Gener esperaba usar esos recursos para financiar la oferta pública por los bonos Yankee y parte de sus ofertas por los bonos convertibles colocados en Chile y en Estados Unidos.
- **Oferta de bonos y de acciones de la empresa:** En relación con la reestructuración, la empresa anunció su intención de emitir aproximadamente US\$ 300 millones en bonos bajo la regla denominada 144/ Regulation S, en los mercados de capitales internacionales. Se esperaba consumir esta oferta de bonos en marzo del año 2004. También anunciaron que Cachagua procedería su oferta secundaria de acciones de Gener en Chile, anunciada anteriormente, con una colocación privada en los mercados internacionales. Además se procedería a la oferta primaria de acciones nuevas a sus accionistas, incluido Cachagua, en relación con su aumento de capital por hasta US\$ 125 millones. Gener esperaba convocar a junta extraordinaria de accionistas para marzo del 2004 para revocar el aumento de capital previamente autorizado por US\$ 80 millones, y obtener la autorización de sus accionistas para el nuevo aumento del capital por hasta US\$ 125 millones.
- **Pago de dividendo:** La empresa anunció que distribuiría un dividendo de aproximadamente US\$ 100 millones a sus accionistas para fines de febrero del 2004. La empresa esperaba que los dividendos que a prorrata corresponden a Cachagua sean depositados en garantía, para ser usados en el financiamiento de parte de las ofertas de rescate de bonos convertibles colocados en Chile y colocados en Estados Unidos. El saldo de los fondos depositados que no fuese utilizado para financiar esas ofertas sería entregado a Cachagua una vez consumadas las ofertas.
- **Crédito sindicado:** Se anunció que la empresa quería pedir un crédito por aproximadamente US\$ 75 millones, en la forma de crédito bancario sindicado, los recursos obtenidos por este crédito en marzo de este año, se usarían para financiar una parte de sus ofertas públicas de rescate de bonos convertibles colocados en Chile y en Estados Unidos, y para pagar una parte de los gastos de transacción incurridos a raíz del plan de reestructuración.
- **Algunas modificaciones a las ofertas públicas:** respecto a la reestructuración, Gener modificó: 1) la oferta de compra y solicitud de consentimiento de fecha 24 de noviembre, relacionada con sus bonos Yankee que vencen el 2006, 2) la oferta de compra y declaración de solicitud de consentimiento del 24 de noviembre del 2003, relacionada con los bonos convertibles colocados en Estados Unidos que vencen el 2005, 3) la oferta de bonos convertibles colocados en Chile que vencen el 2005, estas

ofertas ya fueron modificadas mediante comunicados de prensa emitidos el 18 de diciembre del 2003 y el 28 de enero del 2004.

1. Extensión de las ofertas públicas: Gener modifica su Declaración sobre Bonos Yankee, su Declaración sobre Bonos Convertibles Colocados en Estados Unidos y su Oferta Chilena, para extender el plazo de cada una de las ofertas públicas de la Empresa referentes a los bonos Yankee, bonos convertibles colocados en Estados Unidos y bonos convertibles colocados en Chile, respectivamente. De acuerdo a esta modificación:

La oferta de la Empresa por los bonos Yankee fue extendida hasta las 12:00 medianoche hora de Nueva York del 27 de febrero de 2004 (02:00 AM hora de Santiago de Chile del 28 de febrero de 2004), a menos que sea nuevamente extendida o anticipada de conformidad con las condiciones de tal oferta. Anteriormente, la oferta de la Empresa por los bonos Yankee vencía a las 05:00 PM hora de Nueva York (07:00 PM hora de Santiago de Chile) del 20 de febrero de 2004.

La oferta de la Empresa por los bonos convertibles colocados en Estados Unidos fue extendida hasta las 12:00 medianoche hora de Nueva York del 1 de abril de 2004 (01:00 AM hora de Santiago de Chile del 2 de abril de 2004), a menos que sea nuevamente extendida o anticipada de conformidad con las condiciones de tal oferta. Anteriormente, la oferta de la Empresa por los bonos convertibles colocados en Estados Unidos vencía a las 05:00 PM hora de Nueva York (07:00 PM hora de Santiago de Chile) del 20 de febrero de 2004.

La oferta de la Empresa por los bonos convertibles colocados en Chile fue extendida hasta las 10:00 AM hora de Santiago de Chile (09:00 AM hora de Nueva York) del 1 de abril de 2004, a menos que sea nuevamente extendida o anticipada de conformidad con las condiciones de tal oferta. Se había anunciado como fin del plazo de la oferta de la Empresa por los bonos convertibles colocados en Chile las 10:00 AM hora de Santiago de Chile (08:00 AM hora de Nueva York) del 2 de marzo de 2004.

A las 5:00 PM hora de Nueva York del 20 de febrero de año 2004, la Empresa había recibido ofertas y consentimientos de los tenedores de bonos Yankee por aproximadamente US\$ 145 millones, que representan el 72,51% de la emisión. Además la Empresa había recibido ofertas y consentimientos de los tenedores de bonos convertibles colocados en Estados Unidos por aproximadamente US\$ 55,2 millones, que representa el 74,67% del saldo de estos bonos.

2. Condiciones de las ofertas públicas en Estados Unidos: Se modifica la Declaración sobre Bonos Yankee, para eliminar las condiciones de las cláusulas (a), (c) y (d) de la oferta, de la sección titulada "Condiciones de la Oferta y la Solicitud". A consecuencia de esta modificación, la consumación de la oferta por los bonos Yankee ya no está condicionada por el pago de la cuenta corriente mercantil por parte de Cachagua; por la recepción por parte de la Empresa de las aprobaciones mínimas para modificar el contrato de emisión de los Bonos Convertibles Colocados en Estados Unidos; ni por la autorización al representante de los tenedores de Bonos Convertibles colocados en Chile por parte del número mínimo necesario para modificar el contrato que rige la emisión de esos bonos (el "Contrato Chileno") o la modificación del Contrato Chileno. Adicionalmente, la Empresa modifica la Declaración de Bonos Convertibles Colocados en

Estados Unidos, con el fin de eliminar como condición la cláusula (d) de la sección titulada “Condiciones de la Oferta y la Solicitud”. De esta forma la consumación de la oferta por los bonos convertibles colocados en Estados Unidos deja de estar condicionada a la autorización del representante de los tenedores de bonos convertibles colocados en Chile por parte del número mínimo necesario para modificar el Contrato Chileno o la modificación del Contrato Chileno. La Empresa también modifica la Declaración de Bonos Convertibles Colocados en Estados Unidos para modificar la cláusula (a) en la sección titulada “Condiciones de la Oferta y la Solicitud”, dejándola en los siguientes términos: “(a) los fondos totales recibidos por AES Gener en relación con su colocación de bonos, su oferta primaria por acciones y su crédito sindicado, junto a cualquier fondo recibido por AES Gener relacionado a los términos de una cuenta en la cual la porción de Cachagua sobre los dividendos de febrero de AES Gener podría ser depositada, no sean menores que los fondos totales requeridos para consumir la Oferta y la Oferta Chilena”.

3. Aumento del precio de la oferta pública: La Empresa modifica la Declaración de Bonos Convertibles Colocados en Estados Unidos con el objeto de aumentar el precio de la Oferta Pública a US\$ 1.035,785 por cada US\$ 1.000 de valor nominal, más intereses devengados. Previamente se había ofrecido US\$ 1.035 por cada US\$ 1.000 de valor nominal, más intereses devengados. Adicionalmente, la Oferta Chilena sería modificada con el fin de aumentar el precio de compra a ser pagado por cada bono convertible colocado en Chile válidamente ofrecido. El nuevo precio será de 104,98 % de su valor par (equivalente a US\$ 105,0785 por cada US\$ 100 de valor nominal, más intereses devengados y no pagados). El precio de compra previamente ofrecido era de 105,00 % de su valor par (equivalente a US\$ 105 por cada US\$ 100 de valor nominal). El precio de compra modificado para los tenedores de bonos convertibles colocados en Chile sería pagado en pesos chilenos usando el dólar observado publicado en el Diario Oficial el día 2 de abril de 2004.

4. Derechos de Retiro: Se modifica la Declaración de Bonos Convertibles Colocados en Estados Unidos, con el objeto de reinstaurar los derechos de retiro respecto a la oferta de la Empresa por los Bonos Convertibles colocados en Estados Unidos, a partir de las 9:00 AM hora de Nueva York del 24 de febrero de 2004 y hasta las 12:00 medianoche hora de Nueva York del 1 de marzo de 2004. De acuerdo a esto, las ofertas por los bonos convertibles colocados en Estados Unidos podrán ser retiradas desde las 9:00 AM hora de Nueva York del 24 de febrero, y los consentimientos asociados podrán ser revocados en cualquier momento hasta las 12:00 medianoche hora de Nueva York del 1 de marzo de 2004. No obstante, la Empresa no está extendiendo las fechas de consentimiento respecto a su oferta por los Bonos Convertibles colocados en Estados Unidos. Por lo tanto, los tenedores de Bonos Convertibles colocados en Estados Unidos que hayan retirado bonos previamente ofrecidos y que con posterioridad reofrezcan esos bonos, no recibirán el pago por consentimiento por esos bonos reofrecidos.

· **Reestructuración de Termo Andes e Inter Andes:** La Empresa anunció que estaba en proceso de reestructuración de los pasivos pendientes de sus filiales argentinas Termo Andes e Inter Andes. De conformidad con las condiciones propuestas de

reestructuración, los tenedores de los bonos emitidos por estas empresas recibirían un pago adelantado a ser financiado con caja que actualmente se encuentra en las cuentas fiduciarias de Termo Andes e Inter Andes y con una parte de los fondos que provengan del plan de reestructuración de Gener previamente descrito. A cambio de este pago, los tenedores de bonos emitidos por Termo Andes e Inter Andes otorgarían un nuevo crédito a Gener que le permita recomprar los bonos, con lo cual se extendería el plazo del saldo de las obligaciones desde 2007 hasta 2010. La consumación de la reestructuración financiera de Termo Andes e Inter Andes estará condicionada al éxito de la reestructuración de los otros pasivos de Gener en los términos antes descritos.

4.2 Cronología de los hechos

Luego que AES Gener dio a conocer su plan de reestructuración financiera, comenzaron los actos necesarios para que está se llevara a cabo, nosotros consideramos de suma importancia detallar esas operaciones, pero también creemos importante las operaciones realizadas desde la adquisición hasta el plan de reestructuración, ya que al incorporarlas a nuestro análisis posterior podremos dar resultados más realistas.

3 de enero del 2001: Se transfiere el 61,6% de las acciones de Gener a nombre de Inversiones Cachagua Ltda., filial de AES Corporation. Su participación total en Gener es cercana al 96,5%.

5 de febrero del 2001: Junta de Gener aprobó venta de activos Argentinos y modificaciones estatutarias. Se autorizó la venta de los activos eléctricos que Gener posee directa e indirectamente en Argentina, consistentes principalmente, en acciones de las compañías Central Puerto, Hidroneuquén, Inter. Andes y Termo Andes. En la sesión se reiteró la intención de AES de vender tales activos al grupo Total Fina Elf, y destinar los recursos que se obtengan a la disminución de pasivos.

2 de marzo del 2001: Se define la nueva estructura organizacional de Gener. Basada en unidades de servicios y unidades de negocios encabezadas por líderes de negocios. Cada una de las unidades se subdividirá en equipos a cargo de líderes de equipos e integrados por socios. Esta nueva estructura establece tres niveles jerárquicos al interior de la organización, con esto es posible contar con una estructura flexible y eficiente que agiliza los procesos de toma de decisiones. Esta delegación de tareas va acompañada de la solicitud de consejos, que consiste en la consulta de cualquier materia a nivel organizacional, con la finalidad de tomar decisiones de manera informada y teniendo en consideración la experiencia y conocimiento de otras personas de la organización.

25 de abril del 2001: Gener aprueba un programa de recompra de hasta un 5% de acciones de propia emisión. El programa tendrá una duración de tres años a contar de la fecha, y considera un precio de oferta no inferior a 0,10 dólares por acción, ni superior a 0,242647059 dólares por acción. Este último valor es igual al que ofreció AES para la

compra de acciones de Gener en las OPAs recientes. El programa de recompra no implica una oferta de inmediata de acciones de Gener. La idea de este programa de recompra es facilitar a los accionistas que no pudieron participar en las ofertas públicas anteriores, desprenderse de sus acciones si así lo estiman conveniente y disminuir el número de accionistas de la compañía.

4 de julio del 2001: Los accionistas de Gener aprobaron un reparto de dividendo de 5,95 pesos por acción. El dividendo será definitivo eventual, con cargo a las utilidades retenidas, por un monto total a distribuir igual a MM\$ 33.796. El período de pago se realizó el viernes 13 de julio.

12 de diciembre del 2001: Energía Verde, empresa filial de AES Gener, recibió un préstamo sindicado por US\$ 25 millones, principalmente para refinanciar los pasivos que tenía esta compañía con su matriz. El crédito, que debe ser pagado en un plazo de cinco años, fue otorgado por el Banco de Crédito e Inversiones y ScotiaBank

31 de mayo del 2002: AES Gener, como parte del programa de mejoramiento de su perfil financiero y operacional, renegoció exitosamente la reestructuración de la deuda de su filial colombiana Chivor S.A.

29 de julio del 2002: AES Gener y ABN Amor Bank llegan a un acuerdo de reestructuración de un crédito de 40 millones de dólares, que estaba siendo exigido de manera anticipada para el 31 de julio del 2003. El acuerdo consideró el pago de 16 millones de dólares a más tardar el 31 de julio, y contempló el pago del saldo mediante amortizaciones parciales con vencimiento de enero 2004, todo esto con garantías de AES Gener.

5 de septiembre del 2002: AES Gener y Bank of america acordaron nuevos términos y condiciones para el contrato que otorgaba al banco el derecho de vender a la empresa la deuda de las filiales TermoAndes e InterAndes. El banco poseía obligaciones negociables (bonos) de esas empresas por un valor nominal de 82 millones de dólares. Con esto AES Gener logra una mejora de su perfil financiero.

29 de abril del 2003: Los accionistas de AES Gener aprueban repartir dividendos de un 30% de las utilidades del ejercicio, los cuales ascienden a \$8.933.860.435. Se tiene la intención de repartir el 70% restante en dividendos, esto está sujeto a la formalización de una autorización dada verbalmente por ABN Amor y Bank of America para levantar ciertas restricciones contractuales pertinentes.

16 de mayo del 2003: Inversiones Cachagua Ltda., empresa mediante la cual AES Corp controla AES Gener, prendó a favor de AES Gener las acciones que posee de la misma compañía, para garantizar así el cumplimiento de sus obligaciones emanadas del contrato de cuenta corriente mercantil vigente, que vencía el 28 de febrero del 2004. Las acciones prendadas correspondían al 98.65% de las acciones de AES Gener, adquiridas por AES Corp, principalmente mediante ofertas públicas de adquisición de acciones efectuadas en diciembre del 2000 y febrero del 2001.

13 de noviembre del 2003: AES Gener anuncia su plan de reestructuración financiera ¹¹, este proceso permitiría a la compañía reducir su endeudamiento y

¹¹ Explicado en la parte 1 de este capítulo, Plan de reestructuración financiera.

refinanciar el remate de la deuda, fortalecerá su flexibilidad financiera y su nivel de competitividad, además al reducir su deuda en aproximadamente US\$ 300 millones, mejorará su clasificación de riesgo.

24 de noviembre del 2003: AES Gener anunció que iniciara el rescate voluntario en Chile y Estados Unidos por el total de sus bonos convertibles y bonos Yankee, como parte del proceso de reestructuración. La empresa inició ofertas públicas independientes pagaderas en efectivo por los siguientes bonos:

Los US\$ 73,9 millones de sus bonos convertibles colocados en Estados Unidos que vencen el 2005.

Los US\$ 402,7 millones de sus bonos colocados en el mercado local que vencen el 2005.

Los US\$ 200 millones de sus bonos Yankee en Estados Unidos que vencen el 2006.

El precio de compra ofrecido a pagar a los tenedores de bonos convertibles colocados en Estados Unidos que suscriban la oferta, sería de US\$ 1.035 por cada US\$ 1.000 del valor nominal. El precio de compra que se pagaría a los tenedores de bonos Yankee que suscriban la oferta sería US\$ 985 por cada US\$ 1.000 del valor nominal. Además se pagarían en cada caso, los intereses devengados y no pagados a la fecha de pago. El precio de compra que se pagaría a los tenedores de bonos convertibles en el mercado local que suscriban la oferta, sería equivalente a 104,72\$ del valor a la fecha de la transacción (equivalente a US\$ 105 por cada US\$ 100 del capital, más los intereses devengados y no pagados). En relación con las ofertas de los bonos convertibles colocados en Estados Unidos y los bonos Yankee, la compañía solicitó la aprobación para eliminar ciertas restricciones financieras y otras provisiones contenidas en sus respectivos contratos de emisión.

La compañía ofreció dar un pago consentimiento de US\$ 15 por cada US\$ 1.000 de los bonos convertibles colocados en Estados Unidos y los bonos Yankee, a los tenedores que oferten válidamente sus bonos y entreguen su consentimiento antes de las 17 horas del día 5 de diciembre del año 2003, a menos que se extendiese dicho plazo. El precio de compra pagadero a los tenedores de los bonos convertibles colocados en el mercado local, se cancelaría en pesos Chilenos usando el tipo de cambio vigente al 19 de diciembre del 2003. Las ofertas por los bonos convertibles colocados en Estados Unidos y los bonos Yankee vencían a las 24:00 horas del 22 de diciembre del 2003. No se realizarían pagos por concepto de consentimiento respecto de los bonos convertibles colocados en Estados Unidos o los bonos Yankee, ofertados después de la fecha de consentimiento.

12 de diciembre del 2003: AES Gener recibió el consentimiento de los tenedores de bonos Yankee por US\$ 140,2 millones aproximadamente, que representan el 70,1% de los US\$ 200 millones del total de la emisión, y de los tenedores de bonos convertibles colocados en Estados Unidos por US\$ 49,8 millones aproximadamente, que representan el 67,34% del monto vigente de estos bonos.

AES Gener nombró a Deutsche Bank Securities Inc. para que actuara como dealer exclusivo en relación con las ofertas por los bonos convertibles colocados en Estados

Unidos y los bonos Yankee, y como agente en relación con la solicitud de consentimiento para ambos bonos.

23 de febrero del 2004: AES Gener anunció detalles adicionales sobre su plan de reestructuración financiera ¹².

27 de febrero del 2004: AES Gener alcanzó un acuerdo para reestructurar los pasivos de sus filiales Argentinas TermoAndes e InterAndes, los tenedores de los bonos emitidos por estas empresas recibirían un pago adelantado a ser financiado con recursos que hasta la fecha se encontraban en las cuentas fiduciarias de TermoAndes e InterAndes y con recursos de AES Gener.

1 de marzo del 2004: AES Gener anunció la aceptación de los bonos Yankee válidamente ofrecidos. Esto fue el 28 de febrero del 2004, aceptó comprar los bonos Yankee, con vencimiento en el 2006, válidamente ofrecidos, y no retirados, hasta el cierre del plazo de su oferta de recompra previamente anunciada. La compañía recibió ofertas válidas y consentimientos relacionados de parte de tenedores de bonos Yankee por aproximadamente US\$ 145,2 millones, que representan el 72,62% de la emisión. También se obtuvo los consentimientos requeridos de los tenedores de bonos Yankee para hacer ciertas modificaciones al contrato que regula la emisión.

2 de marzo del 2004: AES Gener anunció que han expirado los derechos de retiro con respecto a su oferta pública de recompra de sus bonos convertibles colocados en Estados Unidos, que tiene vencimiento el 2005. Esos derechos de retiro habían sido reinstaurados a partir de las 9:00 AM del 24 de febrero del 2004, hasta las 24:00 PM del 1 de marzo del 2004.

10 de marzo del 2004: Junta de AES Gener aprueba efectuar aumento de capital por hasta US\$ 125 millones. Este aumento de capital se realizaría en pesos Chilenos, y podría ser suscrito por los accionistas de la compañía a razón de 0,1442 nuevas acciones por cada acción que posean. El precio se fijó en un valor provisorio de \$90,75 cada acción, pero se indicó que el precio final y la fecha de colocación serían determinados por el directorio de la sociedad.

12 de marzo del 2004: AES Gener coloca bonos por US\$ 400 millones. Esta operación marca el regreso de AES Gener a los mercados de capitales internacionales, y muestra el interés y la confianza del mercado hacia la empresa. Los bonos colocados por US\$ 400 millones son a 10 años plazo y con una tasa de interés de 7,5% anual. El pago de los bonos estaba previsto para el 22 de marzo. Estos recursos serán utilizados por la empresa para financiar la recompra voluntaria de bonos convertibles colocados en Chile y Estados Unidos. La colocación fue superior en US\$ 100 millones respecto a la inicialmente prevista, con esto deja de ser necesario para AES Gener, en el marco de la reestructuración, pedir un crédito sindicado por US\$ 75 millones.

Se concretó además el pago, por parte de AES Corp, de la cuenta corriente mercantil; AES Gener compró aproximadamente el 73 % de los bonos Yankee colocados en estados Unidos, se alcanzó un acuerdo con los tenedores de bonos de TermoAndes e InterAndes para la reestructuración de la deuda de estas filiales

¹² Explicado en la parte 1 de este capítulo.

Argentinas, y se fijaron las condiciones para la colocación de los nuevos bonos.

18 de marzo del 2004: AES Gener modificó la fecha de vencimiento de su previamente anunciada oferta de recompra de bonos convertibles colocados en Chile que vencen el 2005. La oferta de la compañía por los bonos convertibles colocados en Chile vencerá a las 10:00 AM del 23 de marzo del 2004, salvo que se extienda, antes estaba planeada para las 10:00 AM del día 1 de abril del 2004.

31 de marzo del 2004: Con respecto a las posibles restricciones en el suministro de gas Argentino al Sistema Interconectado del Norte Grande, AES Gener informó que tales restricciones, afectarían sus operaciones en el SING, tanto las que realiza directamente, como las que lleva a cabo a través de su filial Chilena Norgener y su filial Argentina TermoAndes.

2 de abril del 2004: AES Gener anunció que aceptó comprar los bonos convertibles colocados en Estados Unidos, válidamente ofrecidos, y no retirados, hasta el cierre del plazo de su oferta de recompra previamente anunciada. La compañía había recibido ofertas válidas y consentimientos relacionados de parte de tenedores de bonos por aproximadamente US\$ 55,7 millones, que representan el 75,35% del saldo de la emisión. Los bonos convertibles vencen el 2005.

22 de abril del 2004: AES Gener anunció el rescate anticipado de sus bonos convertibles colocados en Estados Unidos y Chile. Esto se llevaría a cabo con fecha 31 de mayo del 2004. En relación con su oferta por los bonos colocados en Chile, el 24 de marzo de 2004 la Compañía recompró bonos por aproximadamente US\$ 156,8 millones, equivalentes al 38,9% del que era a esa fecha el saldo de esa emisión. De acuerdo a ello, mediante el rescate anticipado la Compañía rescatará bonos colocados en Estados Unidos y en Chile por aproximadamente US\$ 264,1 millones.

20 de mayo del 2004: AES Gener informó que se dio inicio al período de opción preferente para que los accionistas de la compañía suscriban nuevas acciones de la empresa, en el marco del proceso de aumento de capital que se está llevando a cabo. El período de opción preferente concluye el 19 de junio. Tienen derecho a suscribir las acciones los accionistas inscritos en el registro respectivo al día 14 de mayo de 2004.

25 de mayo del 2004: AES Gener S.A. anunció que, en relación con el aumento de capital previamente anunciado por aproximadamente 114 millones de dólares ("oferta primaria de acciones"), Inversiones Cachagua Limitada, accionista mediante el cual AES controla la compañía, suscribió y pagó acciones por el equivalente en pesos a 97,79 millones de dólares. De acuerdo a la ley chilena, la oferta primaria debe permanecer abierta a sus accionistas por un mínimo de 30 días desde el inicio del período de opción preferente, plazo que vence el 19 de junio de 2004. AES Gener tiene previsto usar una parte de los fondos que provengan de su oferta primaria de acciones para financiar el rescate del saldo de los bonos convertibles colocados en Chile y en Estados Unidos, tal como se ha anunciado previamente. Tal rescate está programado para el 31 de mayo de 2004.

21 de junio del 2004: En relación con el aumento de capital de AES Gener previamente anunciado, la compañía informó que fueron suscritas 714.084.243 nuevas acciones, por un total de \$ 62.268.145.957. De esas acciones, 713.000.000 fueron

suscritas por Inversiones Cachagua Ltda., la filial de AES que controla la compañía, tal como se informó el 25 de mayo de 2004. En consecuencia, la participación de Inversiones Cachagua Ltda. en la propiedad de AES Gener se incrementó desde 98,65 por ciento a 98,79 por ciento.

Con este aumento de capital concluyó el importante proceso de reestructuración financiera que llevó a cabo AES Gener, mediante el cual redujo su endeudamiento en 302 millones de dólares y extendió el vencimiento de sus principales pasivos.

4.3 Análisis

Para poder determinar si las operaciones realizadas por AES Gener fueron la mejor opción, primero se analizará el comportamiento del precio de la acción de esta empresa, y luego se comparará con el mercado a través de la rentabilidad.

También se calcula el VL (valor de la empresa) para distintos períodos involucrados, y relacionados con diferentes niveles de endeudamiento B/S. Con esto se pretende demostrar que la empresa se encontraba en un lugar determinante de la curva, donde la única opción que le quedaba era disminuir su nivel de deuda para poder aumentar su valor y de esa manera aumentar su credibilidad frente al mercado.

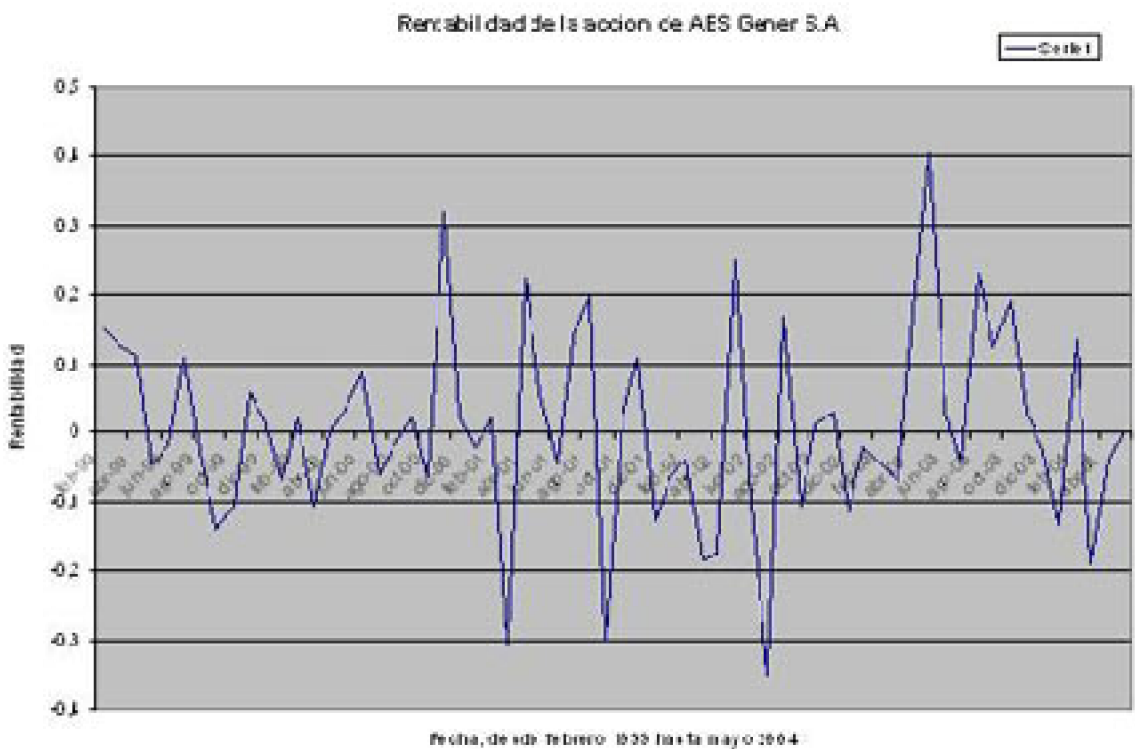
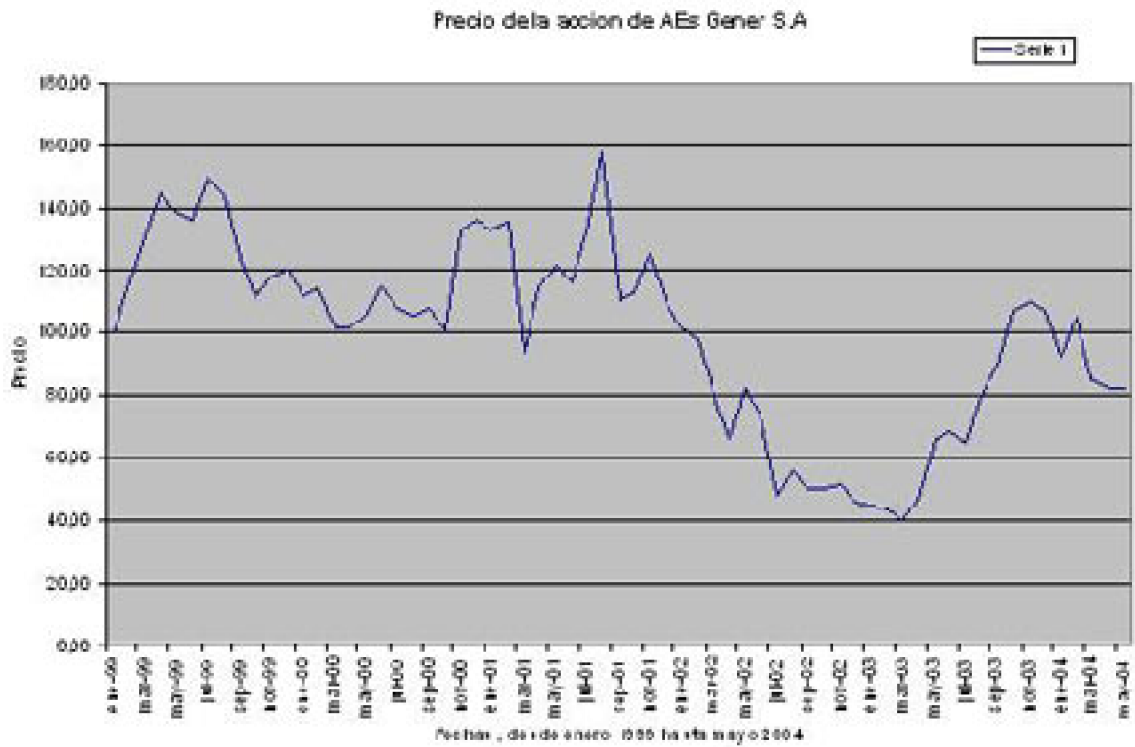
4.3.1 Precio de la acción y rentabilidad

Los datos del precio de la acción de AES Gener, se obtuvieron de los cierres mensuales desde enero de 1999 hasta mayo del 2004, con estos datos fue estimada la rentabilidad de la empresa y comparada con la rentabilidad de mercado, la cual fue calculada a través de los cierres mensuales del precio del IGPA, desde enero 1999 hasta mayo del 2004¹³, se podrá observar más adelante que los datos relacionados con la empresa siguen todos una misma tendencia.

Se observa que el precio de la acción durante los primeros 2 años se movía dentro del rango de \$100 a \$140 y luego de septiembre del año 2001 comienza un descenso progresivo, a pesar de los esfuerzos de la empresa por mejorarlo, esto no es posible ya que aun presentan altos índices de deuda los que se relaciona con un mal perfil, y ni los bancos están dispuestos a arriesgarse por ellos.

Luego en el 2003 (mitad de año), es cuando AES Gener da claras señales de querer disminuir la deuda y poder levantar el valor de la empresa, el precio de la acción muestra un reापunte significativo.

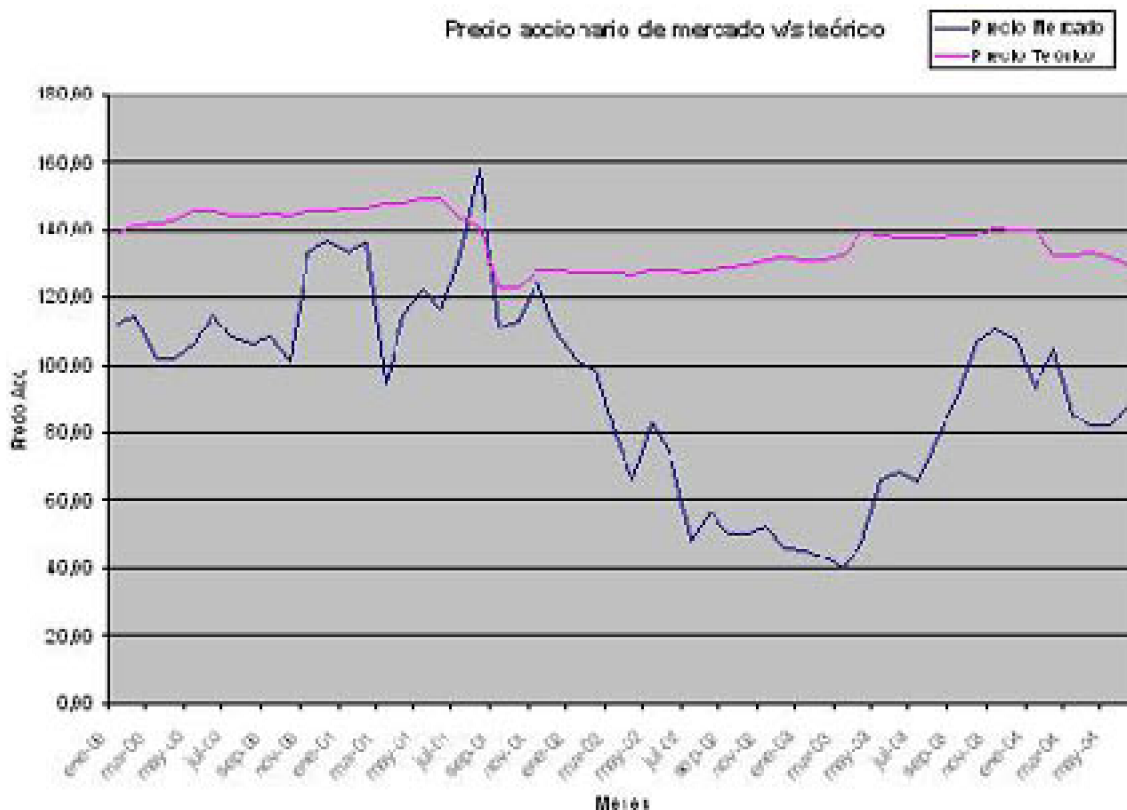
¹³ Datos que se encuentran en los anexos.



En relación a la rentabilidad de la empresa se aprecia también que durante los años 1999 hasta fines del 2000 presenta estabilidad, y luego el año 2001, justo coincide con la compra de Gener por parte de AES corp, comienzan grandes oscilaciones en la

rentabilidad llegando a números bastante negativos, estas oscilaciones se mantienen desde el proceso de reestructuración pero con números más positivos, el rango es menor con una mayor tendencia positiva.

Al comparar el precio de mercado con el precio teórico de la acción ¹⁴ de la empresa, se obtiene lo siguiente:



Como se observa, en casi la totalidad del período el precio teórico de la acción fue superior al precio de mercado, salvo el mes de agosto del 2001, en que el mercado valoró de manera positiva a la empresa y sus decisiones financieras. Para el resto del período, los inversionistas estiman que la empresa no es rentable ya que el valor de mercado es inferior al valor libro, la razón bolsa/libro es menor que 1, y por lo tanto, no se muestran oportunidades de crecimiento, no hay confianza en el desempeño financiero, y existe un mayor riesgo para los accionistas. Desde comienzos del 2002 hasta fines del 2003, corresponde al período más crítico para la empresa, ya que se da la mayor diferencia entre estos valores, la relación bolsa/libro era muy inferior a 1, lo que entregaba señales aún más negativas al mercado en cuanto a la credibilidad, oportunidad de crecimiento y el riesgo de la empresa. Este período coincide con los altos niveles de deudas que existían en ese momento y el inicio del proceso de reestructuración financiera que comienza a fines del año 2003, con la reducción de su endeudamiento y el refinanciamiento del remanente de su deuda como objetivos principales.

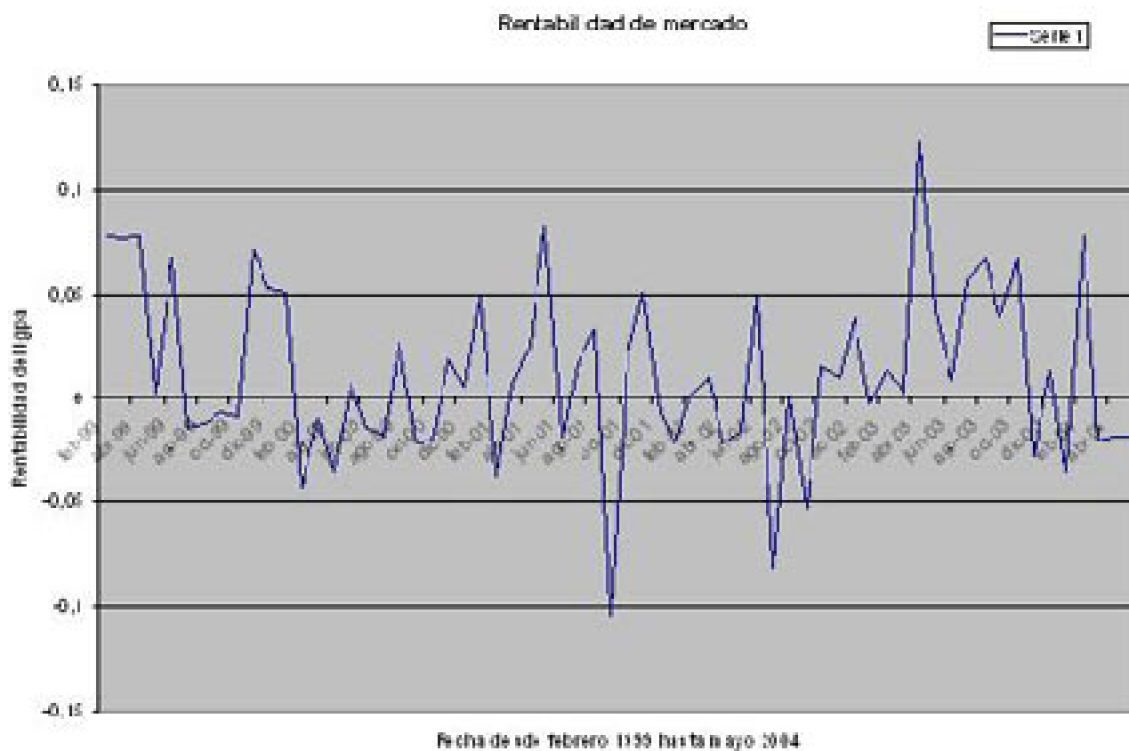
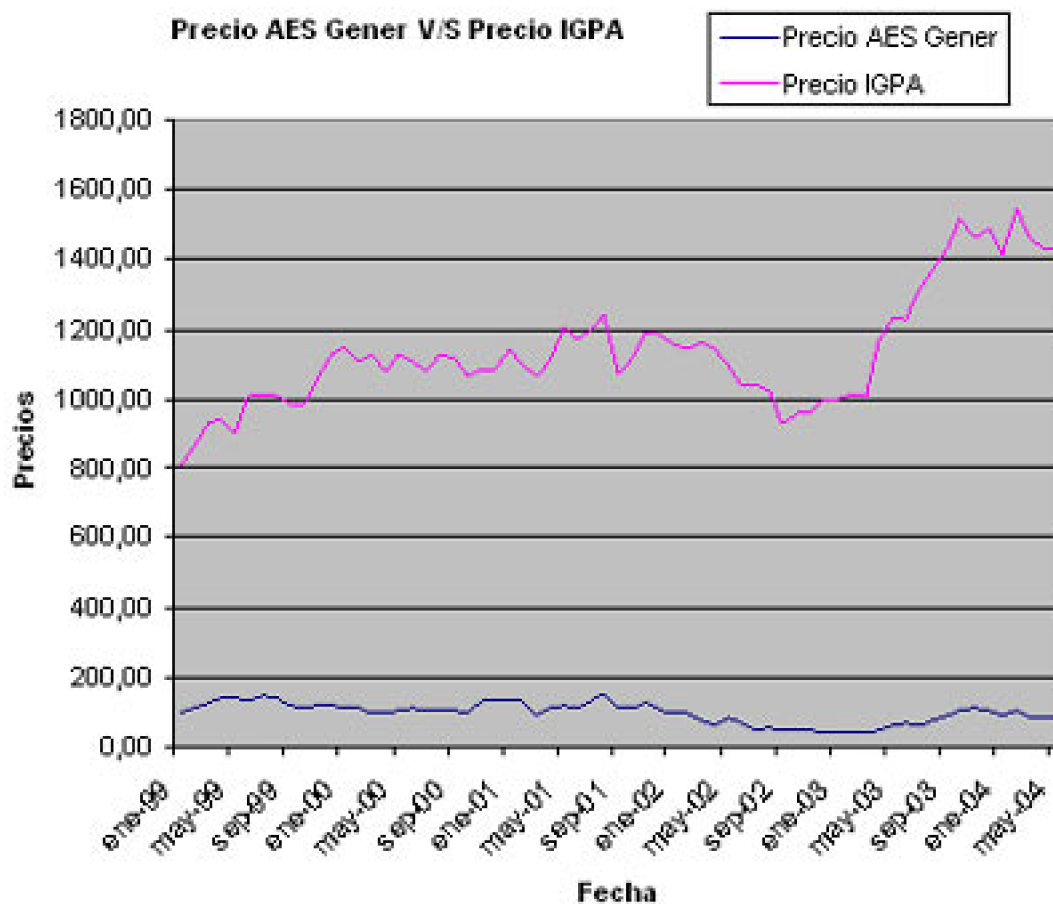
¹⁴ Datos se encuentra en el anexo 7



El valor libro de la acción está dado por el valor del patrimonio menos el valor de las acciones preferentes, dividido por el número de acciones comunes. El valor bolsa demuestra cuánto están dispuestos a pagar los inversionistas (precio de cierre), esto muestra lo que la empresa ha hecho con el patrimonio, si el inversionista cree que la empresa es rentable entonces el valor bolsa será igual al valor libro.

La relación bolsa libro no muestra diferencias con el precio de la acción de AES Gener en cuanto a la forma del gráfico, se observa que esta relación ha llegado a ser mayor que 1 sólo en un período, el resto del tramo se mueve entre 0,3 y 0,9 esto se puede interpretar diciendo que los accionistas no están conformes con lo que se ha ido realizando, y creen que la empresa no es tan rentable.

Podemos observar que luego de una gran baja del ratio, este últimamente está reapuntando, lo que puede traducirse en un aumento de la confianza de los accionistas, y una aprobación de lo realizados en la reestructuración financiera.

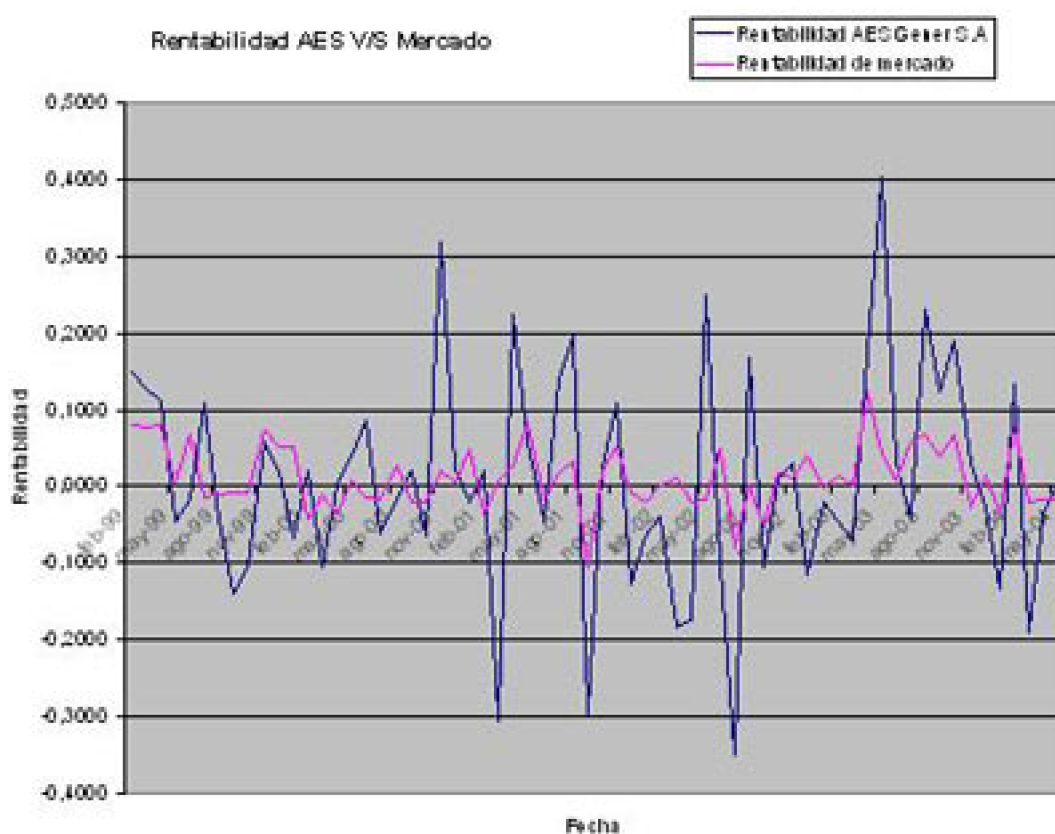


La rentabilidad del mercado calculada a través del precio del IGPA, muestra

oscilaciones que son significativamente menores a las presentadas por la rentabilidad de la empresa.

En el gráfico más abajo se muestran las dos curvas, se ve claramente en azul que la rentabilidad de AES Gener ha sido mucho más inestable que la de mercado, en rosado, pero la primera ha presentado en algunos períodos un alta rentabilidad, así como en otros ha presentado una rentabilidad muy negativa.

La estabilidad de la rentabilidad de mercado demuestra que Chile está en período de reactivación económica ya que las últimas rentabilidades se presentan positivas y más constantes. Es importante señalar que la inestabilidad de AES Gener se da por el hecho de ser una empresa adquirida por extranjeros, además de la mala situación financiera y específicamente el endeudamiento, con que estos extranjeros reciben la empresa, es cuestión de años poder volver a la estabilidad y con su plan de reestructuración lo están logrando más rápido de lo esperado.



4.3.2 Valor de la empresa

Para el cálculo del valor de la empresa lo primero que se realizó fue calcular el beta de AES Gener, para esto se usó la siguiente fórmula:

$$(R_i - R_f) = \alpha + \beta \cdot (R_m - R_f) + \varepsilon$$

Donde R_i corresponde a la rentabilidad del precio de la acción de AES Gener, R_f la

tasa promedio de captaciones para 30 a 89 días no reajutable, Rm la rentabilidad obtenida de los valores del IGPA ¹⁵, luego se realizó una regresión donde se obtuvo un alfa no significativo y un BETA igual a **1,4342541**.

Una vez obtenido el beta se calculo el Rs con la siguiente formula:

$$Rs = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Obtenido el Rs 0,1787 para el período, se procede a calcular el Rb con la siguiente formula:

$$Rb = \frac{\text{Gastos financieros}}{B}$$

B

Los datos para este cálculo fueron obtenidos de los Estados de Resultados y balances para cada año en particular.

Con los datos anteriores se puede calcular el Rwacc:

$$Rwacc = Rs * (S/V) + Rb*(1-T)*(B/V)$$

Y por último se calcula el valor de la empresa:

$$VL = \frac{EBIT * (1-T)}{Rwacc}$$

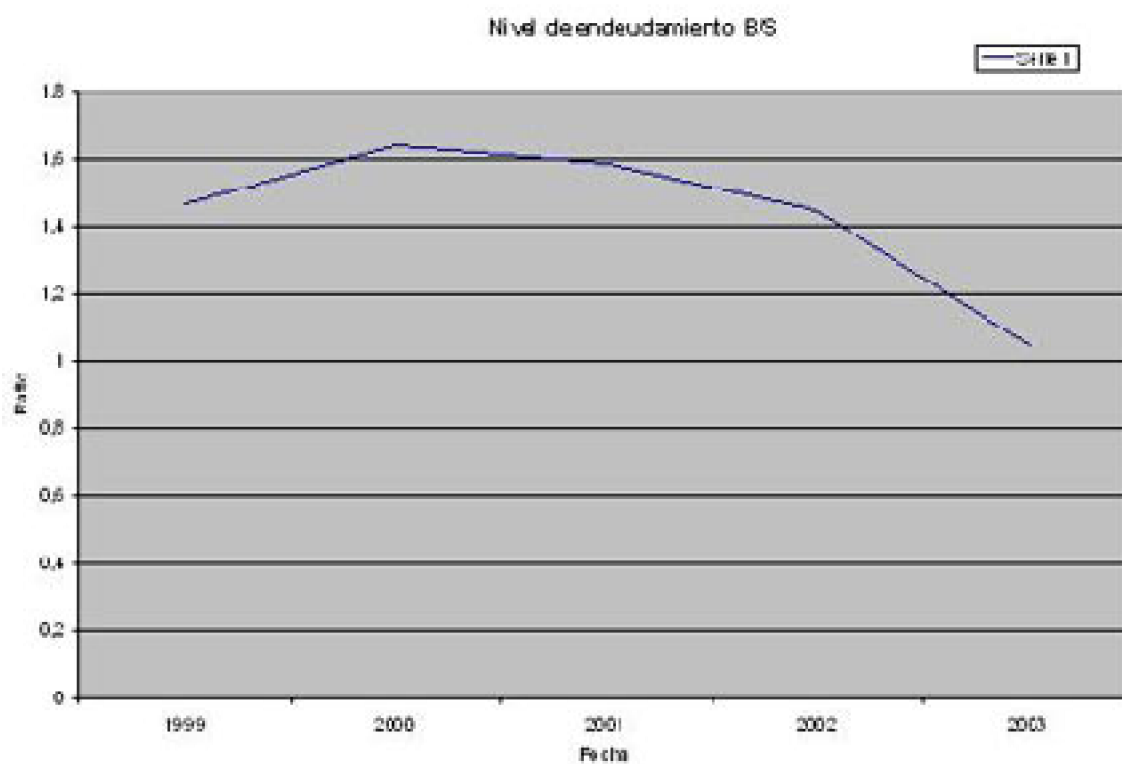
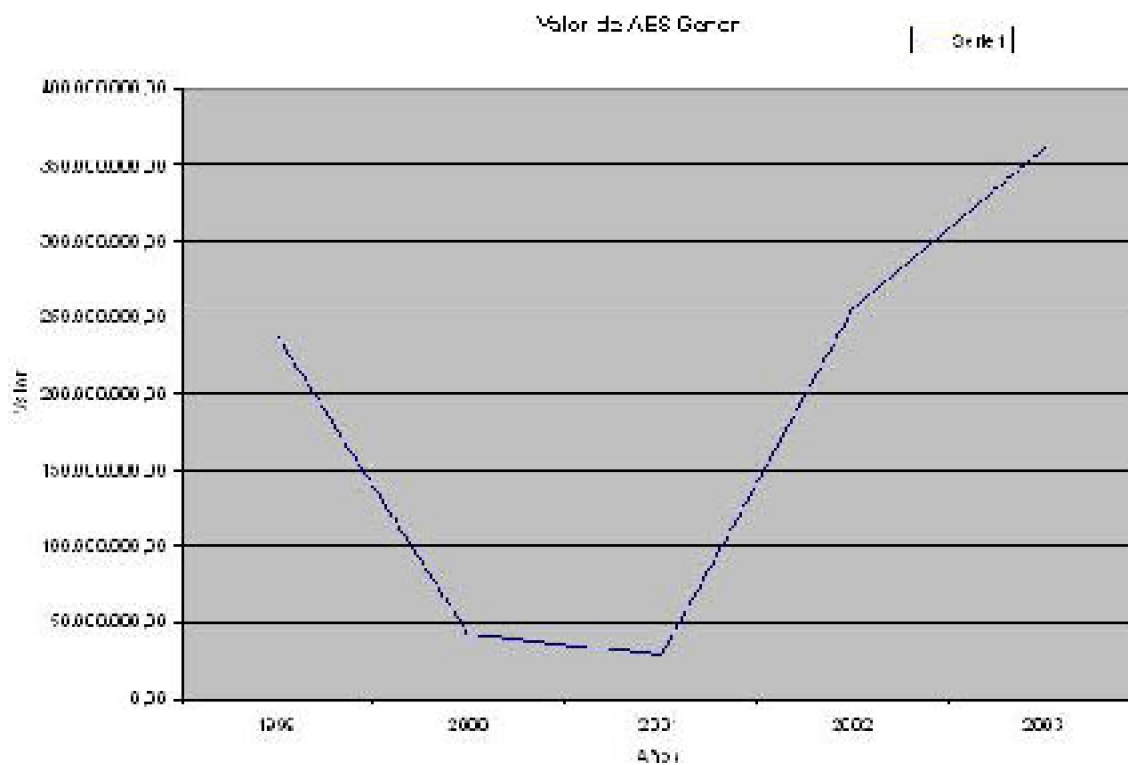
Rwacc

Los resultados obtenidos para los distintos años son los siguientes:

	Rs	Rb	Ebit	S	B	V	T	R wacc
dic-99	0,1787	0,0456	31.520.518	794.354.525	1.166.257.810	1.960.612.335	32%	0,0909
dic-00	0,1787	0,0612	6.056.135	834.350.752	1.367.379.158	2.201.729.910	38%	0,0913
dic-01	0,1787	0,0633	4.228.882	716.073.959	1.135.924.153	1.851.998.112	35%	0,0943
dic-02	0,1787	0,0652	38.693.565	771.093.418	1.113.602.446	1.884.695.864	35%	0,0982
dic-03	0,1787	0,0652	60.448.850	808.603.884	848.441.859	1.657.045.743	35%	0,1089
mar-03	0,1787	0,0148	24.526.053	790.297.380	1.119.218.481	1.909.515.861	35%	0,0796
mar-04	0,1787	0,0130	19.667.508	758.572.676	924.321.010	1.682.893.686	35%	0,0844

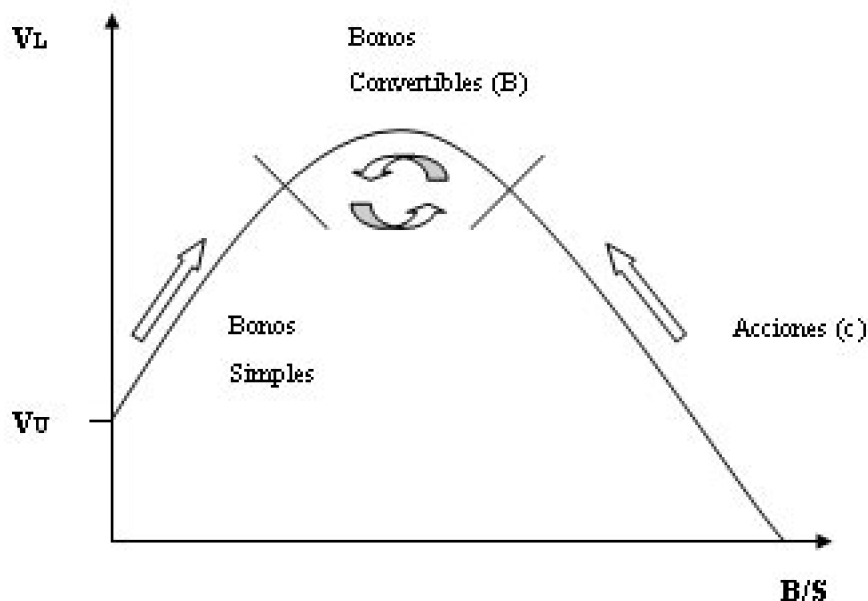
	VL
dic-99	237.184.095,80
dic-00	41.135.009,86
dic-01	29.149.239,66
dic-02	256.222.669,60
dic-03	360.676.640,10
mar-03	200.351.067,60
mar-04	15.146.774,90

¹⁵ Índice General de Precios Accionarios - mostrado en los anexos.



Se puede ver en los gráficos que a medida que disminuye el nivel de deuda, el valor

de la empresa comienza su ascenso.



De este modo, se puede afirmar que la empresa antes de su reestructuración financiera se encontraba en la parte derecha del gráfico, desde el peak hacia abajo, es por esto que decide realizar el rescate de los bonos convertibles colocados anteriormente en Estados Unidos y Chile, esto porque no se quería llegar a una conversión ya que más adelante dentro del proceso de reestructuración se pretendía ofrecer más acciones y la idea no era perder el control de la empresa, luego de eso queda en la parte B de la curva, por esto que emite bonos en marzo de este año, de esta manera aumenta su deuda quedando en el punto C, es por esto que realiza una oferta de acciones en mayo de este año para volver así al peak de la curva, con menos nivel de deuda y mayor valor de la empresa.

4.3.3 Impacto de las decisiones de financiamiento

Las decisiones de financiamiento reflejan la mejor forma de componer el lado derecho del balance general de una empresa, o sea, la relación más conveniente que puede establecerse entre los Recursos Propios y la Deuda que tiene una empresa.

Los siguientes elementos son tomados en cuenta para decidir si se incrementa capital o deuda:

- Las acciones dan derecho a propiedad de la empresa, a veces se teme perder el control de la misma.
- Las acciones no garantizan ninguna rentabilidad, la que dependerá del desempeño de la empresa. En cambio, las obligaciones comprometen a un pago de intereses según calendario definido.
- Las acciones no tienen plazo de vencimiento, en tanto que las obligaciones sí lo tienen.

- Las obligaciones son ventajosas tributariamente para el emisor porque los intereses pagados se deducen como gastos; en tanto que las utilidades (que influyen el valor de la acción) pagan impuestos.
- La emisión de obligaciones da una señal positiva al mercado respecto al emisor, por cuanto sólo las empresas más solventes suelen colocar instrumentos de deuda. Si el mercado percibe mucho riesgo respecto a la emisión exigirá se le paguen mayores intereses.
- Para muchos emisores el interés que se compromete con las obligaciones puede resultar más barato que el financiamiento bancario.

AES Gener dentro de su proceso de reestructuración financiera toma diferentes decisiones, las cuales están condicionadas por el momento que esta viviendo la empresa.

Las decisiones tomadas en este proceso fueron básicamente emisión de bonos, o sea emisión de deuda, y emisión de acciones, que corresponde a un incremento del capital. Estas decisiones fueron acompañadas anteriormente con el rescate de los bonos convertibles que poseían en el extranjero.

Se puede decir entonces que estas tres decisiones impactaron de la siguiente manera:

El rescate de los bonos convertibles ayuda para que la empresa no ponga en peligro el control de la misma, ya que si los tenedores de bonos convierten incrementan entonces el capital, pero a la vez descentralizan el poder, además, que pagar un bono significa un ahorro tributario. Entonces, AES Gener, que antes de esta decisión se encontraba en la parte derecha del gráfico, empeora su situación de deuda, disminuyendo de esta manera su valor. Pero esto fue acompañado con la reestructuración de los pasivos de las filiales Argentinas, lo cual impacta disminuyendo su deuda, al disminuir la deuda vuelve a aumentar el valor de la empresa, esto por la ubicación dentro del gráfico. Luego el siguiente paso es la aprobación del aumento de capital, con esto se disminuye la deuda y se logra aumentar el valor de la empresa, pasando desde el punto *c* de la curva al punto *b*. De esta manera la empresa no adquiere compromisos, no exige un pago final para con los accionistas, ni tampoco debe garantizar una rentabilidad. El paso final es la emisión de bonos si bien con esto se aumenta la deuda y disminuye un poco el valor de la empresa en comparación a la misma fecha del año pasado, con esta emisión se busca dar credibilidad al mercado, ahorro tributario y por otro lado, es más barato que buscar financiamiento bancario.

CONCLUSIONES

A través de los datos disponibles analizados se concluye lo siguiente:

AES Gener desde el año 2001 esta en constante reestructuración, no solo financiera sino también a nivel organizacional y administrativo, por esta razón se realiza el cambio y se comienza a trabajar con unidades de negocios.

La lucha constante de esta empresa es de disminuir el nivel de endeudamiento, lo cual viene haciendo desde el año 2001, podríamos afirmar que el punto final de esta lucha es la reestructuración financiera.

Esta comienza en noviembre del año 2003 y finaliza exitosamente el 21 de junio del año 2004, con los resultados esperados para la empresa y los accionistas.

A partir de los estados financieros comparados se puede observar que aunque las ventas no se han incrementado mucho, si lo ha hecho la utilidad y los márgenes esto porque se han disminuido los costos de venta.

En cuanto a la liquidez esta ha aumentado considerablemente llegando a cifras superiores a 1 lo cual se explica por los aumentos en caja y capital de trabajo que presenta la empresa.

El leverage como se mencionó anteriormente ha ido en disminución lo que se acompaña con un aumento del valor de la compañía calculado por nosotros a partir de los datos a disposición.

También se observa que ahora tienen mayor capacidad para solventar los gastos

financieros.

Queda entonces demostrada la teoría de la forma de la curva nivel de deuda v/s Valor de la empresa, es como la vista en clases de finanzas corporativas, presentada en la parte anterior, en que AES Gener desde su adquisición se situaba en la parte derecha de la misma, donde cualquier aumento del nivel de deuda se manifiesta con una disminución del valor de la empresa.

Es por esto que el objetivo principal de la reestructuración era disminuir esa deuda, así aumentar el valor y cambiar el perfil que presenta la empresa ante el mercado. Con esto se busca recuperar la credibilidad en el mercado y el apoyo de sus accionistas, que es fundamental para el crecimiento y desarrollo de las empresas que pertenecen al mercado bursátil.

BIBLIOGRAFÍA

Estructura de capital, Guillermo Yañez Castro, MBA ejecutivo IEDE.
Finanzas Corporativas, Stephen A. Ross, Westerfield y Jaffe.
Estructuras de Capital y Costo de Capital, Copeland.

Comunicados de prensa:

Dado el éxito del exchange offer AES en Estados Unidos, su participación total en Gener es de 96,5%, santiago 3 de enero 2001.

Filial de AES Genera aprobó venta de activos Argentinos y modificaciones estatutarias, santiago 5 de febrero 2001.

Al fin al estilo AES: se definió estructura organizacional de Gener, santiago 2 de marzo 2001.

Fue entregado por BCI y ScotiaBank: otorgan préstamo por US\$ 25 millones a energía Verde, santiago 12 de diciembre 2001.

Filial de AES Gener en Colombia: CHIVOR llegó acuerdo con acreedores para la reestructuración de su deuda, santiago 31 de mayo 2002.

AES Gener llegó acuerdo con Bank of America, santiago 5 de septiembre de 2002.

Una nueva señal positiva hacia el mercado: AES corp garantiza a AES Gener el cumplimiento de obligaciones respecto a la cuenta mercantil, santiago mayo 2003.

Finalizara antes de 31 de diciembre: AES Gener anuncia su plan de reestructuración financiera, santiago 13 de noviembre 2003.

AES Gener anuncia oferta pública de rescate de bonos, santiago 24 de noviembre 2003.

AES Gener anuncia detalles adicionales sobre su plan de reestructuración financiera, santiago 23 de febrero 2004.

Otro importante proceso de reestructuración: junta de AES Gener aprobó efectuar aumento de capital por hasta US\$ 125 millones, santiago 10 de marzo 2004.

AES Gener coloca bonos por US\$ 400 millones, santiago 12 de marzo 2004.

Se inicia período de opción preferente en aumento de capital de AES Gener, santiago 20 de mayo 2004.

Inversiones Cachagua suscribió acciones en aumento de capital de AES Gener, santiago 24 de mayo 2004.

Concluyó el aumento de capital de AES Gener, santiago 21 de junio 2004.

Paginas Web:

www.svs.cl

www.bolsadesantiago.cl

www.gener.cl

www.bcentral.cl

www.aes.com

www.google.cl

www.feller-rate.cl/corporaciones/Gener%200104.pdf

www.quepasa.cl/revista/2000/12/10/t-negocios.html

www.enre.gov.ar/web/web.nsf/Files/2001TULO%2010.pdf

www.mercantil.cl

www1.elmostrador.cl/modulos/noticias/constructor/noticia_impression.asp?id_noticia=19326

www.finanzas.com/id.3314099/noticias/noticia.htm

www.financiero.cl

Seminarios de título:

Valoración de Gener Chile S.A., Andrés Alvarado, santiago diciembre 2001

Bonos Convertibles de Gener, Otoño 2001

ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (individual) ¹⁶

Resumen Financiero

16

Cifras en MM\$

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

INDICES DE RENTABILIDAD	dic-01	dic-02	dic-03	Promedio	Desv Estándar	Muestra
Ventas	229.087,00	241.281,00	229.591,00	7.825,57	7.029,13	21
Utilidad Neta	-5.227,00	32.724,00	53.679,00	201,89	235,35	18
Margen Bruto	13,50%	28,50%	23,00%	26,94	19,81	25
Margen Operacional	-0,70%	16,70%	11,40%	3,68	3,16	19
Utilidad Neta / Ventas	-2,30%	13,60%	23,40%	3,40	2,56	20
Utilidad Neta / Activos totales	-0,40%	2,20%	3,90%	5,30	3,37	23
Ventas / Activo fijo	0,50	0,60	0,60	2,87	2,11	19
INDICES DE LIQUIDEZ						
Capital de Trabajo	15.131,00	-24.502,00	-19.285,00	-365,94	741,52	16
Razón Corriente	1,22	0,66	0,72	1,08	0,38	25
Capital de Trabajo / Ventas	0,10	-0,10	-0,10	-0,16	0,33	15
Test Ácido	0,85	0,35	0,36	0,59	0,26	25
Permanencia c x c	29,00	28,00	26,00	62,48	26,14	25
Permanencia inventarios	37,00	29,00	18,00	48,10	37,53	20
Permanencia c x p	36,00	27,00	44,00	64,92	52,22	24
Ciclo operacional	30,00	30,00	0,00	40,60	60,70	20
INDICES DE ENDEUDAMIENTO						
Patrimonio	744.575,00	778.419,00	808.604,00	2.789,55	3.218,72	20
Leverage	0,80	0,90	0,70	1,03	1,13	22
Patrimonio neto tangible	740.170,00	776.654,00	802.715,00	2.778,90	3.210,08	20
Leverage neto tangible	0,80	0,90	0,70	1,03	1,13	22
Bancos / patrimonio	0,00	0,00	0,00	0,38	0,58	23
total bancos / total pasivo exigible	0,00	0,00	0,00	0,44	0,30	25
INDICE DE COBERTURA FINANCIERA						
Cobertura Gastos financieros	0,30	1,70	5,40	1,98	3,53	24
resultado op / gastos financieros	-0,10	1,30	0,90	1,71	3,35	24
Pasivo exigible / generación bruta	51,50	13,30	8,20	-23,73	143,87	23
EVOLUCIONES						
Evolución de las ventas	0,00%	5,30%	-4,80%	45,77	176,51	24
Evolución resultado neto	0,00	526,00	64,00	40,09	121,77	23
Evolución de los activos	0,00	7,40	-4,60	6,58	20,26	23
DUPONT						
Ventas / total activos	0,2	0,2	0,2	1,13	0,51	21
Utilidad neta / ventas	0	0,1	0,2	-0,03	0,08	18
Total activos / patrimonio	1,8	1,9	1,7	2,20	1,43	23
Rentabilidad patrimonial	0	0	0,1	0,05	0,39	23

Balances

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

ACTIVOS	dic-01	dic-02	dic-03
Disponible	37.875	1.294	2.209
Valores Negociables	265	1.795	3.178
Doc y c x c a C/P	21.448	22.036	19.657
Inventarios	20.178	13.890	8.984
Varios Deudores	2.451	730	502
Otros activos circulantes	2.729	7.153	16.279
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	84.946	46.898	50.809
Activo inmovilizado neto	424.378	403.074	383.505
Inversiones	442.293	484.545	509.046
Doc x cobrar emp relacionadas	385.811	510.548	440.723
Deudores L/P	7	27	6
Intangibles	4.405	1.765	5.889
Otros activos L/P	18.290	13.766	3.816
TOTAL ACTIVOS FIJOS	1.275.184	1.413.725	1.342.985
ACTIVOS TOTALES	1.360.130	1.460.622	1.393.794
PASIVOS			
Obligaciones con Bco C/P	0	0	0
Doc y c x p	23.058	15.361	25.229
Acreedores varios	68	148	113
Impuesto a la renta	0	0	0
Provisiones y retenciones	8.790	6.276	7.020
Ingresos percibidos por adelantado	0	0	0
Doc y c x p emp relacionadas	21.212	37.743	37.732
Obligaciones con Bco - porción C/P	16.687	11.872	0
Pasivos por leasing	0	0	0
Otros pasivos circulantes	0	0	0
TOTAL DEUDA C/P	69.815	71.400	70.094
Obligaciones con Bco L/P	0	0	0
Doc x p L/P	25	5	0
Provisiones L/P	43.164	53.589	32.794
Doc y c x p emp relacionadas L/P	35.721	55.550	79.920
Pasivos por leasing L/P	0	0	0
Otros pasivos L/P	466.831	501.660	402.382
TOTAL PASIVOS L/P	545.741	610.804	515.096
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	615.556	682.204	585.190
Interés minoritario	0	0	0
Capital pagado	660.301	660.289	660.615
Utilidad ejercicios anteriores	10.100	4.875	5.973
Reservas	79.401	80.531	88.337
Reserva Ret tec act fijo	0	0	0
Utilidad del ejercicio	-5.227	32.724	53.679
Revalorizaciones	0	0	0
Cta particular socios	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO	744.575	778.419	808.604

ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (individual) Cifras en MM\$

PASIVOS TOTALES	1.360.130	1.460.622	1.393.794
-----------------	-----------	-----------	-----------

Estado de Resultados

	dic-01		dic-02		dic-03	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Ventas del período	229.087	100	241.281	100	229.591	100
Costo de Venta	198.082	86	172.584	72	176.704	77
RESULTADO BRUTO	31.005	14	68.733	28	52.887	23
Gastos de Adm y ventas	15.528	7	9.951	4	8.884	4
Depreciación	17.188	8	18.597	8	17.741	8
RESULTADO OPERACIONAL	-1.711	-1	40.185	17	26.262	11
Util (perd) emp relacionada	-55.906	-24	3.029	1	117.587	51
Gastos financieros	-29.497	-13	-31.669	-13	-28.347	-12
Otros egresos	-34.555	-15	-25.885	-11	-12.052	-5
Otros ingresos	99.923	44	37.316	15	22.085	10
Corrección monetaria	17.929	8	18.298	8	-76.738	-33
Impuesto a la renta	-1.413	-1	-8.550	-4	4.882	2
Interés minoritario	0	0	0	0	0	0
UTILIDAD NETA	-5.227	-2	32.724	14	53.679	23

Fuentes y usos de fondos

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

	dic-01		dic-02		dic-03	
	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos
Utilidad / Pérdida	0	5.227	32.724	0	53.679	0
Depreciación	17.188	0	18.597	0	17.741	0
GENERACIÓN	17.188	5.227	51.321	0	71.420	0
Ctas x Cobrar	0	21.448	0	588	2.379	0
Inventarios	0	20.178	6.288	0	4.906	0
Ctas x Pagar	23.058	0	0	76.977	9.868	0
Impuestos x Pagar	0	0	0	0	0	0
TOTAL FUENTES Y USOS OP	23.058	41.626	6.288	8.285	17.153	0
Activo fijo físico	0	441.566	2.707	0	1.828	0
Inversiones	0	442.293	0	42.252	0	24.501
Ctas x C emp relacionadas	0	385.811	0	124.737	69.825	0
Patrimonio	749.802	0	1.120	0	0	23.494
Banco	16.687	0	0	4.815	0	11.872
Ctas x P emp relacionadas	56.933	0	36.360	0	24.359	0
Otras ctas activo C/P	0	43.320	32.348	0	0	11.196
Otras ctas pasivo C/P	8.858	0	0	2.434	709	0
Otras ctas activo L/P	0	22.702	7.144	0	5.847	0
Otras ctas pasivo L/P	510.020	0	45.234	0	0	120.078
Interés minoritario	0	0	0	0	0	0
TOTAL FUENTES Y USOS NO OP	1.342.300	1.335.692	124.913	174.238	102.568	191.141
TOTAL	1.382.546	1.382.546	182.522	182.522	191.141	191.141

Flujo de caja

ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (individual) Cifras en MM\$

	dic-01	dic-02	dic-03
Ventas	229.087	241.281	229.591
Dism (aum) ctas x cobrar	-21.448	-588	2.379
Ingreso por venta	207.639	240.693	231.970
Costo de venta	-198.082	-172.548	-176.704
Aum (dism) ctas por pagar	23.058	-7.697	9.868
Dism (aum) Inventarios	-20.178	6.288	4.906
Egresos por venta	-195.202	-173.957	-161.930
Gastos de adm y ventas	-15.528	-9.951	-8.884
FLUJO DE CAJA OPERACIONAL (1)	-3.091	56.785	61.156
Gastos financieros	-29.497	-31.669	-28.347
otros ingresos y (egresos)	9.462	14.460	127.620
Impuesto a la renta	-1.413	-8.550	4.882
Corrección monetaria	17.929	18.298	-76.738
FLUJO DE CAJA NO OPERACIONAL (2)	-3.519	-7.461	27.417
FLUJO DE CAJA ANTES DE INV Y FIN (1+2)	-6.610	49.324	88.573
Dism (aum) activo fijo neto	-441.566	2.707	1.828
Dism (aum) otros activos C/P y L/P	-855.986	-162.548	42.273
Aum (dism) otros pasivos C/P y L/P	575.811	79.160	-95.010
FLUJO DE CAJA INVERSIONES (3)	-721.741	-80.681	-50.909
FLUJO ANTES DE FINANCIAMIENTO (1+2+3)	-728.315	-31.357	37.664
Aum (dism) neta de patrimonio	749.802	1.120	-23.494
Aum (dism) deuda banco C/P	16.687	-4.815	-11.872
Aum (dism) deuda banco L/P	0	0	0
Dism (aum) valores mobiliarios	-265	-1.530	-1.383
FLUJO DE CAJA FINANCIAMIENTO (4)	766.224	-5.225	-36.749
FLUJO DE CAJA NETO (1+2+3+4)	37.873	-36.582	915
FLUJO DE CAJA ACUMULADO	37.873	1.291	2.206

Reconciliación del patrimonio

	dic-01	dic-02	dic-03
Patrimonio inicial	0	744.575	778.419
Utilidad (perdida)	-5.227	32.724	53.679
Emisión de acciones o aportes	0	0	0
Retasación técnica activo fijo	0	0	0
(Dividendos)	0	0	0
Aum (dism) patrimonio	749.802	1.120	-23.494
SALDO FINAL PATRIMONIO	744.575	778.419	808.604

Reconciliación del activo fijo

	dic-01	dic-02	dic-03
Saldo inicial activo fijo	0	424.378	403.074
Compras	0	0	0
(Ventas)	0	0	0
Retasación técnica activo fijo	0	0	0
(Depreciación)	-17.188	-18.597	-17.741
Aum (dism) activo fijo	441.566	-2.707	-1.828
SALDO FINAL ACTIVO FIJO	424.378	403.074	383.505

ANEXO 2. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (consolidado) ¹⁷

Resumen financiero

17

Cifras en MM\$.

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

INDICES DE RENTABILIDAD	dic-00	dic-01	dic-02	dic-03	Promedio	Desv Estándar	Muestra
Ventas	473.249	360.681	374.257	362.332	7.825,57	7.029,13	21
Utilidad Neta	2.367	-5.225	32.741	53.679	201,89	235,35	18
Margen Bruto	35,6%	41,6%	50,8%	47,7%	26,94	19,81	25
Margen Operacional	17,6%	20,2%	31,8%	30,3%	3,68	3,16	19
Utilidad Neta / Ventas	0,5%	-1,4%	8,7%	14,8%	3,40	2,56	20
Utilidad Neta / Activos totales	0,1%	-0,3%	1,7%	3,2%	5,30	3,37	23
Ventas / Activo fijo	0,3	0,3	0,3	0,3	2,87	2,11	19
INDICES DE LIQUIDEZ							
Capital de Trabajo	-289.172	-223.435	-22.162	9.078	-365,94	-365,94	16
Razón Corriente	0,42	0,40	0,84	1,09	1,08	1,08	25
Capital de Trabajo / Ventas	-0,6	-0,6	-0,1	0,0	-0,16	-0,16	15
Test Ácido	0,28	0,26	0,49	0,47	0,59	0,59	25
Permanencia c x c	44	27	28	25	62,48	62,48	25
Permanencia inventarios	31	46	43	22	48,10	48,10	20
Permanencia c x p	59	74	159	119	64,92	64,92	24
Ciclo operacional	16	-1	-88	-72	40,60	40,60	20
INDICES DE ENDEUDAMIENTO							
Patrimonio	894.100	744.288	778.805	808.604	2.789,55	2.789,55	20
Leverage	1,5	1,6	1,4	1,0	1,03	1,03	22
Patrimonio neto tangible	878.323	739.862	772.895	802.672	2.778,90	2.778,90	20
Leverage neto tangible	1,5	1,6	1,4	1,0	1,03	1,03	22
Bancos / patrimonio	0,5	0,4	0,3	0,2	0,38	0,38	23
total bancos / total pasivo exigible	0,3	0,3	0,2	0,2	0,44	0,44	25
INDICE DE COBERTURA FINANCIERA							
Cobertura Gastos financieros	1,2	1,4	1,8	2,4	1,98	1,98	24
resultado op / gastos financieros	1,0	1,0	1,6	2,0	1,71	1,71	24
Pasivo exigible / generación bruta	22,5	28,1	13,5	8,4	-23,73	-23,73	23
EVOLUCIONES							
Evolución de las ventas	-4,5%	-23,8%	3,8%	-3,2%	45,77	45,77	24
Evolución resultado neto	-67,1	321,0	527,0	64,0	40,09	40,09	23
Evolución de los activos	6,4	-17,7	-1,1	-12,9	6,58	6,58	23

Balances

ACTIVOS	dic-00	dic-01	dic-02	dic-03
Disponible	8.525	44.872	4.563	3.413
Valores Negociables	63.744	18.936	27.821	14.921
Doc y c x c a C/P	67.680	32.027	34.614	29.626
Inventarios	26.126	26.734	22.112	11.450
Varios Deudores	23.055	8.518	2.534	2.408
Otros activos circulantes	22.934	17.678	22.100	49.502
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	212.066	148.765	113.743	111.320
Activo inmovilizado neto	1.774.646	1.360.749	1.353.331	1.184.256
Inversiones	184.138	139.922	131.947	125.644
Doc x cobrar emp relacionadas	36.912	180.093	224.928	180.747
Deudores L/P	10.838	9.509	6.638	7.462
Intangibles	15.777	4.426	5.910	5.932
Otros activos L/P	105.737	81.502	66.679	41.685
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2.128.048	1.776.201	1.789.433	1.545.726
ACTIVOS TOTALES	2.340.115	1.924.967	1.903.176	1.657.046
PASIVOS				
Obligaciones con Bco C/P	65.594	27.339	12.392	4.217
Doc y c x p	59.400	50.982	96.083	73.768
Acreedores varios	81.526	33.758	149	114
Impuesto a la renta	3.798	0	232	2.830
Provisiones y retenciones	10.962	13.592	8.661	7.451
Ingresos percibidos por adelantado	33.347	0	385	40
Doc y c x p emp relacionadas	3.575	2.452	1.325	1.203
Obligaciones con Bco - porción C/P	243.036	244.077	16.678	12.619
Pasivos por leasing	0	0	0	0
Otros pasivos circulantes	0	0	0	0
TOTAL DEUDA C/P	501.238	372.200	135.905	102.242
Obligaciones con Bco L/P	134.603	47.361	239.949	169.589
Doc x p L/P	8.614	9.577	682.276	523.691
Provisiones L/P	12.138	16.224	21.499	21.744
Doc y c x p emp relacionadas L/P	0	0	0	0
Pasivos por leasing L/P	0	0	0	0
Otros pasivos L/P	684.307	727.446	37.845	24.095
TOTAL PASIVOS L/P	839.662	800.608	981.569	739.119
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	1.340.900	1.172.808	1.117.474	841.361
Interés minoritario	105.115	7.871	6.897	7.081
Capital pagado	660.035	660.044	660.615	660.615
Utilidad ejercicios anteriores	91.799	10.099	29.535	35.509
Reservas	142.982	79.370	55.914	58.801
Reserva Ret tec act fijo	0	0	0	0
Utilidad del ejercicio	2.367	-5.225	32.741	53.679
Revalorizaciones	0	0	0	0

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

Cta particular socios	-3.083	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO	894.100	744.288	778.805	808.604
PASIVOS TOTALES	2.340.115	1.924.967	1.903.176	1.657.046

Estados de resultado

	dic-00		dic-01		dic-02		dic-03	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Ventas del período	473.249	100	360.681	100	374.257	100	362.332	100
Costo de Venta	304.593	64	210.465	58	184.016	49	189.333	52
RESULTADO BRUTO	168.656	36	150.216	42	190.241	51	172.999	48
Gastos de Adm y ventas	28.038	6	30.297	8	21.121	6	17.065	5
Depreciación	57.172	12	46.910	13	50.070	13	45.981	13
RESULTADO OPERACIONAL	83.446	18	73.009	20	119.050	32	109.953	30
Util (perd) emp relacionada	895	0	568	0	-1.380	0	9.818	3
Gastos financieros	-82.099	-17	-74.235	-21	-73.442	-20	-54.855	-15
Otros egresos	-45.649	-10	-66.499	-18	-30.157	-8	-16.528	-5
Otros ingresos	57.562	12	99.445	28	43.117	12	25.668	7
Corrección monetaria	-4.363	-1	-25.684	-7	-18.107	-5	-13.607	-4
Impuesto a la renta	-2.496	-1	-10.179	-3	-4.498	-1	-4.748	-1
Interés minoritario	-4.929	-1	-1.650	0	-1.842	0	-2.022	-1
UTILIDAD NETA	2.367	1	-5.225	-1	32.741	9	53.679	15

Fuentes y usos de fondos

ANEXO 2. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (consolidado) Cifras en MM\$.

	dic-01		dic-02		dic-03	
	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos
Utilidad / Pérdida	0	5.225	32.741	0	53.679	0
Depreciación	46.910	0	50.070	0	45.981	0
GENERACIÓN	46.910	5.225	82.811	0	99.660	0
Ctas x Cobrar	35.653	0	0	2.587	4.988	0
Inventarios	0	608	4.622	0	10.662	0
Ctas x Pagar	0	8.418	45.101	0	0	22.315
Impuestos x Pagar	0	3.798	232	0	2.598	0
TOTAL FUENTES Y USOS OP	35.653	12.824	49.955	2.587	18.248	22.315
Activo fijo físico	366.987	0	0	42.652	123.094	0
Inversiones	44.216	0	7.975	0	6.303	0
Ctas x C emp relacionadas	0	143.181	0	44.835	44.181	0
Patrimonio	0	144.587	1.776	0	0	23.880
Banco	0	124.456	0	49.758	0	82.594
Ctas x P emp relacionadas	0	1.123	0	1.127	0	122
Otras ctas activo C/P	28.254	0	32.986	0	0	13.226
Otras ctas pasivo C/P	0	78.485	0	38.155	0	1.590
Otras ctas activo L/P	36.915	0	16.210	0	24.148	0
Otras ctas pasivo L/P	48.188	0	0	11.627	0	172.090
Interés minoritario	0	97.244	0	974	184	0
TOTAL FUENTES Y USOS NO OP	524.560	589.076	58.947	189.128	197.910	293.502

Flujo de caja

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

	dic-01	dic-02	dic-03
Ventas	360.681	374.257	362.332
Dism (aum) ctas x cobrar	35.653	-2.587	4.988
Ingreso por venta	396.334	371.670	367.320
Costo de venta	-210.465	-184.016	-189.333
Aum (dism) ctas por pagar	-8.418	45.101	-22.315
Dism (aum) Inventarios	-608	4.622	10.662
Egresos por venta	-219.491	-134.293	-200.986
Gastos de adm y ventas	-30.297	-21.121	-17.065
FLUJO DE CAJA OPERACIONAL (1)	146.546	216.256	149.269
Gastos financieros	-74.235	-73.442	-54.855
otros ingresos y (egresos)	31.864	9.738	16.936
Impuesto a la renta	-10.179	-4.498	-4.748
Corrección monetaria	-25.684	-18.107	-13.607
FLUJO DE CAJA NO OPERACIONAL (2)	-78.234	-86.309	-56.274
FLUJO DE CAJA ANTES DE INV Y FIN (1+2)	68.312	129.947	92.995
Dism (aum) activo fijo neto	366.987	-42.652	123.094
Dism (aum) otros activos C/P y L/P	-42.257	-19.088	47.356
Aum (dism) otros pasivos C/P y L/P	-132.462	-51.651	-171.020
FLUJO DE CAJA INVERSIONES (3)	192.268	-113.391	-570
FLUJO ANTES DE FINANCIAMIENTO (1+2+3)	260.580	16.556	92.425
Aum (dism) neta de patrimonio	-144.587	1.776	-23.880
Aum (dism) deuda banco C/P	-37.214	-242.346	-12.234
Aum (dism) deuda banco L/P	-87.242	192.588	-70.360
Dism (aum) valores mobiliarios	44.808	-8.885	12.900
FLUJO DE CAJA FINANCIAMIENTO (4)	-224.235	-56.867	-93.574
FLUJO DE CAJA NETO (1+2+3+4)	36.345	-40.311	-1.149

Reconciliación del patrimonio

	dic-01	dic-02	dic-03
Patrimonio inicial	894.100	744.288	778.805
Utilidad (perdida)	-5.225	32.741	53.679
Emisión de acciones o aportes	0	0	0
Retasación técnica activo fijo	0	0	0
(Dividendos)	0	0	0
Aum (dism) patrimonio	-144.587	1.776	-23.880
SALDO FINAL PATRIMONIO	744.288	778.805	808.604

Reconciliación activo fijo

ANEXO 2. ESTADOS FINANCIEROS COMPARADOS (consolidado) Cifras en MM\$.

	dic-01	dic-02	dic-03
Saldo inicial activo fijo	1.774.646	1.360.749	1.353.331
Compras	0	0	0
(Ventas)	0	0	0
Retasación técnica activo fijo	0	0	0
(Depreciación)	-46.910	-50.070	-45.981
Aum (dism) activo fijo	-366.987	42.652	-123.094
SALDO FINAL ACTIVO FIJO	1.360.749	1.353.331	1.184.256

ANEXO 3. ESTADOS FINANCIEROS A MARZO DEL 2004 (consolidado)

Balance 31 de marzo del 2004

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

Activos			
Código	Descripción	mar-04	mar-03
5.11.00.00	Total Activos Circulantes	292.332.184	126.657.250
5.11.10.10	Disponible	1.367.491	3.287.516
5.11.10.20	Depósitos a plazo	28.938.973	31.981.638
5.11.10.30	Valores negociables (neto)	17.549.492	6.613.918
5.11.10.40	Deudores por venta (neto)	32.195.892	32.819.101
5.11.10.50	Documentos por cobrar (neto)	50.532	403.357
5.11.10.60	Deudores varios (neto)	4.276.572	2.709.089
5.11.10.70	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas	3.688.523	1.457.222
5.11.10.80	Existencias (neto)	10.017.411	20.205.193
5.11.10.90	Impuestos por recuperar	1.822.736	5.544.351
5.11.20.10	Gastos pagados por anticipado	1.300.279	5.111.810
5.11.20.20	Impuestos diferidos	579.406	651.715
5.11.20.30	Otros activos circulantes	190.544.877	15.872.340
5.11.20.40	Contratos de leasing (neto)	0	0
5.11.20.50	Activos para leasing (neto)	0	0
5.12.00.00	Total Activos Fijos	1.190.631.429	1.343.046.194
5.12.10.00	Terrenos	9.035.670	8.495.185
5.12.20.00	Construcción y obras de infraestructura	737.342.739	819.460.150
5.12.30.00	Maquinarias y equipos	937.490.900	1.013.083.034
5.12.40.00	Otros activos fijos	8.517.871	11.522.392
5.12.50.00	Mayor valor por retasación técnica del activo fijo	37.110.807	42.004.647
5.12.60.00	Depreciación (menos)	-538.866.558	-551.519.214
5.13.00.00	Total Otros Activos	199.930.073	439.812.417
5.13.10.10	Inversiones en empresas relacionadas	119.597.234	122.684.742
5.13.10.20	Inversiones en otras sociedades	0	0
5.13.10.30	Menor valor de inversiones	8.151.168	9.183.875
5.13.10.40	Mayor valor de inversiones (menos)	0	0
5.13.10.50	Deudores a largo plazo	7.948.961	8.183.611
5.13.10.60	Documentos y cuentas por cobrar empresas relacionadas largo plazo	3.164.295	233.766.327
5.13.10.65	Impuestos diferidos a largo plazo	0	0
5.13.10.70	Intangibles	5.901.264	1.729.375
5.13.10.80	Amortización (menos)	-4.346.930	0
5.13.10.90	Otros	59.514.081	64.264.487

5.13.20.10	Contratos de leasing largo plazo (neto)	0	0
5.10.00.00	Total Activos	1.682.893.686	1.909.515.861
Pasivos			
Código	Descripción	mar-04	mar-03
5.21.00.00	Total Pasivos Circulantes	297.025.518	121.695.490
5.21.10.10	Obligaciones con bancos e instituciones financieras a corto plazo	2.005.922	9.701.364
5.21.10.20	Obligaciones con bancos e instituciones financieras largo plazo - porción corto plazo	11.711.790	15.649.506
5.21.10.30	Obligaciones con el público (pagarés)	0	0
5.21.10.40	Obligaciones con el público - porción corto plazo (bonos)	221.714.688	34.133.071
5.21.10.50	Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	1.698.208	13.081.356
5.21.10.60	Dividendos por pagar	118.275	137.302
5.21.10.70	Cuentas por pagar	39.499.004	38.729.526
5.21.10.80	Documentos por pagar	0	0
5.21.10.90	Acreedores varios	169.336	988
5.21.20.10	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	1.094.554	1.209.679
5.21.20.20	Provisiones	17.506.675	6.034.217
5.21.20.30	Retenciones	1.453.480	1.449.013
5.21.20.40	Impuesto a la renta	34.757	1.214.063
5.21.20.50	Ingresos percibidos por adelantado	18.829	355.405
5.21.20.60	Impuestos diferidos	0	0
5.21.20.70	Otros pasivos circulantes	0	0
5.22.00.00	Total Pasivos a Largo Plazo	620.504.727	990.167.455
5.22.10.00	Obligaciones con bancos e instituciones financieras	176.046.684	241.108.589
5.22.20.00	Obligaciones con el público largo plazo (bonos)	401.685.346	679.203.068
5.22.30.00	Documentos por pagar largo plazo	641.037	3.865.598
5.22.40.00	Acreedores varios largo plazo	0	0
5.22.50.00	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas largo plazo	0	0
5.22.60.00	Provisiones largo plazo	10.220.422	22.732.021
5.22.70.00	Impuestos diferidos a largo plazo	16.380.650	16.924.180

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

5.22.80.00	Otros pasivos a largo plazo	15.530.588	26.333.999
5.23.00.00	Interés Minoritario	6.790.765	7.355.536
5.24.00.00	Total Patrimonio	758.572.676	790.297.380
5.24.10.00	Capital pagado	660.615.361	654.074.615
5.24.20.00	Reserva revalorización capital	-3.303.077	3.270.373
5.24.30.00	Sobreprecio en venta de acciones propias	29.387.674	29.389.136
5.24.40.00	Otras reservas	53.380.661	50.710.537
5.24.50.00	Utilidades retenidas (sumas códigos 5.24.51.00 al 5.24.56.00).	18.492.057	52.852.719
5.24.51.00	Reservas futuros dividendos	5.265.559	4.853.438
5.24.52.00	Utilidades acumuladas	2.626.076	32.578.480
5.24.53.00	Pérdidas acumuladas (menos)	0	0
5.24.54.00	Utilidad (pérdida) del ejercicio	10.600.422	15.420.801
5.24.55.00	Dividendos provisorios (menos)	0	0
5.24.56.00	Déficit acumulado período de desarrollo	0	0
5.20.00.00	Total Pasivos	1.682.893.686	1.909.515.861

Estado de resultado al 31 de marzo del 2004

ANEXO 3. ESTADOS FINANCIEROS A MARZO DEL 2004 (consolidado)

Código	Descripción	mar-04	mar-03
5.31.11.00	Resultado De Explotación	30.176.292	31.728.367
5.31.11.10	Margen De Explotación	34.377.924	36.003.165
5.31.11.11	Ingresos de explotación	91.147.333	94.508.252
5.31.11.12	Costos de explotación (menos)	-56.769.409	-58.505.087
5.31.11.20	Gastos de administración y ventas (menos)	-4.201.632	-4.274.798
5.31.12.00	Resultado Fuera De Explotación	-10.508.784	-7.202.314
5.31.12.10	Ingresos financieros	3.127.135	11.037.472
5.31.12.20	Utilidad inversiones empresas relacionadas	950.560	518.056
5.31.12.30	Otros ingresos fuera de la explotación	2.055.865	572.836
5.31.12.40	Pérdida inversión empresas relacionadas (menos)	-1.396.583	-954.976
5.31.12.50	Amortización menor valor de inversiones (menos)	-190.206	-194.319
5.31.12.60	Gastos financieros (menos)	-11.973.444	-16.508.830
5.31.12.70	Otros egresos fuera de la explotación (menos)	-6.618.233	-3.416.755
5.31.12.80	Corrección monetaria	-923.028	-4.695.045
5.31.12.90	Diferencias de cambio	4.459.150	6.439.247
5.31.10.00	Resultado Antes De Impuesto A La Renta E Ítemes Extraordinarios	19.667.508	24.526.053
5.31.20.00	Impuesto A La Renta	-8.758.893	-8.746.390
5.31.30.00	Ítemes Extraordinarios	0	0
5.31.40.00	Utilidad (Pérdida) Antes De Interés Minoritario	10.908.615	15.779.663
5.31.50.00	Interés Minoritario	-308.193	-358.862
5.31.00.00	Utilidad (Pérdida) Liquida	10.600.422	15.420.801
5.32.00.00	Amortización mayor valor de inversiones	0	0
5.30.00.00	Utilidad (Pérdida) Del Ejercicio	10.600.422	15.420.801

Estado de flujo de efectivo directo al 31 de marzo del 2004

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

Código	Descripción	mar-04	mar-03
5.41.11.00	Flujo Neto Originado Por Actividades De La Operación	18.230.063	19.056.700
5.41.11.10	Recaudación de deudores por venta	91.033.653	118.853.514
5.41.11.20	Ingresos financieros percibidos	3.035.537	544.215
5.41.11.30	Dividendos y otros repartos percibidos	0	0
5.41.11.40	Otros ingresos percibidos	1.582.249	1.314.662
5.41.11.50	Pago a proveedores y personal(menos)	-47.731.663	-69.832.756
5.41.11.60	Intereses pagados (menos)	-17.771.384	-20.137.364
5.41.11.70	Impuesto a la renta pagado (menos)	-47.772	-279
5.41.11.80	Otros gastos pagados (menos)	-5.281.831	-4.494.385
5.41.11.90	IVA. y otros similares pagados (menos)	-6.588.726	-7.190.907
5.41.12.00	Flujo Neto Originado Por Actividades De Financiamiento	-20.755.787	-4.500.856
5.41.12.05	Colocación de acciones de pago	0	0
5.41.12.10	Obtención de préstamos	0	0
5.41.12.15	Obligaciones con el público	246.201.551	0
5.41.12.20	Préstamos documentados de empresas relacionadas	0	0
5.41.12.25	Obtención de otros préstamos de empresas relacionadas	0	0
5.41.12.30	Otras fuentes de financiamiento	458.076	1.559.145
5.41.12.35	Pago de dividendos (menos)	-57.333.164	-6.792
5.41.12.40	Repartos de capital (menos)	0	0
5.41.12.45	Pago de préstamos (menos)	-4.572.363	-5.702.252
5.41.12.50	Pago de obligaciones con el público (menos)	-188.379.892	0
5.41.12.55	Pago préstamos documentados de empresas relacionadas (menos)	0	0
5.41.12.60	Pago de otros préstamos de empresas relacionadas (menos)	0	0
5.41.12.65	Pago de gastos por emisión y colocación de acciones	0	0

	(menos)		
5.41.12.70	Pago de gastos por emisión y colocación de obligaciones con el público (menos)	-17.129.995	0
5.41.12.75	Otros desembolsos por financiamiento (menos)	0	-350.957
5.41.13.00	Flujo Neto Originado Por Actividades De Inversión	161.036.306	-14.072.313
5.41.13.05	Ventas de activo fijo	25.071	18.961
5.41.13.10	Ventas de inversiones permanentes	0	0
5.41.13.15	Ventas de otras inversiones	136.704	404.894
5.41.13.20	Recaudación de préstamos documentados a empresas relacionadas	177.078.750	69.121
5.41.13.25	Recaudación de otros préstamos a empresas relacionadas	163.208	0
5.41.13.30	Otros ingresos de inversión	0	388.679
5.41.13.35	Incorporación de activos fijos (menos)	-2.034.589	-447.171
5.41.13.40	Pago de intereses capitalizados (menos)	-7.363	-54.127
5.41.13.45	Inversiones permanentes (menos)	-61.754	-268.468
5.41.13.50	Inversiones en instrumentos financieros (menos)	-7.893.262	-2.163.957
5.41.13.55	Préstamos documentados a empresas relacionadas (menos)	0	-9.820.382
5.41.13.60	Otros préstamos a empresas relacionadas (menos)	-1.447.100	-2.199.863
5.41.13.65	Otros desembolsos de inversión (menos)	-4.923.359	0
5.41.10.00	Flujo Neto Total Del Periodo	158.510.582	483.531
5.41.20.00	Efecto De La Inflación Sobre El Efectivo Y Efectivo Equivalente	3.858.932	2.441.669
5.41.00.00	Variación Neta Del Efectivo Y Efectivo Equivalente	162.369.514	2.925.200
5.42.00.00	Saldo Inicial De Efectivo Y Efectivo Equivalente	56.999.189	39.304.276
5.40.00.00	Saldo Final De Efectivo Y Efectivo Equivalente	219.368.703	42.229.476

Conciliación flujo resultado

Código	Descripción	mar-04	mar-03
5.50.10.00	Utilidad (Pérdida) del ejercicio	10.600.422	15.420.801
5.50.20.00	Resultado en venta de activos	-9.315	-18.961
5.50.20.10	(Utilidad) Pérdida en venta de activos fijos	-9.315	0
5.50.20.20	Utilidad en venta de inversiones (menos)	0	-18.961
5.50.20.30	Pérdida en venta de inversiones	0	0
5.50.20.40	(Utilidad) Pérdida en venta de otros activos	0	0
5.50.30.00	Cargos (Abonos) a resultado que no representan flujo de efectivo	12.272.644	14.042.818
5.50.30.05	Depreciación del ejercicio	11.600.588	12.506.184
5.50.30.10	Amortización de intangibles	807.078	218.409
5.50.30.15	Castigos y provisiones	3.903.638	563.526
5.50.30.20	Utilidad devengada en inversiones en empresas relacionadas (menos)	-950.560	-518.056
5.50.30.25	Pérdida devengada en inversiones en empresas relacionadas	1.396.583	954.976
5.50.30.30	Amortización menor valor de inversiones	190.206	194.319
5.50.30.35	Amortización mayor valor de inversiones (menos)	0	0
5.50.30.40	Corrección monetaria neta	923.028	4.695.045
5.50.30.45	Diferencia de cambio neta	-4.459.150	-6.439.247
5.50.30.50	Otros abonos a resultado que no representan flujo de efectivo (menos)	-1.138.767	0
5.50.30.55	Otros cargos a resultado que no representan flujo de efectivo	0	1.867.662
5.50.40.00	Variación de Activos que afectan al flujo de efectivo (aumen.)disminuc.	-5.715.247	-12.275.894
5.50.40.10	Deudores por venta	-6.420.533	-3.641.448
5.50.40.20	Existencias	1.412.836	2.890.169
5.50.40.30	Otros activos	-707.550	-11.524.615
5.50.50.00	Variación de pasivos que afectan al flujo de efectivo aumen. (disminuc.)	773.366	1.887.655
5.50.50.10	Cuentas por pagar	-1.961.959	-3.222.454

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

	relacionadas con el resultado de la explotación		
5.50.50.20	Intereses por pagar	-5.347.337	-2.380.362
5.50.50.30	Impuesto a la Renta por pagar (neto)	8.999.984	7.435.166
5.50.50.40	Otras cuentas por pagar relacionadas con el resultado fuera de explotación	445.317	558.621
5.50.50.50	IVA. y otros similares por pagar (neto)	-1.362.639	-503.316
5.50.60.00	Utilidad (Pérdida) del interés minoritario	308.193	281
5.50.00.00	Flujo Neto Originado Por Act. De La Operación	18.230.063	19.056.700

ANEXO 4. CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE AES GENER S.A.

La clasificación de AES Gener S.A se ha visto afectada por circunstancias relacionadas con su matriz y el mercado energético internacional, lo que derivó en 2002 en una clasificación internacional por debajo de la categoría "Grado de Inversión". Durante el año 2003, producto de las mejoras importantes en el desempeño de la compañía, Standard & Poor's y Fitch Ratings revisaron la clasificación de AES Gener, otorgándole mejores perspectivas.

En términos de clasificación local, al cierre del año 2003 tanto Feller Rate como Fitch Ratings tiene asignada la clasificación BBB- (grado de inversión).

Nacional			Internacional		
Feller Rate Ltda.	BBB-	Positivo	Standard & Poor's	B	En desarrollo
Fitch Chile Ltda.	BBB-	Positivo	Fitch International	BB-	Positivo
			Moody's	B2	Negativo

El día 29 de marzo del 2003, la Comisión Clasificadora de Riesgo desaprobó las acciones de AES Gener como susceptibles de ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones. Posteriormente, y en virtud de nuevos informes de clasificación de agencias privadas, la Comisión Clasificadora de Riesgo aprobó, el día 6 de diciembre del 2003, en virtud del inciso 7º artículo 106, del D.L N° 3500, las acciones en la

Superintendencia de Valores y Seguros con el número 208, de series LA1, LA2, LA3, LA4 y LA5, asignándoles la categoría de riesgo BBB- (grado de inversión).

ANEXO 5. CALCULO DEL BETA DE AES GENER

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,510824406
Coefficiente de determinación R ²	0,260941574
R ² ajustado	0,249021277
Error típico	0,123496752
Observaciones	64

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,333862213	0,333862213	21,89052589	1,61163E-05
Residuos	62	0,945589765	0,015251448		
Total	63	1,279451978			

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,013465	0,0203	0,663564	0,50943	-0,027098	0,05403	-0,0271	0,054
Variable X 1	1,4342541	0,3065	4,678731	1,61E-05	0,8214747	2,04703	0,8215	2,047

ANEXO 6. DATOS UTILIZADOS PARA CÁLCULO DE BETA

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

	Precio acción Gener	Relación bolsa libro	Ri	Precio IGPA	Rm	Rf	Ri - Rf	Rm - Rf
ene-99	101,00			3562,3		0,1116		
feb-99	116,00		0,1485	3841,11	0,0783	0,054	0,0945	0,0243
mar-99	130,50		0,1250	4134,19	0,0763	0,0828	0,0422	-0,0065
abr-99	145,00		0,1111	4457,8	0,0783	0,1284	-0,0173	-0,0501
may-99	138,50		-0,0448	4470,88	0,0029	0,1008	-0,1456	-0,0979
jun-99	136,00		-0,0181	4772,69	0,0675	0,0636	-0,0817	0,0039
jul-99	150,50		0,1066	4707,08	-0,0137	0,06	0,0466	-0,0737
ago-99	144,00		-0,0432	4651,29	-0,0119	0,0624	-0,1056	-0,0743
sep-99	124,00		-0,1389	4620,39	-0,0066	0,0708	-0,2097	-0,0774
oct-99	111,00		-0,1048	4581,22	-0,0085	0,0804	-0,1852	-0,0889
nov-99	117,50		0,0586	4910,44	0,0719	0,0936	-0,0350	-0,0217
dic-99	120,00		0,0213	5167,72	0,0524	0,078	-0,0567	-0,0256
			0,1881		0,4507	0,0822	0,1059	0,3685
ene-00	112,00	0,81	-0,0667	5427,99	0,0504	0,0756	-0,1423	-0,0252
feb-00	114,20	0,81	0,0196	5191,2	-0,0436	0,084	-0,0644	-0,1276
mar-00	102,00	0,72	-0,1068	5140,87	-0,0097	0,12	-0,2268	-0,1297
abr-00	102,00	0,72	0,0000	4957,83	-0,0356	0,1152	-0,1152	-0,1508
may-00	106,00	0,73	0,0392	4992,2	0,0069	0,096	-0,0568	-0,0891
jun-00	115,00	0,79	0,0849	4920,04	-0,0145	0,0732	0,0117	-0,0877
jul-00	108,00	0,74	-0,0609	4827,78	-0,0188	0,072	-0,1329	-0,0908
ago-00	106,00	0,74	-0,0185	4954,27	0,0262	0,0636	-0,0821	-0,0374
sep-00	108,00	0,75	0,0189	4849,46	-0,0212	0,0804	-0,0615	-0,1016
oct-00	101,00	0,70	-0,0648	4752,81	-0,0199	0,1044	-0,1692	-0,1243
nov-00	133,00	0,92	0,3168	4841,34	0,0186	0,1008	0,2160	-0,0822
dic-00	136,00	0,95	0,0226	4869,04	0,0057	0,0732	-0,0506	-0,0675
			0,2143		-0,1030	0,0882	0,1261	-0,1912
ene-01	133,00	0,91	-0,0221	5103,57	0,0482	0,0588	-0,0809	-0,0106
feb-01	135,68	0,94	0,0202	4912,43	-0,0375	0,0624	-0,0422	-0,0999
mar-01	94,00	0,64	-0,3072	4943,64	0,0064	0,0288	-0,3360	-0,0224
abr-01	115,00	0,78	0,2234	5071,9	0,0259	0,0792	0,1442	-0,0533
may-01	121,50	0,82	0,0565	5490,22	0,0825	0,0828	-0,0263	-0,0003
jun-01	116,00	0,78	-0,0453	5390,85	-0,0181	0,0636	-0,1089	-0,0817
jul-01	132,00	0,92	0,1379	5484,16	0,0173	0,0408	0,0971	-0,0235
ago-01	158,00	1,12	0,1970	5666,09	0,0332	0,0588	0,1382	-0,0256
sep-01	110,50	0,90	-0,3006	5075,42	-0,1042	0,0612	-0,3618	-0,1654
oct-01	113,00	0,92	0,0226	5180,93	0,0208	0,0624	-0,0398	-0,0416
nov-01	125,00	0,98	0,1062	5443,15	0,0506	0,0612	0,0450	-0,0106
dic-01	109,00	0,85	-0,1280	5397,69	-0,0084	0,0612	-0,1892	-0,0696
			-0,1805		0,0576	0,0601	-0,2406	-0,0025
ene-02	102,00	0,79	-0,0642	5282,24	-0,0214	0,0576	-0,1218	-0,0790
feb-02	98,00	0,77	-0,0392	5287,2	0,0009	0,054	-0,0932	-0,0531
mar-02	80,00	0,63	-0,1837	5340,43	0,0101	0,0456	-0,2293	-0,0355

abr-02	66,00	0,52	-0,1750	5223,76	-0,0218	0,0432	-0,2182	-0,0650
may-02	82,50	0,63	0,2500	5138,45	-0,0163	0,0396	0,2104	-0,0559
jun-02	74,00	0,59	-0,1030	5390,85	0,0491	0,0384	-0,1414	0,0107
jul-02	48,00	0,38	-0,3514	4954,71	-0,0809	0,0324	-0,3838	-0,1133
ago-02	56,00	0,44	0,1667	4955,49	0,0002	0,0276	0,1391	-0,0274
sep-02	50,00	0,39	-0,1071	4695,26	-0,0525	0,0264	-0,1335	-0,0789
oct-02	50,50	0,39	0,0100	4768,42	0,0156	0,0276	-0,0176	-0,0120
nov-02	52,00	0,40	0,0297	4814,82	0,0097	0,0276	0,0021	-0,0179
dic-02	46,00	0,35	-0,1154	4997,62	0,0380	0,0276	-0,1430	0,0104
			-0,5490		-0,0539	0,0373	-0,5863	-0,0912
ene-03	45,00	0,34	-0,0217	4981,9	-0,0031	0,0264	-0,0481	-0,0295
feb-03	43,00	0,33	-0,0444	5045,96	0,0129	0,0264	-0,0708	-0,0135
mar-03	40,00	0,30	-0,0698	5057,13	0,0022	0,0252	-0,0950	-0,0230
abr-03	47,00	0,34	0,1750	5679,59	0,1231	0,0252	0,1498	0,0979
may-03	66,00	0,48	0,4043	5917,39	0,0419	0,0276	0,3767	0,0143
jun-03	68,00	0,50	0,0303	5967,54	0,0085	0,0276	0,0027	-0,0191
jul-03	65,00	0,47	-0,0441	6309,86	0,0574	0,0288	-0,0729	0,0286
ago-03	80,00	0,60	0,2308	6727,96	0,0663	0,0288	0,2020	0,0375
sep-03	89,90	0,65	0,1238	6991,6	0,0392	0,0276	0,0962	0,0116
oct-03	106,89	0,78	0,1890	7452,02	0,0659	0,0276	0,1614	0,0383
nov-03	110,00	0,78	0,0291	7244,7	-0,0278	0,0276	0,0015	-0,0554
dic-03	107,00	0,77	-0,0273	7336,66	0,0127	0,0252	-0,0525	-0,0125
			1,3778		0,4727	0,027	1,3508	0,4457
ene-04	92,60	0,66	-0,1346	7079,38	-0,0351	0,0204	-0,1550	-0,0555
feb-04	104,88	0,74	0,1326	7629,43	0,0777	0,0168	0,1158	0,0609
mar-04	85,00	0,64	-0,1895	7474,33	-0,0203	0,0168	-0,2063	-0,0371
abr-04	82,00	0,62	-0,0353	7339,67	-0,0180	0,0168	-0,0521	-0,0348
may-04	82,00	0,61	0,0000	7207,74	-0,0180	0,0168	-0,0168	-0,0348
			-0,1145		0,0181	0,0175	-0,1320	0,0006

ANEXO 7. PRECIO DE MERCADO Y TEÓRICO DE LA ACCIÓN

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE AES GENER

Datos de GENER. Fuente: Bolsa de Valores y Seguros			
	Precio Mercado	Precio Teórico	Relación Bolsa/Libro
ene-00	112,00	138,72	0,81
feb-00	114,20	141,32	0,81
mar-00	102,00	142,11	0,72
abr-00	102,00	142,49	0,72
may-00	106,00	144,97	0,73
jun-00	115,00	145,28	0,79
jul-00	108,00	143,73	0,74
ago-00	106,00	143,93	0,74
sep-00	108,00	144,30	0,75
oct-00	101,00	144,09	0,70
nov-00	133,00	144,97	0,92
dic-00	136,00	145,46	0,95
ene-01	133,00	145,69	0,91
feb-01	135,68	145,69	0,94
mar-01	94,00	147,18	0,64
abr-01	115,00	147,18	0,78
may-01	121,50	148,43	0,82
jun-01	116,00	149,08	0,78
jul-01	132,00	143,21	0,92
ago-01	158,00	140,82	1,12
sep-01	110,50	122,35	0,90
oct-01	113,00	122,36	0,92
nov-01	125,00	128,08	0,98
dic-01	109,00	128,07	0,85
ene-02	102,00	127,67	0,79
feb-02	98,00	127,57	0,77
mar-02	80,00	127,58	0,63
abr-02	66,00	126,80	0,52
may-02	82,50	127,79	0,63
jun-02	74,00	127,91	0,59
jul-02	48,00	127,75	0,38
ago-02	56,00	128,31	0,44
sep-02	50,00	128,51	0,39
oct-02	50,50	129,59	0,39
nov-02	52,00	130,72	0,40
dic-02	46,00	131,43	0,35
ene-03	45,00	130,85	0,34
feb-03	43,00	130,98	0,33
mar-03	40,00	132,03	0,30
abr-03	47,00	138,76	0,34
may-03	66,00	137,60	0,48
jun-03	68,00	137,07	0,50
jul-03	65,00	137,07	0,47

ANEXO 7. PRECIO DE MERCADO Y TEÓRICO DE LA ACCIÓN

ago-03	80,00	137,33	0,60
sep-03	89,90	137,56	0,65
oct-03	106,89	137,83	0,78
nov-03	110,00	140,51	0,78
dic-03	107,00	140,08	0,77
ene-04	92,60	139,63	0,66
feb-04	104,88	132,27	0,74
mar-04	85,00	132,29	0,64
abr-04	82,00	132,84	0,62
may-04	82,00	131,21	0,61
jun-04	88,00	129,70	0,68