Universidad del Cema
Maestría en Finanzas
Seminario de Tesis de Maestría

"El mercado de obligaciones negociables argentino – El caso de la emisión Edenor 2022"

Autor: Alejandro Zacoro Nielsen
Tutor: Dr. Rodolfo Apreda

Buenos Aires, 29 de noviembre de 2013

ÍNDICE

ABSTRACT **3**

INTRODUCCIÓN **4**

CAPÍTULO I **5**

a) Bonos 6

b) Pasos típicos para la emisión de Obligaciones Negociables 6

c) Riesgos de las inversiones 7

CAPÍTULO II **9**

a) Contexto macroeconómico global 9

b) Información sobre la emisora 10

c) Términos y condiciones de las Obligaciones Negociables clase 9 11

d) Destino de los fondos 14

e) Calificación de riesgo 15

f) Factores de riesgo 15

CAPÍTULO III **17**

a) Contexto financiero al momento de la emisión 17

b) Flujo de fondos de las ON clase 9 19

c) Comportamiento del precio de las ON clase 9 21

d) Situación financiera de Edenor 24

e) Comportamiento de los factores de riesgo 25

CAPÍTULO IV **27**

CONCLUSIONES **29**

MATERIAL DE CONSULTA **31**

ABSTRACT

El mercado de capitales puede ser una pieza fundamental en el proceso de crecimiento de cualquier compañía, ya que es una de las formas de obtener financiamiento de un gran grupo de inversores. Dentro de las distintas formas de financiamiento las Obligaciones Negociables son uno de los instrumentos más difundidos actualmente.

Cualquier compañía que acceda al mercado de capitales debe ser consiente de los riesgos que asume, con lo cual a la hora de emitir por ejemplo una Obligación Negociable debe identificar correctamente el plazo, la tasa y la moneda de su deuda para que estas condiciones se adecuen de la mejor manera a sus necesidades.

Por otro lado quienes decidan otorgar financiamiento deben saber identificar no solamente la rentabilidad de la inversión sino también poder medir factores de riesgo que eventualmente puedan afectar a la misma.

El siguiente trabajo muestra el caso de una serie de Obligaciones Negociables emitida por Edenor, en la cual la empresa accedió a deuda en moneda extranjera teniendo la misma una estructura fija de ingresos en moneda local. Esto ha contribuido al empeoramiento de su situación financiera, lo que sin lugar a duda se vio reflejado en el precio de los títulos pudiendo este hecho generar grandes pérdidas a ciertos inversores.

INTRODUCCIÓN

A lo largo de su vida, los agentes económicos requieren recursos financieros que van más allá de su capacidad. Es por lo que recurren a la toma de deuda para poder alcanzar dichos objetivos.

La deuda puede cambiar de característica de acuerdo al tipo de agente. No será igual esta para un individuo que para una empresa o un gobierno. Adicionalmente la financiación puede tener distintas características de acuerdo al tipo de instrumento, como pueden ser emisión de Acciones, Deuda Bancaria u Obligaciones Negociables.

Las Obligaciones Negociables son uno de los instrumentos de financiación más utilizados por las empresas en la actualidad, ya que este tipo de instrumento permite a las compañías obtener grandes cantidades de fondos entre una gran cantidad de inversores y de acuerdo a los requisitos impuestos por la propia empresa.

El objetivo de este trabajo se centrara en la descripción de este tipo de instrumento y en el análisis de una emisión en especial que fue la realizada por Edenor S.A. en el año 2010 por un plazo de 12 años.

En el primer capítulo se desarrollaran las principales formas de financiamiento que tiene cada agente económico, haciendo un análisis más exhaustivo en las características que debe tener una emisión de Obligaciones Negociables.

En el segundo capítulo se describirán los detalles de la emisión realizada por Edenor S.A., describiendo a la empresa y las condiciones de emisión detalladas en su prospecto, como así también identificando los riesgos asociados a este instrumento de financiación.

El análisis de lo ocurrido una vez que se realizó la emisión se desarrollara en el tercer capítulo, en el cual se pretende ver cómo ha evolucionado la cotización de la ON de Edenor teniendo en cuenta la situación particular de la compañía y el contexto de los mercados financieros globales. Para dicho análisis se tomaran indicadores relevantes de mercado como así también la comparación con otras emisiones de similares características. Adicionalmente se pretende demostrar desde la posición del inversor si este instrumento ha sido una buena elección para quienes lo decidieron considerar dentro de su cartera.

Finalmente para concluir este trabajo, en el cuarto capítulo se realizara una crítica a la emisión detallando si este tipo de financiamiento ha sido el adecuado para la compañía, adicionalmente se analizara si las condiciones de emisión han sido las adecuadas como así también se buscara identificar aquellos factores que se deberían haber tenido en cuenta, como así también que estrategias pudiera haber tomado la empresa ante el cambio en las condiciones imperantes en el mercado financiero.

CAPITULO I

Cuando los agentes económicos requirieren montos de capital superiores a los que disponen recurren a diversas fuentes de financiamiento para obtener los mismos.

En el caso de este trabajo el análisis se centra en el financiamiento empresario, por el cual las compañías obtienen fondos para financiar entre otras cosas proyectos productivos, refinanciar deudas existentes, obtener previsiones de liquidez, etc.

Una compañía puede obtener recursos mediante la emisión de acciones o mediante la toma de deuda.

Acciones	**Deuda**
Ventajas • Diversifica el riesgo entre varios accionistas. • Posibilidad de pago de dividendos de acuerdo al comportamiento financiero de la compañía. • Separación entre el management y el accionista.	Ventajas • No se otorgara la propiedad sobre la participación en los beneficios futuros. • Ahorros impositivos.
Desventajas • Una empresa full equity tendrá la característica de absorber cualquier variación del activo por los accionistas. • No se pueden realizar deducciones impositivas de pagos de dividendos.	Desventajas • Cláusulas contractuales pueden reducir la flexibilidad para la toma de decisiones. • El exceso de deuda puede provocar situaciones de estrés financiero en el caso de que se produzcan recesiones.

En el caso de que la compañía decida obtener recursos mediante la toma de deuda puede obtener financiamiento bancario mediante préstamos bilaterales con una única institución o financiamiento de un grupo de bancos en lo que se denomina préstamos sindicados.

Otra opción de obtener financiamiento es recurrir al mercado de capitales en donde la compañía obtiene fondos mediante distintas formas de financiamiento como pueden ser fideicomisos, valores de corto plazo o bonos.

Entre la ventaja de financiarse en los mercados de capitales podemos mencionar:

- La emisora puede diseñar la financiación de acuerdo a sus necesidades particulares.
- Financiación a plazos superiores que otros instrumentos.
- El riesgo de la emisión esta diversificado en un grupo de inversores, con lo cual las tasas de interés tienden a ser inferiores que en préstamos bancarios.
- En caso de las empresas existe la posibilidad de convertir las obligaciones en acciones lo que evita que la emisora realice desembolsos de capital para cancelar sus deudas.

a) Bonos

Un bono es una promesa de pago por parte de quien decide tomar fondos (emisor) hacia quien provee los fondos (inversor).

El bono se compone de lo que se llama el Capital o Principal que constituye los fondos aportados por el inversor, este puede ser pagado en cuotas o íntegramente al vencimiento (bullet).

Por otro lado se encuentra el interés también conocido como Renta o Cupones y constituye el premio que recibe el inversor por haber aportado los fondos. La tasa de interés puede ser fija o variable.

Dado que el inversor recuperara el total del capital aportado al vencimiento del bono (maturity) se dice que es un instrumento de renta fija, ya que no puede incurrir en una pérdida de capital como si ocurre en los instrumentos de renta variable, como por ejemplo lo son las acciones.

La emisión de bonos puede ser por organismos públicos, entre la que se encuentran estados nacionales, provinciales o municipales, pero también puede ser por parte de empresas. Este tipo de bonos es conocido como Obligaciones Negociables (ON) y es en cual centraremos este trabajo.

b) Pasos típicos para la emisión de Obligaciones Negociables

- El emisor selecciona a un Banco líder y a un equipo de Abogados.
- Se eligen sub-agentes para realizar la colocación.
- Se redacta el prospecto preliminar detallando condiciones de emisión.
- Se organiza el Roadshow y la presentación a inversores.
- Se arma el libro de órdenes de inversiones (bookbuilding)

- Se obtiene el pricing o determinación del precio de emisión y la asignación de títulos a cada inversor.
- Se redacta el prospecto final.

Cuando una empresa decide emitir títulos en los mercados de capitales puede recurrir al mercado de oferta privada el cual no requiere autorización de ningún organismos de control y en general las colocaciones se realizan a inversores institucionales quienes tienen capacidad de análisis económico y financiero de la compañía ya que al no haber un mercado secundario de estos instrumentos por lo general los inversores los deben mantener hasta el final de la obligación.

Por otro lado se encuentra el mercado de oferta pública, en donde la emisión se realiza sujeto a la aprobación de organismos de control y existe un mercado secundario de cotizaciones.

En el caso de la emisión de una Obligación Negociable que se realice en la Argentina, la compañía debe pedir autorización para realizar oferta pública de tales valores ante la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Las emisoras también pueden pedir a la CNV la autorización para realizar oferta pública respecto de un programa de emisión de varias series por a colocadas por el plazo de cinco años.

Adicionalmente las emisoras tienen que pedir autorización de cotización ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Ésta realiza los estudios de práctica y eleva las actuaciones con un dictamen pre-calificatorio a la CNV para que se expida.

Luego de la emisión tanto la CNV como la BCBA le requerirán al emisor el envió de información periódica sobre la compañía para que esta sea de libre acceso para los inversores.

La emisión de este tipo de instrumentos tiene costos que deben ser asumidos por el emisor, como lo son los costos de asesoría legal para el diseño de los contratos, el Underwriting proporcionado por los bancos emisores y la publicidad obligatoria requerida en medios de comunicación.

c) Riesgos de las inversiones

El inversor al invertir en esta clase de instrumentos tiene que tener presente una serie de riesgos que va asumir entre los que podemos mencionar:

Riesgo de Default: Se denomina default al hecho de que un emisor no paga algún vencimiento de un bono o cambia las condiciones de alguno de los mismos, Muchos títulos tienen cláusulas de “cross-default” que significa que si el emisor no paga alguno de los bonos que tenga emitidos, entonces entraran en default todos los demás.

Riesgo soberano: El riesgo soberano va a más allá de las condiciones económicas del inversor y se refiere a las condiciones del país bajo el cual se ampara legalmente la emisión. Es por tal motivo que un cambio en las leyes o en el marco regulatorio del país donde se realiza la emisión puede ser una potencial amenaza para el emisor. Empresas radicadas en países con poca estabilidad política pueden realizar emisiones de deuda amparadas en la justicia de países que si la poseen.

Riesgo de tasa de interés: Los precios de los bonos se mueven de forma contraria a la evolución de las tasas de interés, con lo cual si están suben los precios de estos verán disminuidos sus precios. Dada esta situación se pueden generar pérdidas si el portador de los títulos decide venderlos antes del vencimiento final.

Riesgo de reinversión: Cuando un título realiza pagos periódicos de capital o intereses, la reinversión de ese dinero puede que se realice a tasas diferentes a las que se realizó la inversión original. Cuando se evalúa la TIR de un bono se asume que todos los pagos intermedios serán reinvertidos a la misma tasas, pero puede ocurrir que si se genera una baja en los retornos el inversor se vea perjudicado por tal situación.

Riesgo de liquidez: En el caso de que la emisión sea de pequeño volumen o su negociación sea limitada, el inversor puede asumir un riesgo en el caso de que se quiera desprender del título y no pueda conseguir algún comprador.

Riesgo de inflación: Si los títulos no tienen cláusulas de indexación, el inversor puede incurrir en una pérdida de capital en el caso de que la tasa de inflación sea superior al rendimiento del bono.

Riesgo de rescate anticipado: Los bonos que tienen la opción de “call” pueden generar una amenaza para el inversor en el supuesto caso de que ante una baja en las tasas de interés de mercado el inversor realice el rescate antes del vencimiento. Esta situación privaría al inversor de seguir cobrando los cupones a la tasa de emisión.

Riesgo impositivo: El cambio de las condiciones impositivas pueden generar una amenaza para el inversor quien puede ver disminuido su rendimiento.

CAPITULO II

Como ya se ha mencionado, el objeto de este trabajo será el análisis de una Obligación Negociable partiendo de las condiciones de emisión para luego ver como se ha comportado el precio de la misma.

La compañía que se ha elegido para realizar nuestro trabajo es Edenor S.A. la cual en el año 2010 recurre al mercado de capitales para emitir deuda en dólares.

En este capítulo se desarrollaran las condiciones de la emisión, como así también se identificaran una serie de factores de riesgo que pueden comprometer la situación financiera de la compañía y por consiguiente el precio de las ON.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES CON VENCIMIENTO EN 2022 A TASA FIJA POR UN VALOR NOMINAL DE HASTA US$300.000.000

a) Contexto macroeconómico global

En el año 2010 al momento de realizar la emisión, aun persistía la inestabilidad económica mundial derivada de la crisis sub-prime. De todas formas hacia finales del año 2010 las economías desarrolladas mostraron una consolidación en su proceso de recuperación. Las tasas de crecimiento para el último trimestre del año fueron de 2,7% en Estados Unidos; 2,0% en la Eurozona; 2,2% Japón; y 1,7% en el caso de Gran Bretaña. Por su parte las economías emergentes continuaban liderando el proceso de crecimiento mundial.

En los Estados Unidos, el mercado de trabajo se encontraba con serias dificultades en materia de generación de empleos. Debido a esta dinámica, durante los últimos meses del año 2010 se anunció una prolongación de las medidas de expansión de liquidez y se aprobó un plan de estímulo fiscal.

En Europa el panorama era menos alentador que en los EE.UU., donde en el grupo conformado por Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (PIIGS) persistía la incertidumbre respecto de su condición fiscal. Ninguno de estos países lograba recuperar su crecimiento, a la vez que el deterioro de ciertos indicadores financieros complicaba aún más la situación.

A modo de síntesis, se puede decir que en el año 2010 el panorama internacional estaba marcado por las tensiones cambiarias, que se mantenían en el centro de la escena, con Estados Unidos generando presiones hacia la depreciación y el Euro deteriorándose por la compleja situación de las economías periféricas. Asimismo, la elevada liquidez internacional y los diferenciales de rendimiento junto con las favorables perspectivas económicas de los países emergentes generaban la estimulación para que los flujos de capitales se dirijan hacia dichas economías.

Por su parte, en el año 2010 en la República Argentina el PIB creció un 9,2% retomando a una importante senda de crecimiento, la cual se había interrumpido durante la crisis internacional. El crecimiento económico se sustentaba principalmente en diversos factores, incluyendo la demanda internacional de exportaciones argentinas, la competitividad del peso frente a las monedas extranjeras y la mayor confianza de los consumidores. Sin embargo la escalada constante de la inflación era una amenaza al proceso de crecimiento.

En lo que al sector financiero respecta, durante el año 2010 los mercados financieros mostraron una importante recuperación. De todas formas la Argentina continuaba con parte de su deuda en default lo que seguía siendo una limitación para el acceso de crédito a los mercados de capitales, tanto para el sector público como para el privado.

b) Información sobre la emisora

Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A. (Edenor S.A.) es una sociedad controlada por Pampa Energía S.A., la empresa integrada de electricidad más grande de Argentina. Pampa Energía S.A. es una empresa pública y cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en el New York Stock Exchange. A través de sus empresas subsidiarias, Pampa Energía S.A. participa en los segmentos de generación, transporte y distribución de electricidad.

Edenor distribuye energía en forma exclusiva en la zona noroeste del área metropolitana del gran Buenos Aires y la zona norte de la Ciudad de Buenos Aires, abarcando un área de 4.637 kilómetros cuadrados, con una población de aproximadamente siete millones de personas. La compañía tiene derecho exclusivo a distribuir energía a todos los usuarios comprendidos en su área de concesión, inclusive a los participantes del mercado eléctrico mayorista. Actualmente posee más de 2.700.000 clientes.

Edenor presta servicios a dos mercados: el mercado regulado, que está compuesto de usuarios que no pueden comprar sus necesidades energéticas directamente a través del mercado eléctrico mayorista y el mercado no regulado, que está compuesto de grandes usuarios que compran sus

necesidades energéticas directamente de los generadores en el mercado eléctrico mayorista. Los términos y condiciones de los servicios de la Compañía y las tarifas que cobra a los usuarios, tanto del mercado regulado como no regulado, están regulados por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE).

c) Términos y condiciones Obligaciones Negociables clase 9

Las Obligaciones Negociables clase 9 fueron emitidas por Edenor en el marco de su Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables de Mediano Plazo por un Monto Máximo en todo momento en circulación de hasta US$600.000.000.

Dichas obligaciones serán emitidas en el marco del Contrato de Fideicomiso 2022 a ser celebrado en la Fecha de Emisión entre Edenor, como emisora, y The Bank of New York Mellon, como fiduciario y Banco Santander Río S.A., como representante del Fiduciario en Argentina. Las Obligaciones Negociables fueron emitidas por Edenor y tiene la obligación de cumplir con todos los compromisos y acuerdos. Incluyendo las obligaciones de pagar el capital, los intereses y montos adicionales. Por su parte el Fiduciario actúa como principal agente de pago, agente de transferencia y coagente de registro.

Las Obligaciones Negociables fueron emitidas de acuerdo a las siguientes condiciones:

Designación	Obligaciones Negociables Clase No. 9 a tasa fija con vencimiento en 2022.
Valor Nominal Total	Hasta U$S 300.000.000.

Fecha de Vencimiento	25 de octubre de 2022.
Plazo	12 años.
Moneda	Dólares Estadounidenses.
Moneda de Pago	Dólares Estadounidenses.
Precio de Emisión	100%
Fecha de Emisión	25 de octubre de 2010.
Amortización	Total en la Fecha de Vencimiento.
Intereses	Los intereses se devengarán a una tasa fija del 9,75% semestral.
Intereses Moratorios	Los intereses moratorios sobre los intereses vencidos se pagarán a una tasa del 2% anual, más la tasa de interés anual aplicable.
Recompras	En la medida permitida por la ley aplicable, Edenor podrá en cualquier momento y periódicamente comprar Obligaciones Negociables, ya sea para mantenerlas en cartera o para cancelarlas, según lo determine Edenor a su sólo criterio.
Obligaciones de No Hacer	Las términos y condiciones de las Obligaciones Negociables incluyen una serie de compromisos de no hacer que limitarán la posibilidad de Edenor y sus subsidiarias restringidas, de existir, entre otras cuestiones, de: • constituir o permitir la constitución de gravámenes sobre sus bienes o activos; • incurrir en endeudamiento; • vender sus activos; • celebrar operaciones con accionistas o sociedades vinculadas; • realizar ciertos pagos (incluyendo, entre otros, dividendos, compras de acciones de Edenor o pagos sobre deuda subordinada); y • participar de operaciones de fusión, a menos que cumplan con ciertos requisitos.
Supuestos de Incumplimiento	Los términos y condiciones de las Obligaciones Negociables también contendrán ciertos Supuestos de Incumplimiento que, en caso de ocurrir (sujeto a determinados períodos de gracia), permitirán a los tenedores de no menos del 25% de

las Obligaciones Negociables exigir el vencimiento anticipado de éstas y declarar inmediatamente exigible y pagadero el valor nominal total en ese momento en circulación de las Obligaciones Negociables, más los intereses devengados e impagos y Montos Adicionales, si los hubiera, a la fecha de que se trate.

Rescate a Opción de la Compañía

En cualquier momento a partir del quinto aniversario de la Fecha de Emisión o con posterioridad a dicha fecha y hasta el vencimiento de las Obligaciones Negociables, la Compañía podrá rescatar la totalidad o parte de las Obligaciones Negociables.

Año(s)	***Precio de Rescate***
2015	100% + (Tasa de Interés Anual Aplical 0,5)
2016	100% + (Tasa de Interés Anual Aplical 0,25)
2017	100% + (Tasa de Interés Anual Aplical 0,125)
2018 y subsiguientes	100%

Recompra a Opción de los Tenedores por Cambio de Control

Al producirse un Cambio de Control, todos los tenedores de Obligaciones Negociables gozarán del derecho a exigir que la Compañía recompre la totalidad o una parte de las Obligaciones Negociables del respectivo tenedor a la par, con más los intereses devengados e impagos y montos adicionales si los hubiera.

Cotización

La Compañía ha solicitado la autorización de cotización de las Obligaciones Negociables en la BCBA y la Bolsa de Valores de Luxemburgo, y su admisión al régimen de negociación en el Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) y el Mercado Euro MTF, el mercado alternativo de la Bolsa de Valores de Luxemburgo. Asimismo, la Compañía podrá solicitar, a su sólo criterio, autorización para la cotización y/o negociación de las Obligaciones Negociables en cualquier otra bolsa y/o mercado autorregulado del país

	y/o del exterior.
Colocadores Internacionales	Deutsche Bank Securities Inc. y J.P. Morgan Securities Inc.
Colocadores Locales	Deutsche Bank S.A., J.P. Morgan Chase S.A. Sociedad de Bolsa y Standard Bank Argentina S.A.
Subcolocador Local	Banco de Valores S.A.
Oferta Pública de Recompra de Obligaciones Negociables Clase 7	Simultáneamente con la oferta de las Obligaciones Negociables, la Compañía realizará una oferta pública de recompra de Obligaciones Negociables Clase.
Ley Aplicable	La Ley de Obligaciones Negociables regula los requisitos para que las Obligaciones Negociables califiquen como tales en virtud de dicha ley junto con la Ley N° 19.550, y otras leyes y normas argentinas aplicables, regulan la capacidad y la facultad societaria de la Compañía para emitir y entregar las Obligaciones Negociables y el Contrato de Fideicomiso 2022. La autorización de la CNV para realizar la oferta pública de las Obligaciones Negociables en la Argentina se encuentra regulada por las leyes y normas argentinas. Respecto de todas las demás cuestiones, las Obligaciones Negociables y el Contrato de Fideicomiso 2022 se regirán e interpretarán de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América.

d) Destino de los fondos

La Compañía destinará los fondos netos que reciba de la suscripción en efectivo de las Obligaciones Negociables, luego de deducir el pago de las comisiones y gastos, para refinanciar la totalidad o parte de su endeudamiento actualmente en circulación (incluyendo, sin limitación, a través de la recompra de Obligaciones Negociables Clase 7 válidamente entregadas en el marco de la Oferta Pública de Recompra), y/o para la realización de inversiones en activos físicos ubicados en la Argentina y/o para la integración de capital de trabajo en Argentina, según lo determine la Compañía a su sólo y exclusivo criterio

e) Calificación de riesgo

Al momento de la emisión, las Obligaciones Negociables han sido calificadas por Standard & Poor's como raA, en revisión con implicancias positivas. Para Standard & Poor's una obligación calificada raA es algo más susceptible a los efectos adversos de cambios en las circunstancias y condiciones económicas que aquellas con más alta calificación. De todos modos, la capacidad del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada en relación con otros emisores argentinos es fuerte.

Luego de la emisión, la compañía ha sufrido constantes bajas en su calificación de riesgo hasta llegar a la calificación actual raCCC, la cual es otorgada a una obligación que es vulnerable a una situación de incumplimiento y depende de condiciones favorables de mercado del emisor, de los mercados financieros o de la situación económica general para poder hacer frente a sus compromisos financieros.

f) Factores de riesgo

En el año 2010 cuando se produce la emisión se han identificado una serie de factores de riesgo que pueden comprometer el buen desempeño de la compañía y por consiguiente afectar el valor de las ON.

- ***Riesgos relacionados con la Argentina***

  - El crecimiento y estabilidad de la Argentina podrían no ser sustentables.
  - El continuo aumento de la inflación podría tener efectos adversos en la economía Argentina.
  - La capacidad de Argentina de obtener financiación en los mercados internacionales es limitada.
  - Las fluctuaciones significativas en el valor del peso frente al dólar estadounidense podrían afectar de modo adverso la economía Argentina.
  - Los controles cambiarios y las restricciones a las transferencias al exterior así como las restricciones al ingreso de capitales podrán limitar la disponibilidad de créditos internacionales e impedir a la compañía pagar su deuda vigente.
  - La economía Argentina podría verse afectada de modo adverso por los acontecimientos económicos de otros mercados globales.

- ***Riesgos relacionados con el sector de distribución de energía***

  - En el pasado el Gobierno Nacional ha intervenido en el sector energético y es probable que continúe haciéndolo.

  - La escasez de energía podría actuar como un freno a la creciente demanda y afectar la capacidad de las empresas distribuidoras de entregar electricidad, lo que podría tener como resultado reclamos de clientes y multas considerables impuestas a tales empresas.

- ***Riesgos relacionados con las actividades de la Compañía***

  - Las actividades y perspectivas de la compañía dependen de su capacidad para negociar mejoras adicionales a su estructura tarifaria, incluyendo aumentos en su margen de distribución.

  - Podría suceder que la compañía no pueda ajustar sus tarifas para reflejar los incrementos en sus costos de distribución, lo que podría tener un efecto adverso significativo sobre los resultados de sus operaciones.

  - En la actualidad la compañía no está en condiciones de cubrir efectivamente su riesgo de moneda y, en consecuencia, toda devaluación del peso podría tener un efecto sustancial adverso sobre los resultados de sus operaciones y situación patrimonial.

CAPITULO III

En este capítulo se buscara demostrar cómo han evolucionado las ON de Edenor desde su momento de emisión en octubre de 2010 hasta octubre de 2013.

a) Contexto financiero al momento de la emisión

En el año 2010, momento de la emisión, se observó una gran recuperación el precio de los activos luego de las pérdidas sufridas durante la crisis financiera internacional.

En el grafico N°1 se observa las subas que han tenido algunos índices bursátiles como los son el Merval, DJI, S&P 500 y el Nasdaq.

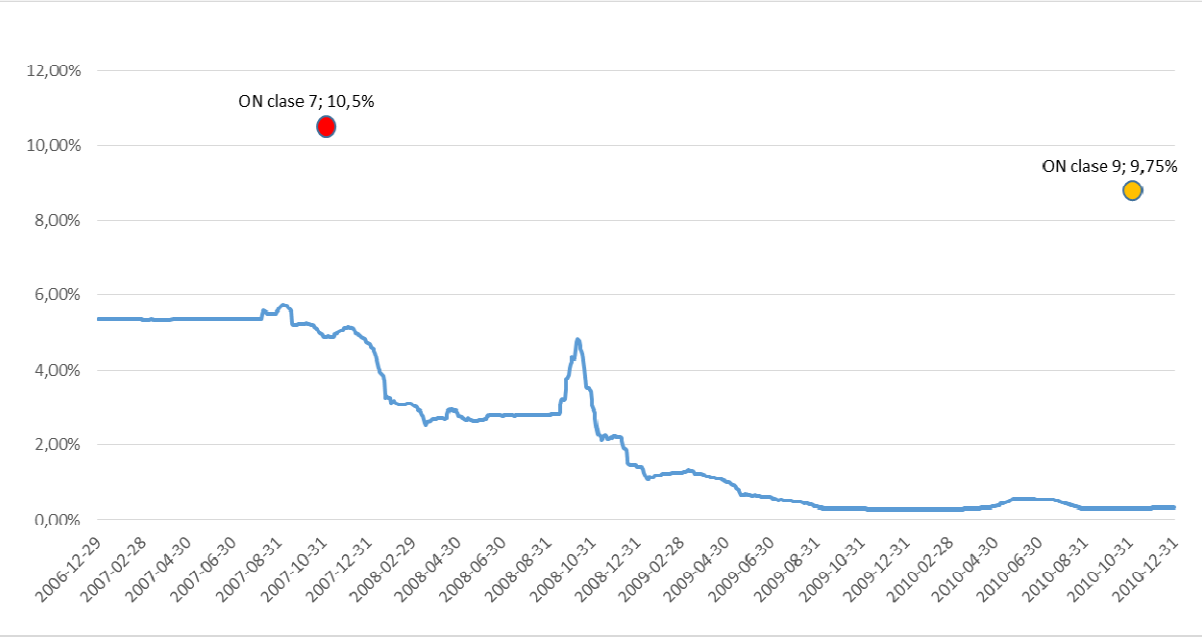
Grafico N°1 – Evolución Merval, DJI, S&P 500, Nasdaq (2007- 2010)

Fuente: Yahoo Finance.

La recuperación en los mercados financieros no se tradujo en un aumento de las tasa de interés, ya que las principales autoridades económicas mundiales aún no consideraban que recuperación económica este consolidada, como así tampoco veían serias presiones inflacionarias que podrían llevar a considerar una suba de tasas.

Lo mencionado en el párrafo anterior se puede ver por ejemplo en la tasa Libor de tres meses la cual es una tasa de referencia diaria basada en las tasas de interés a la cual los bancos ofrecen fondos no asegurados a otros bancos en el mercado monetario mayorista o en el mercado interbancario. La Libor es usaba muchas veces como base de cálculo para la deuda a tasa variable emitida en dólares fuera de los Estados Unidos. Tal cual se puede ver en el grafico N°2 dicha tasa había pasado de niveles del 5% a comienzos del año 2007 a niveles del 0,2% en 2010.

Grafico N°2 – Libor de 3 meses



Fuente: Reuters.

Dada esta situación de baja de tasas, muchas compañías que había tomado deuda con anterioridad a la crisis vieron una oportunidad de refinanciar sus pasivos. Nuestra empresa bajo estudio fue uno de los ejemplos de esta situación, ya que en el año 2010 busco refinanciar las ON clase 7 emitidas en el año 2007 a una tasa de interés del 10,5% por las ON clase 9 las cuales tienen un vencimiento en el año 2022 y una tasa de interés fija en dólares del 9,75%.

Si bien la compañía logro con esta emisión prolongar el plazo de vencimiento de su deuda, solo pudo disminuir en 75 bps. la tasa de sus obligaciones. Esta diferencia parece pequeña comparada con la importante baja de tasas de interés producida a nivel mundial.

Para entender el porqué de esta pequeña baja de tasas habría que observar ciertos indicadores financieros de la compañía tal cual se puede ver en el cuadro N°1, en el cual se ve el continuo empeoramiento en el estado de resultados de la compañía, lo que se deriva de una falta de ajuste en sus ingresos y en el aumento contante de sus costos operativos.

Cuadro N°1

Estado de Resultados			
(en millones de Ps.)			
	2009	**2008**	**2007**
Ingresos por servicios	2.077,90	2.000,20	1.981,90
Compras de energía	-1.003,40	-934,7	-889,9
Utilidad bruta	1.074,50	1.065,50	1.092,00
Gastos de transmisión y distribución	-548,6	-497,9	-417,6
Gastos de comercialización	-159	-126	-120,6
Gastos de administración	-176,6	-138,7	-124,7
Subtotal	190,4	302,9	429,2
Otros (egresos) ingresos, netos	23,3	-29,8	1
Resultados Financieros y por tenencia:			
Generados por activos:			
Diferencia de cambio	21,4	8,1	-0,9
Intereses	16,2	9,8	13,4
Resultado por tenencia	37,6	-7,3	0,1
Generados por pasivos:			
Gastos financieros	-11,7	-10	-21
Diferencias de cambio	-99,1	-92,7	(29.9)
Intereses	-87,7	-95,3	-74,5
Resultados por tenencia	—	—	—
Resultado valuación a valor presente retroactivo Acta Acuerdo y otros créditos por ventas	3,4	13,5	-29,6
Resultado valuación a valor presente deuda financiera	-5,2	-8,5	-21,5
Resultado recompra deuda financiera	81,5	93,5	-10,2
Resultado valuación a valor presente compra de deuda financiera	—	—	-8,6
Utilidad antes de impuestos	169,9	184,3	247,4
Impuesto a las ganancias	-79,3	-61,2	-125
Utilidad neta del período/ejercicio	**90,6**	**123,1**	**122,5**

Fuente: Edenor.

b) Flujo de fondos de las ON clase 9

Como ya se ha mencionado, las ON clase 9 fueron emitidas a 12 años de plazo, una duration de 7,3 años con un único pago de capital a su vencimiento y con intereses semestrales a una TNA del 9,75% (TEA: 9,98%). En el cuadro N°2 de la siguiente página se puede ver el flujo de las Obligaciones Negociables.

Cuadro N°2

EDENOR 2022 - 9.75%

Duration (años)	7,3
Vida Promedio (años)	12,0

TEA	TNA
9,98%	9,75%

Fecha de Origen 25-oct-10

Monto USD $ 300.000.000
Plazo 12 AÑOS

Tasa Fija 9,75%
Base 360

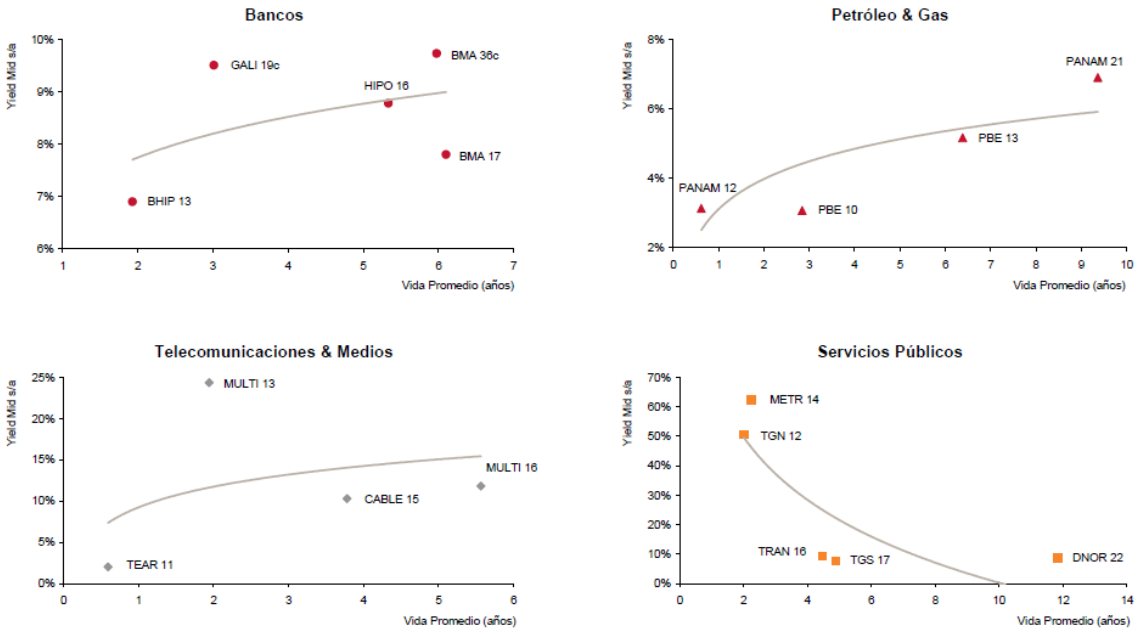
Día de pago	Mes	Año	Capital	Intereses	Flujo	Flujo descontado
25-oct-10	0	0	**300.000.000**		300.000.000	
25-abr-11	6	1		(14.625.000)	(14.625.000)	(13.947.432)
25-oct-11	12			(14.625.000)	(14.625.000)	(13.297.789)
25-abr-12	18	2		(14.625.000)	(14.625.000)	(12.678.405)
25-oct-12	24			(14.625.000)	(14.625.000)	(12.087.871)
25-abr-13	30	3		(14.625.000)	(14.625.000)	(11.527.847)
25-oct-13	36			(14.625.000)	(14.625.000)	(10.990.903)
25-abr-14	42	4		(14.625.000)	(14.625.000)	(10.481.701)
25-oct-14	48			(14.625.000)	(14.625.000)	(9.993.485)
25-abr-15	54	5		(14.625.000)	(14.625.000)	(9.530.492)
25-oct-15	60			(14.625.000)	(14.625.000)	(9.086.582)
25-abr-16	66	6		(14.625.000)	(14.625.000)	(8.663.347)
25-oct-16	72			(14.625.000)	(14.625.000)	(8.259.826)
25-abr-17	78	7		(14.625.000)	(14.625.000)	(7.877.153)
25-oct-17	84			(14.625.000)	(14.625.000)	(7.510.251)
25-abr-18	90	8		(14.625.000)	(14.625.000)	(7.162.306)
25-oct-18	96			(14.625.000)	(14.625.000)	(6.828.700)
25-abr-19	102	9		(14.625.000)	(14.625.000)	(6.512.330)
25-oct-19	108			(14.625.000)	(14.625.000)	(6.208.999)
25-abr-20	114	10		(14.625.000)	(14.625.000)	(5.919.797)
25-oct-20	120			(14.625.000)	(14.625.000)	(5.644.065)
25-abr-21	126	11		(14.625.000)	(14.625.000)	(5.382.578)
25-oct-21	132			(14.625.000)	(14.625.000)	(5.131.869)
25-abr-22	138	12		(14.625.000)	(14.625.000)	(4.894.112)
25-oct-22	144		**(300.000.000)**	(14.625.000)	(314.625.000)	(100.382.147)

Fuente: Elaboración propia en base a información de Edenor.

A continuación, en el graficó N°3 se puede ver el rendimiento de distintas ON emitidas en dólares por compañías Argentinas en diciembre de 2010, pocos días después de que nuestro título bajo estudio fuese emitido.

Como puede observarse la ON de Edenor es la de mayor vida promedio en el mercado y su rendimiento era inferior al de otras compañías de servicios públicos e incluso a la de otros sectores.

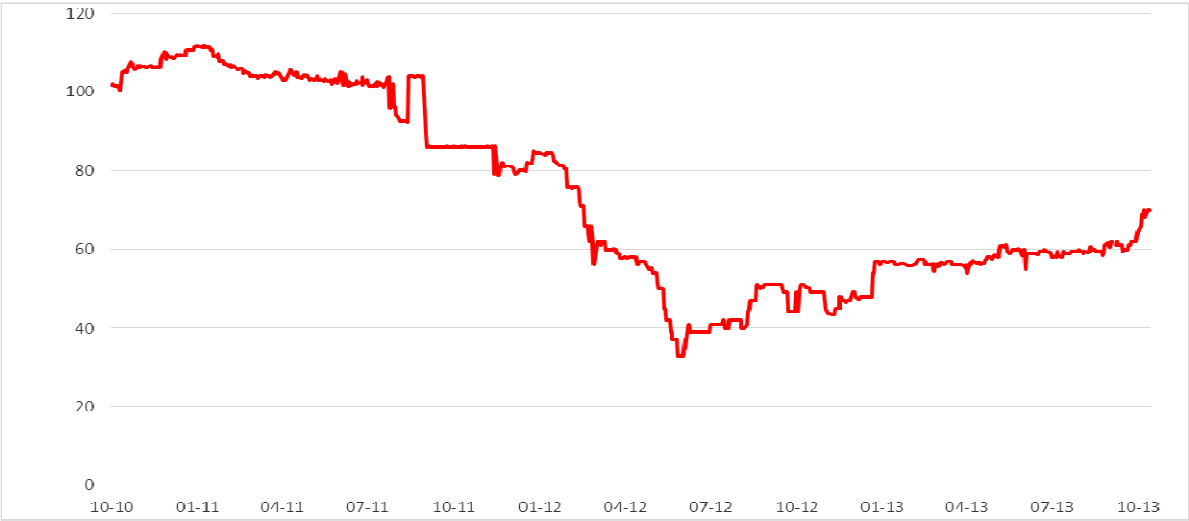
Grafico N°3 – Rendimiento de ON argentinas en USD a Diciembre 2010



Fuente: Banco Galicia.

c) Comportamiento del precio de las ON clase 9

Grafico N°4 – Precio ON Edenor 2022 (oct 2010 – oct 2013)

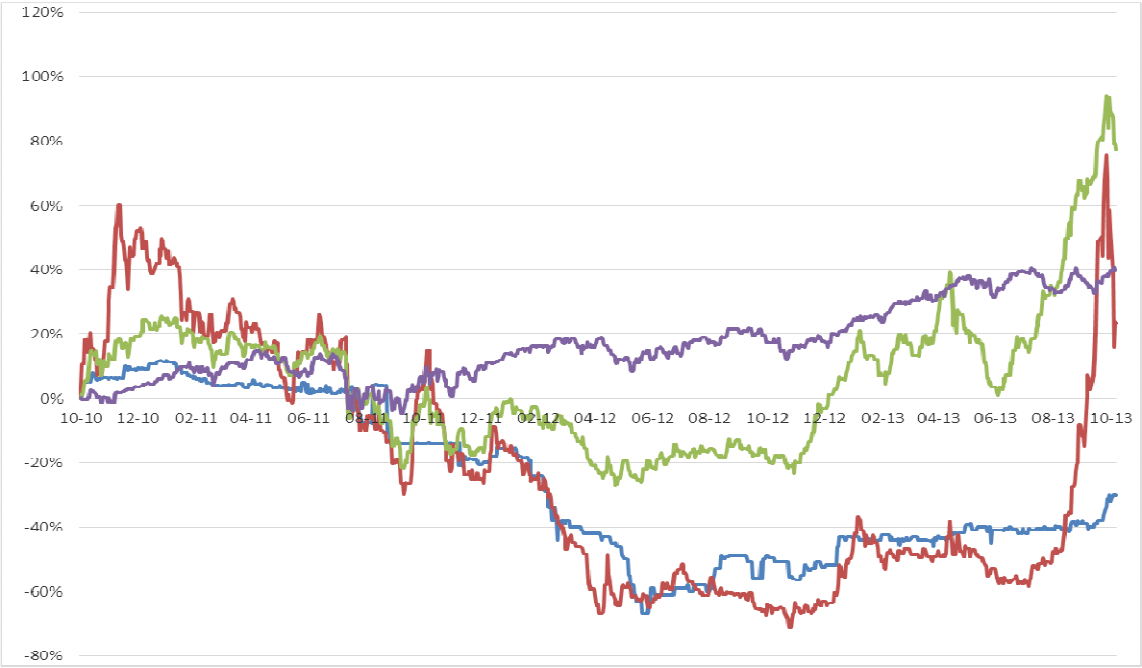


Fuente: Reuters

Como se puede observar el precio de las obligaciones emitidas por Edenor ha sufrido una importante pérdida de valor desde su emisión en octubre de 2010 al último precio registrado el 31 de octubre de $70.

Para explicar el porqué de esta importante pérdida habría que analizar por un lado la evolución de los mercados financieros y por otro lado el desempeño de la situación financiera de la compañía para si esta variación se debe a componentes sistemáticos o no sistemáticos.

Grafico N°5 – Variación % precios ON Edenor, Acción Edenor, Merval, Dow Jones



Fuente: Reuters.

El grafico N°5 muestra que a partir de agosto de 2011 se puede observar en todo los activos una reversión de las ganancias acumuladas desde octubre de 2010, momento de la emisión de la ON. Sin embargo, el Dow Jones vuelve al poco tiempo a la senda de crecimiento, mientras que el Merval lo hace con bastante volatilidad más de un año después hacia finales del 2012, lo que se puede traducir como una preferencia de los inversores por mercados más sólidos, ya que debemos recordar que prácticamente a lo largo del año 2012 las noticias relacionadas con el juicio que mantiene la República Argentina por la deuda en default afectaron a los activos locales.

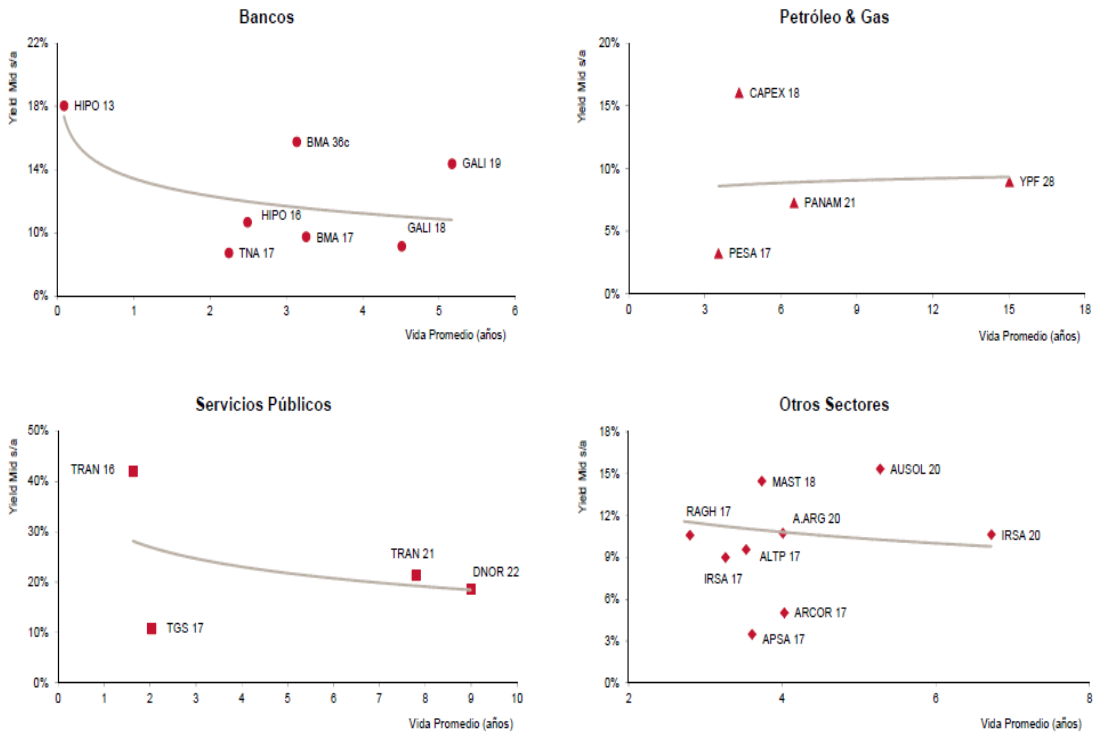
También puede verse el grafico N°5 que tanto la ON de Edenor, como su acción han sufrido para dicho periodo una perdida mucho mayor que el DJI y el Merval. A partir de mediados de 2013 la acción de Edenor ha entrado en una importante senda alcista tratando de superar el retraso que

tiene su precio respecto de otros activos. Sin embargo esta suba está acompañada de una importantísima volatilidad, lo que nos hace a pensar que esta suba se basa en toma de posiciones especulativas de corto plazo y no en la mejora de los fundamentals de la compañía.

Esta situación de suba de precios no ha tenido su correlato en el valor de las de las ON de Edenor. Esto posiblemente se debe a la menor liquidez de esta clase de activos y la dificultad de realizar operaciones de corto plazo. Es por tal motivo que esta situación nos puede llevar a pensar que el mal comportamiento de la misma se debe en parte a factores no sistemáticos.

En el grafico N°6 se ve replica los mismos datos que el grafico N°3 pero con datos actualizados al 31 de octubre de 2013. Como se podrá observar el rendimiento de las Obligaciones Negociables de todos los sectores es superior al del 2010, pero en el sector de servicios públicos se observa un importante incremento en los rendimientos, esto nos hace pensar dicho sector en general ha visto empeorada su situación, ya que si tomamos por ejemplo nuestra ON bajo estudio el rendimiento de la misma se elevó del 8,5% en diciembre de 2010 al 18,7% en octubre de 2013.

Grafico N°6 – Rendimiento de ON argentinas en USD a Octubre 2013



Fuente: Banco Galicia.

d) Situación financiera de la Edenor

Lo dicho hasta aquí nos demuestra que el mal desempeño de la ON, no se debe a factores sistemáticos, es por tal motivo que deberíamos analizar la evolución de ciertos indicadores financieros relevantes de la compañía.

Cuadro N°3

	Ejercicio Anual			Ultimos 12 meses	
En miles de $	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Jun-12	Jun-13
INDICADORES FINANCIEROS CLAVE					
Indicadores operativos y de rentabilidad					
Ingresos	2,173,644.0	3,565,046.1	3,842,871.0	3,798,267.1	3,645,790.0
Crecimiento Anual de Ingresos (%)	4.6	64.0	7.8	40.5	(4.0)
Margen Bruto (%)	29.7	29.0	7.9	19.3	0.2
EBITDA	283,373.4	294,880.4	(461,099.6)	(29,230.9)	(937,444.0)
EBITDA / Ingresos (%)	13.0	8.3	(12.0)	(0.8)	(25.7)
Resultado Operativo	104,993.4	53,987.4	(683,861.6)	(261,342.9)	(1,157,255.0)
Resultado Operativo / Ingresos (%)	4.8	1.5	(17.8)	(6.9)	(31.7)
EBIT	123,884.4	54,076.4	(630,554.6)	(248,370.9)	1,299,727.0
Retorno sobre el Capital (%)	4.0	1.8	(25.7)	(7.5)	44.6
Retorno sobre los Activos (%)	2.6	1.0	(10.0)	(3.9)	19.1
Gastos por Intereses	120,561.4	216,782.4	266,607.4	219,980.0	223,051.0
Cobertura de Intereses con EBITDA (x)	2.4	1.4	(1.7)	(0.1)	(4.2)
Cobertura de Intereses con EBIT (x)	1.0	0.2	(2.4)	(1.1)	5.8
Cobertura de Intereses con GIF (x)	1.6	1.4	(0.4)	(0.1)	(1.7)
Resultado Neto Generado por las Actividades Ordinarias	(74,031.0)	(435,397.0)	(994,103.0)	(730,089.0)	788,308.0
Retorno sobre el Patrimonio Neto (%)	(3.5)	(25.4)	(114.7)	(47.2)	56.2
Ratio de Pago de Dividendos (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Indicadores del Flujo de Fondos					
Generación Interna de Fondos (GIF)	91,577.3	182,087.1	(256,230.8)	(143,288.0)	(534,765.0)
GIF / Deuda Financiera (%)	8.0	12.2	(16.3)	(10.5)	(44.3)
Flujo de Fondos Operativos	509,379.3	498,893.1	631,475.2	556,493.0	928,894.0
Flujo de Fondos Operativos / Deuda (%)	44.6	33.4	40.2	40.8	76.9
Inversiones de Capital	391,747.3	644,667.9	574,690.8	689,584.0	720,280.0
Flujo de Fondos Neto / Inversiones de Capital (%)	44.6	33.4	40.2	(27.1)	(74.2)
Flujo de Fondos Libre	117,632.0	(145,774.8)	56,784.4	(133,091.0)	208,614.0
Flujo de Fondos Libre / Deuda (%)	10.3	(9.8)	3.6	(9.8)	17.3
Dividendos Pagados	0.0	37,950.0	5,588.0	43,538.0	0.0
Flujo de Fondos Discrecional	117,632.0	(183,724.8)	51,196.4	(176,629.0)	208,614.0
Flujo de Fondos Discrecional / Deuda (%)	10.3	(12.3)	3.3	(13.0)	17.3
Indicadores del Balance y de Endeudamiento					
Caja e Inversiones de Corto Plazo	676,843.0	132,991.0	74,523.0	330,296.0	128,993.0
Total de Activos	5,058,926.5	5,772,403.2	6,844,216.5	6,382,460.0	7,219,490.0
Deuda Financiera	1,143,387.3	1,493,471.6	1,569,682.1	1,362,949.0	1,207,855.0
Deuda Financiera / EBITDA (x)	4.0	5.1	(3.4)	(46.6)	(1.3)
Deuda Financiera / Capitalización (%)	35.2	52.4	76.3	54.6	40.9
Pasivo Total	2,946,362.3	4,579,326.6	6,320,288.1	5,250,656.0	5,474,555.0
Patrimonio Neto	2,101,589.6	1,358,138.1	486,232.4	1,131,804.0	1,744,935.0
Indicadores Adicionales del Flujo de Fondos (para los períodos anuales)					
Cuentas a Cobrar (Días)	68.0	48.9	67.6	-	-
Inventarios (% de Costo de Ventas)	0.8	0.9	2.4	-	-
Prepagos y Otros (% de Ingresos)	2.0	12.9	5.7	-	-
Cuentas por Pagar (Días)	86.8	74.8	95.3	-	-

Fuente: Standard & Poor´s.

En el cuadro N°3, se observa que la empresa ha visto incrementado sus ingresos como consecuencia de la mayor venta de energía. Como contrapartida se observa un importante incremento en los costos operativos, los cuales no pueden ser cubiertos con las mayores ventas. Esto genera que el resultado operativo de la empresa empeoro constantemente en los últimos meses, lo que se traduce en un menor Ebitda y en una reducción del patrimonio neto de la compañía.

e) Comportamiento de los factores de riesgo

En el capítulo II, se habían identificado una serie de riesgos que podían afectar el precio de las ON.

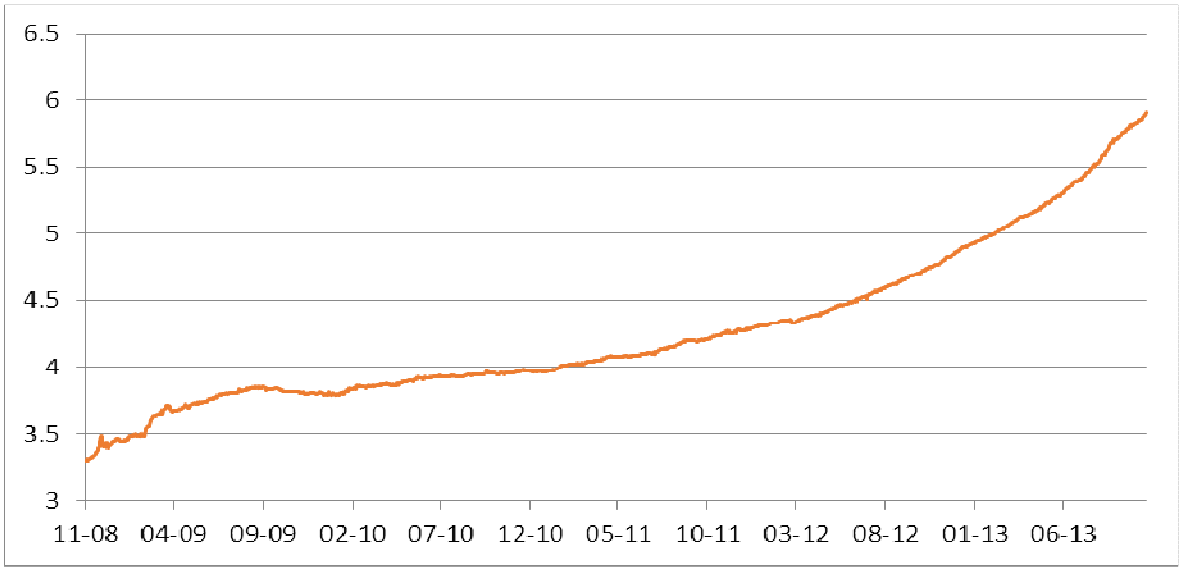
Entre estos se encontraban una falta de ajustes tarifarios por parte del gobierno nacional. Dicha situación se ha manifestado en el empeoramiento de la situación financiera de la compañía y por consiguiente en la evolución del precio de las ON.

Es de destacar que en noviembre de 2012, el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE) emitió la Resolución 347/12 autorizando a Edenor, así como a otras empresas del segmento de distribución de energía, a aplicar un cargo fijo y un cargo variable adicional para determinadas categorías de usuarios. El gobierno justificó el incremento tarifario argumentando que las empresas de distribución eléctrica utilizarán los fondos procedentes de este aumento para la ejecución de obras de mantenimiento y nuevas obras de infraestructura.

Por otro lado, en mayo de 2013 el ENRE estableció la Resolución 250/12, la cual aprueba los valores correspondientes al ajuste por Mecanismo de Monitoreo de Costos (MMC) por los períodos May'07 a Feb'13 y determina las deudas de Edenor por aplicación del Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PUREE) para el mismo período. Asimismo, se autoriza la compensación de MMC pendientes a esa fecha con los valores percibidos por PUREE, y por el saldo de la compensación se emiten valores de deuda (LVFVD). Posteriormente se procederá a aplicar los LVFVD a las deudas vencidas e impagas que a la fecha de la Resolución mantiene la compañía con Cammesa.

Otro factor de riesgo identificado es la evolución del tipo de cambio, ya que el mismo se ha incrementado constantemente desde el momento de la emisión, lo que repercute negativamente en una compañía como la analizada, la cual tiene todos sus ingresos en moneda local, con lo cual la carga de intereses ha sido cada vez mayor lo mismo que el valor de la deuda. A modo de ejemplo podemos decir que al momento de la emisión la misma fue por U$S 300 MM, lo que en su momento equivalía a un financiamiento para la compañía por $1,186 MM. Al día de hoy el valor en pesos argentinos de la deuda es de $1,755 MM lo que representa un incremento del 48%.

Grafico N°6 – Evolución cotización dólar mayorista



Fuente: Reuters.

CAPITULO IV

A la hora de seleccionar una Obligación Negociable para analizar en este trabajo, como primera medida se buscó una compañía de gran tamaño y adicionalmente se tuvo en cuenta aquellas empresas que están sujetas a un marco regulatorio endeble.

Edenor, la empresa seleccionada, cumple con el primer requisito, ya que es la principal distribuidora de energía eléctrica de la Argentina, con lo cual toda su operatoria medida en términos monetarios es de una importante cuantía.

Por otra parte en referencia a la segunda premisa que hemos tomado, dado que la compañía presta un servicio público esencial como es la distribución de energía eléctrica está sujeta a una alta regulación por parte del estado.

A pesar de lo dicho en el párrafo anterior la compañía si bien se encuentra muy regulada, el marco regulatorio no es del todo claro, ya que luego del año 2002 los contratos de la empresas distribuidoras de energía eléctrica no se ha respetado, lo que ha generado como se vio en capítulos previos una situación adversa en la evolución financiera de la compañía.

Una empresa como la que estamos analizando, en la cual su operatoria involucra importantes montos, a la hora de obtener financiamiento lo de debe hacer por grandes montos, con lo cual seguramente dado el pequeño tamaño del mercado local la empresa se vea obligada a recurrir a los mercados de capitales internacionales para poder conseguir la cuantía de fondos requeridos para su normal operatoria.

Sin embargo los mercados de oferta pública se caracterizan por la transparencia de la información y las regulaciones claramente preestablecidas. Aquí surge el principal problema que es que la empresa les estará ofreciendo deuda a los inversores pero no puede establecer cómo será su estructura de ingresos ni la regulación a la que estará sujeta ni siquiera en el corto plazo. Esto arroja una gran imprevisibilidad a quienes decidan invertir en esta tipo de compañía.

Adicionalmente la falta de un marco regulatorio acorde ha generado un brecha cada vez mayor entre la estructura de ingresos de la compañía y la evolución del tipo de cambio, lo que ha generado un crecimiento del valor de la deuda expresada en moneda local.

Por otro lado, en los últimos años se le ha sumado a la falta de aplicación de un marco regulatorio transparente, la persistente estatización de empresas por parte del estado nacional, situación que podría verse reflejada en la empresa analizada, lo que podría llegar a ocasionar una falta de pago de la obligaciones emitidas.

Otro problema potencial que puede sufrir la compañía se deriva del constante aumento a las restricciones a la compra de divisas por parte del estado nacional. Este acontecimiento puede llevar a pensar a que en el futuro se aumenten aún más las restricciones a la compra de moneda extranjera para el pago de servicio de duda en el exterior, situación que generaría que la empresa no pueda cumplir con sus obligaciones.

Los hechos planteados hasta aquí nos llevan a un laberinto que parece no tener salida, ya que la compañía necesita gran financiamiento para su operatoria pero ni el contexto económico local ni el marco regulatorio le son para nada favorables.

Dada esta situación, consideramos que la empresa debería diversificar sus fuentes de financiamiento, hoy todas ellas concentradas en ON en dólares estadounidenses. Es por tal motivo que por un lado podría acceder a financiamiento bancario y por otro se deberían emitir bonos en moneda local, lo que ayudaría a reducir la imprevisibilidad respecto de la evolución del tipo de cambio.

Adicionalmente se podrían buscar formas de financiamiento provenientes de entidades gubernamentales, tal cual lo ocurrido con la ya mencionada Resolución 347/12, la cual autoriza a Edenor a aplicar un cargo fijo y un cargo variable adicional para los usuarios. Según lo establecido en la misma resolución, Edenor, en su carácter de fiduciante y Nación Fideicomisos SA, en su carácter de fiduciario, celebraron un contrato de fideicomiso financiero y de gestión privada, por lo que la empresa accedió a ceder y transferir al fideicomisario el 100% de los importes previstos por la Resolución 347. Estos importes, están siendo y serán utilizados para cancelar los gastos asociados a las nuevas obras que son propuestas por la compañía.

CONCLUSIONES

En el capítulo N°1 de este trabajo nos habíamos propuesto demostrar la importancia que tienen los mercados de capitales para el crecimiento de las empresas, dando un especial énfasis en lo referente a la emisión de Obligaciones Negociables.

Una compañía como Edenor, la cual toda su operatoria requiere financiación por montos de gran envergadura, ha encontrado en la emisión de títulos la mejor forma de obtener liquidez.

Como se ha visto la compañía con su emisión de ON del año 2010 consiguió una gran cantidad de fondos en moneda extranjera, esto le permitió refinanciar deudas existentes y desarrollar nuevos proyectos de inversión.

Si bien la empresa cuenta con ciertas fortalezas como lo son el poseer la concesión exclusiva por 95 años en un área densamente poblada en la mitad noroeste del Gran Buenos Aires y el norte de la ciudad de Buenos Aires, a lo que se suma un manejable perfil de vencimientos de deuda los cuales se concentran en su gran mayoría a partir de los próximos cinco años. Sin embargo hay una serie de factores negativos que afectaron de forma considerable el valor de las ON.

Entre las debilidades que cuenta la empresa se pueden mencionar el elevado riesgo político y regulatorio en Argentina, la limitada flexibilidad financiera de la empresa a la obtención de nuevo financiamiento, como así también la exposición que se observa por los riesgos de descalce de monedas entre su deuda que se encuentra en su gran mayoría denominada en dólares y la generación de fondos en pesos. Adicionalmente se debe sumar los elevados niveles de inversiones necesarios para satisfacer la creciente demanda energética los cuales son exigidos por parte del gobierno nacional.

Todas estas debilidades han generado un empeoramiento en la situación financiera de Edenor lo que repercutió en el valor de sus Obligaciones Negociables.

Para contrarrestar los efectos negativos en lo que respecta al descalce de monedas, los directivos de la empresa han buscado celebrar contratos de swaps para llevar más previsibilidad respecto de los montos de intereses a pagar. Sin embargo, dado el empeoramiento económico de la empresa, se han presentado en el último tiempo dificultades para renovar los mismos.

Por otro lado se observaron en el último tiempo ciertas medidas gubernamentales que buscaban mejorar la situación de las distribuidoras de energía. Entre las medidas se encuentran la Resolución 347/12, mediante la cual se crea un fideicomiso financiero para realizar obras propuestas por Edenor y la resolución 250/13, mediante la cual otorgó un reconocimiento para Edenor en concepto de ajuste de costos por el período comprendido entre mayo de 2007 y febrero de 2013.

Si bien el efecto del reconocimiento de costos tuvo un impacto positivo sobre el estado de resultados de la compañía, el mismo no se tradujo en un mayor flujo de caja. Con lo cual, dado que el plan de inversiones acordado entre el gobierno y Edenor se ha incrementado luego de las

mencionadas resoluciones y a lo que se le adiciona que los costos operativos y administrativos continuaran incrementándose como lo han hecho en los últimos años, no se espera una mejora en la situación financiera de la compañía debido a que cualquier compensación de costos se producirá solo cuando el gobierno lo encuentre oportuno y no en plazos estipulados como debiera ocurrir ante la existencia de una marco regulatorio.

Por lo tanto, actualmente persiste un elevado grado de incertidumbre respecto a la capacidad financiera de la empresa para hacer frente a sus obligaciones. Si bien como ya se ha mencionado, el perfil de vencimiento de la deuda opera en el largo plazo (la compañía no posee vencimientos significativos de deuda hasta 2022 cuando las Obligaciones Negociables clase 9 amortizan), la carga de intereses en dólares es una cada vez mayor, con lo cual se puede pensar que la pesificación de parte de la deuda podría servir en parte para compensar esta situación.

Por otro lado viendo esta situación desde la perspectiva del inversor, aquellos que ha realizado inversiones en las ON clase 9 con un horizonte de inversión menor a la fecha de vencimiento puede que hayan sufrido grandes pérdidas de capital si no han sabido identificar los factores de riesgo mencionados oportunamente.

Con lo dicho hasta aquí queremos destacar la importancia de las Obligaciones Negociables tanto como fuente de financiamiento como así también de inversión. Sin embargo en situaciones como las descriptas en este trabajo, ante la no correcta identificación en todo momento de los factores de riesgo, pueden generarse situaciones muy perjudiciales ya sea para el emisor o para el inversor.

MATERIAL DE CONSULTA

Bibliografía

Apreda, Rodolfo - *Notas de clase de Valuación de Activos Financieros.* Maestría en Finanzas UCEMA, Buenos Aires, marzo de 2013.

Banco Galicia - *Infomes de Reserach,* Buenos Aires, años 2010 a 2013.

Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte (EDENOR S.A.) – *Memoria y Estados Contables*. Buenos Aires, años 2009 a 2012.

Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte (EDENOR S.A.) – *Prospecto de Obligaciones Negociables*. Buenos Aires, marzo de 2010.

Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte (EDENOR S.A.) – *Suplemento de precio de Negociables*. Buenos Aires, septiembre de 2010.

Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires – Curso para Inversores. Buenos Aires, abril de 2011.

Instituto Argentino de la Energía General Mosconi - *Análisis de la situación económico financiera de las principales empresas del sector energético*. Buenos Aires, junio de 2013.

Lopez Dumrauf, Guillermo - Finanzas Corporativas - Un Enfoque Latinoamericano 2a ed. Buenos Aires, año 2003.

Más, Ariel - *Títulos Público y Obligaciones Negociables en el mercado de capitales argentino*. Buenos Aires, año 2013.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina – *Informe económico trimestral*. Buenos Aires, abril de 2011.

Mondino, Diana - *Notas de clase de Banca de Inversión.* Maestría en Finanzas UCEMA, Buenos Aires, septiembre de 2013.

Standard & Poor´s – *Calificación de Riesgo Edenor S.A*. Buenos Aires, años 2009 a 2013.

Páginas Web

www.ambito.com

www.bolsar.com.ar

www.cnv.gov.ar

www.edenor.com.ar

www.enre.gov.ar

www.finance.yahoo.com

www.reuters.com