

Universidad de La Sabana
Instituto de Posgrados Fórum
Especialización en Finanzas y Negocios Internacionales
Trabajo de Grado para optar por el título de Especialista en Finanzas y Negocios
Internacionales

REFINANCIACIÓN DE LA DEUDA DE LA TRANSPORTADORA DE GAS
INTERNACIONAL EN LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES

Autores

Juan Pablo Ardila Angarita

José Manuel Uribe Valero

Bucaramanga

2012

Universidad de La Sabana

Instituto de Posgrados Fórum

Especialización en Finanzas y Negocios Internacionales

Trabajo de Grado para optar por el título de Especialista en Finanzas y Negocios

Internacionales

REFINANCIACIÓN DE LA DEUDA DE LA TRANSPORTADORA DE GAS
INTERNACIONAL EN LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES

Autores

Juan Pablo Ardila Angarita

José Manuel Uribe Valero

Asesor

Dr. Fernando Chavarro Miranda

Bucaramanga

2012

Tabla de Contenido

REFINANCIACIÓN DE LA DEUDA DE LA TRANSPORTADORA DE GAS	
INTERNACIONAL EN LOS MERCADOS DE CAPITALES INTERNACIONALES.....	1
Resumen	7
Introducción	8
Problema de Investigación	11
Descripción del Problema	11
Formulación del Problema	12
Delimitación del Problema.....	12
Objetivos	12
Objetivo General	12
Objetivos Específicos	12
Contexto Organizacional.....	13
Marco Teórico	16
Procedimiento.....	24
Fuentes Y Técnicas	24
Procesamiento de la Información.....	24
Antecedentes	25
Contexto Actual de la Deuda de TGI.....	28
Modificación condiciones deuda intercompañía.....	28
Condiciones deuda financiera TGI a Cierre de 2011	28
Análisis Viabilidad del Momento Para Realizar la Refinanciación.....	29
Análisis del Mercado.....	29
Antecedentes	31

EMBI Colombia	32
Calificación de Riesgo de Colombia.....	37
Situación Financiera de la Empresa	40
Desempeño financiero de la empresa.....	43
Refinanciación de la deuda de TGI.....	46
Opciones de manejo de la deuda	46
Operación de Recompra de los Bonos	47
Realización de la Nueva Emisión de Bonos.....	48
Resultados de la nueva Colocación de Bonos	49
Distribución de la colocación por región y tipo de inversionista.....	
Análisis financiero de la operación	51
Calculo del Valor presente del Bono con vencimiento a 2017.	52
Cálculo del valor presente neto de la nueva emisión	55
Sustitución de la deuda al momento del call del Bono	58
Beneficios de la refinanciación de la deuda	60
Cronograma de Actividades	61
Presupuesto.....	62
Conclusiones	62
Recomendaciones.....	63

Lista de Tablas

Tabla 1 Deuda Financiera TGI.....	28
Tabla 2 Evolución Calificación de Riesgo de Colombia	38
Tabla 3 Evolución Calificación TGI Fitch Ratings.....	40
Tabla 4 Evolución Calificación TGI Standard and Poors	41
Tabla 5 Calculo indicador Deuda Neta/EBITDA	44
Tabla 6 Calculo indicador EBITDA/Gastos Financieros	45
Tabla 7 Condiciones de la Deuda Sénior	47
Tabla 8 Condiciones de Colocaciones de Bonos en los Mercados Internacionales.....	50
Tabla 9 Condiciones Cálculo VPN Bono Emitido en el Año 2007.....	52
Tabla 10 Factores Curva Cero Cupón en USD	53
Tabla 11 VPN del Bono Emitido en el Año 2007 y Ahorro Tributario.....	54
Tabla 12 Condiciones Nueva Emisión de Bonos	55
Tabla 13 Condiciones Calculo VPN Nueva Emisión de Bonos.....	56
Tabla 14 Valor Presente Neto de la Nueva Emisión.....	56
Tabla 15 Valor Presente Neto Ahorro Tributario Nueva Emisión.....	566
Tabla 16 Comparación en Valor Presente del Endeudamiento Actual Vs el Cash Tender	57
Tabla 17 Impacto Incluyendo el Efecto Tributario	58
Tabla 18 Condiciones Calculo VPN Call.....	59
Tabla 19 Calculo del VPN al Realizar el Call.....	59
Tabla 20 Cronograma de Actividades	61

Lista de Gráficos

Gráfico 1 Estructura de Financiamiento TGI.....	27
Gráfico 2 Comportamiento Riesgo País Colombia.....	33
Gráfico 3 Comportamiento Treasury Bonds 10 años.....	36
Gráfico 4 Evolución indicador Deuda Neta / EBITDA	44
Gráfico 5 Evolución Indicador EBITDA/Gastos Financieros.....	45
Gráfico 6 Ubicación Potenciales Inversionistas.....	48
Gráfico 8 Distribución de la Colocación por Región y tipo de Inversionista.....	51

Resumen

El proyecto detalla la operación de refinanciación de la deuda de la Transportadora de Gas Internacional S.A ESP en los mercados de capitales internacionales. Empresa que tras su creación, el 16 de febrero de 2007, adquirió un crédito puente por USD 750 millones.

Ante la necesidad de la cancelación de estos recursos, TGI, buscó mecanismos de financiación en una operación a largo plazo, para lo cual estructuró una emisión de bonos en los mercados financieros externos en el primer semestre del año 2007. Los bonos colocados, por un valor de USD 750 millones fueron emitidos a 10 años con una tasa de interés en dólares de 9,50% nominal con pagos semestrales. Posteriormente, en el primer trimestre de 2012, aprovechando las buenas condiciones presentadas por los mercados externos, sumados al buen desempeño de la economía nacional en los últimos años, lo cual ha ubicado a Colombia en el radar de los inversionistas extranjeros y teniendo en cuenta el buen desempeño operacional y financiero de la compañía, TGI estructuró una operación de manejo de deuda en el primer trimestre de 2012, que consistió en la recompra de sus bonos emitidos en el año 2007 y realizó una nueva emisión de títulos por el mismo monto a una tasa del 5,70% nominal semestre vencido y vencimiento de 10 años, logrando importantes ahorros en el pago anual de intereses y disminuyendo de manera representativa su costo de financiamiento y su WACC.

Tras esta operación, TGI disminuyó de forma representativa la tasa promedio de financiamiento ponderada del total de su portafolio de pasivos, la cual se redujo un 31%,

pasando de 8,57% E.A a 5,93% E.A además de aumentar la vida media del portafolio de pasivos la cual paso de 7,36 años a 10,38 años.

Introducción

La Transportadora de Gas Internacional S.A. E.S.P, TGI, es una sociedad anónima organizada como una empresa de servicios públicos domiciliarios bajo las leyes colombianas.

TGI S.A. E.S.P., se constituyó como sociedad anónima y empresa prestadora de servicio público el 16 de febrero de 2007, mediante certificado de existencia y representación legal con matrícula 05-138524-04, por escritura pública No. 72 de la Notaría 11 del círculo de Bucaramanga. La empresa está sujeta a la regulación, vigilancia y control de las autoridades competentes como la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), la Contraloría de Bogotá y la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios (SSPD).

TGI S.A. E.S.P. tiene por objeto la planeación, organización, ampliación, construcción, operación, mantenimiento, y explotación comercial de los sistemas de transporte de gas natural propios. También puede explotar comercialmente la capacidad de los gasoductos de propiedad de terceros por los cuales paga una tarifa de disponibilidad.

La constitución de TGI, se remonta a octubre de 2006, la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) mediante subasta pública realizada por el Gobierno Nacional, adquirió los activos, derechos y contratos de la Empresa Colombiana de Gas, Ecogas, hasta ese momento propiedad de la Nación.

El 2 de marzo de 2007 se protocolizó el cierre financiero del proceso de enajenación de los activos, derechos y contratos de ecogas por \$3.25 billones de pesos (aproximadamente USD 1.460 millones). Como parte de este proceso TGI adquirió una red de gasoductos que incluyeron: (a) seis gasoductos con sus respectivos ramales para operación directa de TGI o a través de los contratos de operación y mantenimiento que ecogas tenía suscritos con contratistas independientes los cuales fueron celebrados originalmente con ecogas y cedidos a TGI como parte del proceso de enajenación y (b) tres gasoductos sobre los cuales la propiedad es de terceros, quienes se encargan de construirlos, operarlos y realizar el mantenimiento correspondiente bajo la modalidad BOMT (Build, Operate, Maintain and Transfer/ Construcción, operación, mantenimiento y transferencia)¹.

Los recursos utilizados por la EEB para adquirir los activos de Ecogas, provenían de un crédito puente obtenido en la banca internacional, el cual quedó en cabeza de la Transportadora de Gas Internacional, TGI, la nueva empresa constituida el 16 de febrero de 2007 con los activos de la antigua Ecogas.

Ante la necesidad de la cancelación de los recursos provenientes del crédito puente de corto plazo, TGI buscó mecanismos de financiación en una operación a largo plazo, para lo cual se estructuró una emisión de bonos en los mercados financieros internacionales, pero debido a las medidas de control de capitales² que estableció el Gobierno Nacional en el año 2007, con el objeto de evitar la pronunciada revaluación del peso, TGI no pudo realizar de

¹ Offering Memorandum US \$750,000,000 9.50% Senior Notes TGI International Ltd.2007

² Estas medidas del Gobierno Nacional, se expresaban en el Decreto 1801 de 2007, en el cual se establecía que” como requisito para la inversión de portafolio de capital de exterior deberá constituirse, al momento de la canalización, un depósito en el Banco de la República en moneda legal, por un monto equivalente al cuarenta por ciento (40%) del valor de la inversión liquidada a la "Tasa Representativa del Mercado" vigente a la fecha de su constitución. El depósito no será remunerado y el término para su restitución será de 6 meses”.

forma directa esta emisión, por lo que tuvo que crear un vehículo de inversión destinado para tal fin.

Esta nueva reglamentación, que en su momento generaba serias complicaciones para la emisión de bonos de la empresa, obligó a TGI a utilizar un vehículo de inversión que le permitiera acceder a los recursos monetarios en los mercados internacionales para solventar su operación en el largo plazo. De esta forma se creó en Islas Cayman, TGI International Limited, como una empresa subsidiaria de TGI, cuyo objeto era facilitar esta operación de financiación.

Así, el 3 de octubre de 2007, “la Transportadora de Gas Internacional S.A. ESP (TGI) realizó a través de su filial en el exterior TGI International Limited una emisión de bonos en el mercado de capitales internacional. Los bonos, por un valor de USD 750 millones fueron emitidos a 10 años con una tasa de interés en dólares de 9,50% nominal pagadera semestre vencido³.”

Estos bonos fueron colocados en el año 2007 por un valor total de USD 750.000.000, siendo en su momento la mayor emisión de una empresa privada colombiana en los mercados de capitales internacionales.

El desarrollo de este proyecto permitirá a la empresa obtener un documento que detalle los pormenores y se analice la operación de manejo de deuda efectuada por TGI en los mercados internacionales y que le permitió a la compañía mejorar su estructura financiera.

³ Transportadora de Gas del Interior S.A E.S.P, Estados Financieros por el período comprendido entre el 16 de febrero de 2007 (fecha de su constitución) y el 31 de Diciembre de 2007 e Informe del Revisor Fiscal. Jhon Jairo Lache Chacón , Revisor Fiscal , 18 de febrero de 2008

Problema de Investigación

Descripción del Problema

Obtener una estructura financiera adecuada y al menor costo posible, resulta una de las principales tareas del área financiera de una compañía, lo cual le permitirá a la empresa obtener el menor costo de capital posible mejorando su capacidad para competir y generar el mayor valor agregado para los accionistas.

Al representar la deuda, un porcentaje importante dentro de la estructura financiera de una empresa, es de vital importancia para las compañías acceder a recursos dentro del sector financiero al menor costo posible.

Como alternativas para las empresas, existe la posibilidad de acceder a estos recursos en el mercado nacional o en el mercado internacional de acuerdo al escenario que más se adapte a la situación de la compañía.

Los mercados de capitales internacionales representan una gran oportunidad para acceder a recursos monetarios en gran volumen y a bajo costo, por lo que analizar las oportunidades y condiciones que allí se encuentran es de gran relevancia, cuando de minimizar el costo de capital de la compañía se trata.

En este documento se plasma el detalle de la operación de manejo de la deuda realizada por la Transportadora de Gas Internacional en los mercados de capitales externos, la cual condujo a mejorar ostensiblemente su estructura financiera y su costo de capital.

Formulación del Problema

¿Cuál es el impacto de la refinanciación de la deuda sobre el flujo de caja de la compañía?

Delimitación del Problema

Este proyecto presenta un documento de consulta para la empresa, en el cual se expone de forma detallada la operación de refinanciación de la deuda senior, con sus antecedentes, el análisis previo que motivó efectuar esta operación y los resultados económicos junto con los beneficios obtenidos tras su ejecución. Este estudio cubre un periodo de 5 años, teniendo en cuenta que es en este plazo en el que la compañía podrá volver a adelantar una operación de este tipo en los mercados de capitales internacionales

Objetivos

Objetivo General

Analizar la operación de refinanciación de la deuda de la Transportadora de Gas Internacional en los mercados de capitales internacionales.

Objetivos Específicos

- Mostrar los antecedentes de la deuda financiera de la compañía.
- Analizar las variables de mercado conducentes a efectuar esta operación.
- Analizar las condiciones financieras actuales del mercado.
- Analizar la evolución financiera de la compañía.
- Detallar la ejecución de la operación de refinanciación de la deuda y analizar el beneficio económico obtenido en la operación.

Marco de Referencia

Contexto Organizacional

Gracias al descubrimiento de importantes yacimientos en Colombia, los que consolidaron al gas como el combustible más económico y seguro del mercado, surgió la necesidad de contar con el servicio de transporte de gas hacia los hogares e industrias.⁴

Con el surgimiento de la constitución del año 1991 se garantizó que la prestación de los servicios públicos fuera desarrollada por el Estado o los agentes privados de tal manera que dichos servicios sean atendidos de una manera eficiente. Así mismo la creación de la Ley 142 de 1994, ley que establece la estructura legal para la atención de los servicios públicos entre ellos los servicios de transporte de gas natural, permitió que la regulación fuera realizada por la CREG⁵, así como la vigilancia fuera realizada por la Superintendencia de Servicios Públicos y Domiciliarios. Esta ley establece además que el servicio de gas natural es un servicio público que puede ser proporcionado por el Estado o por entidades del sector privado.

Las primeras empresas que empezaron a realizar el transporte de gas en Colombia fueron Ecopetrol y Promigas. Posteriormente en el año de 1997, se estableció la Ley que creó Ecogas, escindiendo de Ecopetrol las actividades de transporte de gas natural. En el año 2007, el gobierno decidió subastar los activos, derechos y contratos de Ecogas, formándose así la Transportadora de Gas Internacional (TGI).

⁴ Informe de Gestión Sostenible TGI 2010, elaborado bajo metodología GRI. 30 de marzo de 2011. TGI y BCD Consulting.

⁵ Comisión de Regulación de Energía y Gas de Colombia. Entidad estatal colombiana encargada de la regulación de los servicios públicos domiciliarios de energía eléctrica y gas natural.

TGI es el transportador de gas natural más grande de Colombia y opera un monopolio natural en un sector con alto potencial de crecimiento y cuyo desarrollo es de especial interés para el estado colombiano; siendo el único transportador de gas natural en Colombia que conecta las principales fuentes de abastecimiento (Guajira y Cusiana) con los principales centros de consumo (la zona de influencia de TGI representa, aprox., el 60% del consumo total del país).⁶

TGI es una empresa de servicios públicos organizada como sociedad anónima bajo las leyes de Colombia y es una de las dos principales compañías de transporte de gas en Colombia., transportando aproximadamente el 56% del gas natural en el país.

El 80% de sus ingresos están basados en cargos fijos lo cual permite una alta predictibilidad de los ingresos futuros y tiene el 100% de su capacidad contratada bajo contratos en firme con una vida media remanente de aproximadamente 9,8 años⁷.

Representa un monopolio natural que gracias a su posición geográfica privilegiada, conecta las áreas más pobladas e industrializadas del país con los dos campos de gas más importantes, atendiendo el mercado con consumo más estable y de mayor perspectiva de crecimiento de Colombia. En Colombia existen otros transportadores de gas natural como Promigas cuyo mercado se concentra en la costa atlántica y atiende un porcentaje considerable del consumo nacional de gas aunque menor al de TGI, y otras seis transportadoras pequeñas que completan la demanda restante.

⁶ Informe anual para inversionistas TGI 2009. emisión abril de 2010. Autores TGI y EEB.

⁷ Informe anual para inversionistas TGI 2011. emisión marzo de 2012. Autores TGI y EEB

Sus principales accionistas son la Empresa de Energía de Bogotá (68,05%) y Citi Venture Capital International (31,91%).

TGI es una empresa en crecimiento con oportunidades de expansión a nivel nacional y regional, cuya Visión es Ser en el año 2024 la primera empresa transportadora independiente de gas natural en América Latina, reconocida por su responsabilidad global y por sus prácticas de clase mundial.⁸

Los clientes de TGI son empresas financieramente estables con sólidas calificaciones crediticias. El 80 % de sus ingresos está concentrado en 5 empresas que son: Ecopetrol, Gas Natural, Gases de Occidente, EPM e Isagén.

El área geográfica que atiende TGI S.A. ESP es la más poblada e industrializada en Colombia, presentando un alto potencial de crecimiento. El sistema de transporte de TGI S.A. ESP conecta las principales fuentes de suministro de gas natural con los principales centros de consumo, siendo un paso obligatorio para quien desee consumir gas en su zona de influencia y para el que desee ingresar gas al sistema de transporte del interior del país, por lo anterior es la empresa de mayor cobertura del mercado de transporte de gas natural en el país, atiende el 58% de la demanda total pues a través de su red de gasoductos llega a 17 de los 22 departamentos que cuentan con el servicio de gas natural en el territorio nacional.

Otras compañías menores de transporte son: Transoriente, Transmetano, Gasoducto del Tolima, Progasur, Transoccidente, Transcogas y Coinogas

⁸ Informe de Gestión sostenible TGI 2010 elaborado bajo metodología GRI. 30 de marzo de 2012. Autor: TGI, Revisión Deloitte and Touch.

Marco Teórico

Tradicionalmente, las economías emergentes, incluso las de América Latina y Asia oriental, han tenido sistemas financieros basados en los bancos, con mercados de capitales pequeños y escasamente desarrollados. Los mercados de bonos han tendido a ser poco profundos, altamente dominados por la deuda pública y con un bajo volumen de operaciones. De la misma manera, los mercados de acciones presentaron pocas emisiones, y la mayoría de estas han sido poco comercializadas. En consecuencia, el sistema bancario ha sido la principal fuente de financiamiento, tanto para prestatarios públicos como privados. Las recientes liberalizaciones financieras han cambiado la forma de operación de los sistemas bancarios, limitando los controles del Estado sobre las tasas de interés y sobre el volumen y los receptores de crédito. Si bien estas reformas también significaron algún estímulo para el desarrollo del mercado de capitales, no han ocurrido cambios radicales que permitan compararlos con los ocurridos en el sector bancario.

Esta situación, como sostiene una corriente de la literatura, no plantea ningún problema dado que los sistemas que se apoyan en los bancos ofrecen una fuente de financiamiento perfectamente viable; de hecho, la mayoría de los países desarrollados tienen este tipo de sistema. El denominado modelo anglosajón, basado en fuertes mercados de capitales, constituye una singularidad aun entre las economías desarrolladas. Otra línea de pensamiento señala que es importante tener mercados de capitales además del sistema bancario, porque los mercados de capitales ofrecen una alternativa útil al financiamiento bancario interno y una menor dependencia de los volátiles flujos de capital extranjero para prestatarios públicos y privados por igual. También ofrecen nuevos instrumentos de ahorro, así como información sobre tasas de interés de referencia. Coincidimos con el argumento de que los mercados de capitales son un complemento útil de los sistemas bancarios, pero a lo largo de este capítulo

se demuestra que América Latina se encuentra muy rezagada con respecto a Asia oriental y a los países desarrollados en términos de desarrollo del mercado de capitales y de profundidad financiera en general. La falta de diversificación hacia mercados de capitales es especialmente problemática para el proceso de inversión en América Latina, dados los bajos niveles de crédito bancario interno de la región. Existen tres factores que han obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales: la falta de estabilidad macroeconómica, la falta de instituciones fuertes y la existencia de mercados financieros internacionales, especialmente de los Estados Unidos, como alternativa a los mercados nacionales. Aunque cabría esperar que las reformas estructurales estimularan los mercados de capitales, tal como sucedió en Chile, por lo general se han llevado a cabo de una manera tan problemática que no se obtuvieron todos los beneficios posibles. La liberalización financiera, seguida por las crisis financieras, constituye un importante ejemplo de ello. Sostenemos que los responsables de formular las políticas de América Latina deberían tomar las medidas necesarias para fomentar los mercados, mediante mayores avances en el área de la política macroeconómica y mediante el fortalecimiento de las instituciones, sobre todo del gobierno corporativo. También es posible que los gobiernos tengan que tomar medidas proactivas para estimular la participación de nuevos actores mediante cambios en las normas y otro tipo de incentivos. (Stallings & Studart, 2006, pág. 153)

Un mercado es un lugar donde se intercambian bienes, ya sea de forma física o no. El mercado de capitales será por tanto el lugar donde se intercambian capitales, donde se reúnen por una parte los que necesitan dinero y por otra los que tienen excedente y pueden prestarlo a cambio de una rentabilidad.

Los mercados son el hábitat natural del gestor de carteras; desde las noticias de apertura de mercado hasta los resúmenes al cierre, los activos viven en el mercado, pudiendo incluso verse afectados durante las horas de cierre, cambios que se materializarán en la mañana siguiente. Es muy importante conocer dónde se está invirtiendo, cómo funciona el mercado así como entrar en contacto directo y de forma recurrente con todo lo que afecta a los mercados de capitales para así poder comprender mejor sus comportamientos, cómo reflejan expectativas, resultados, valoraciones, nueva información.

Los mercados son estructuras legales a través de las cuales se organizan los negocios y las necesidades de las empresas y consumidores. El único requisito para que exista un mercado es la comunicación entre un vendedor y un comprador; allí donde se realiza una transacción, hay mercado. Los mercados como la bolsa de valores no son propietarios de los bienes que se comercian en ellos sino que proporcionan un lugar, una organización, información y otros servicios que son imprescindibles para su correcto funcionamiento. (Calvo, 2011)

El mercado de valores es un componente del mercado financiero que abarca tanto al mercado de dinero como al de capitales.

Se entiende por mercado de capitales aquél en el que empresas e instituciones públicas van a buscar dinero para financiarse a mediano y largo plazo. El mercado de capitales es el conjunto de la oferta y la demanda de capitales que se mueven a través del sistema financiero de un país y constituye el movimiento de éstos a mediano y largo plazo, mayor a un año.

El mercado de dinero se caracteriza por dar cabida a la negociación de activos financieros de muy corta vida (comúnmente menos de un año), que suelen ser sustitutos del dinero en razón de su elevada liquidez.

Según Keynes, existen tres motivos principales por lo que la gente demanda dinero: transacción, precaución y especulación.

La demanda de dinero por el motivo de transacción hace referencia al uso del dinero como medio de cambio para las transacciones ordinarias, como pagos y compras. El motivo precaución es para hacer frente a situaciones de urgencia imprevista que causarían desembolsos mayores que los que suponen las transacciones usuales anticipadas. El motivo especulación se define como el intento de obtener un beneficio por conocer mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo (o sea, anticiparse).

Son diversas las ventajas que el mercado de valores puede brindar a las empresas que decidan financiarse a través de él:

- a) Ofrece un costo financiero competitivo.
- b) Satisfacción flexible de las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo: mayores plazos, amortizaciones más holgadas, atención a flujos no regulares de pagos, posibilidad de otorgar garantías o resguardos más variados, etc.
- c) Mejor manejo de los ciclos de liquidez / iliquidez.
- d) Mejoramiento de la imagen de la institución financiera emisora en el mercado.
- e) Permite acceder a montos importantes de financiamiento. Demanda potencial de inversionistas institucionales.

f) Posibles beneficios tributarios (por ejemplo: exoneración de impuesto a la renta de los intereses, ganancia de capital no afecta a impuestos).

g) Somete al emisor a la disciplina del mercado: estimula el manejo profesional.

BONOS

Los bonos son títulos de deuda que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, emitidos por una empresa o por el Estado. En ellos se especifica el monto a rembolsar en un determinado plazo, las amortizaciones totales o parciales, los rendimientos (interés fijo o variable) y otras obligaciones del emisor.

Existen varios tipos de bonos, como son los convertibles en acciones, a plazo descontado, cero cupón, de exportación, subordinados, perpetuos, y Brady (Bono de la Deuda Pública Externa), entre muchos otros.

Las ventajas que tienen los bonos para el emisor son las siguientes:

- a) El plazo de amortización es mayor al otorgado por un financiamiento bancario.
- b) La tasa de interés a pagar por los bonos es menor a la tasa activa promedio y mayor a la tasa pasiva promedio del Sistema Financiero, lo que conviene tanto al emisor como al adquirente de los bonos.
- c) Se admiten distintos tipos de garantías según el monto a emitir y las preferencias de los inversionistas.
- d) Pueden ser negociados en un mecanismo centralizado, lo que aumenta su liquidez. Asimismo, la ganancia de capital está exonerada del pago del Impuesto a la Renta.
- e) En algunos casos es factible la redención anticipada de los bonos.

f) Existe una demanda no satisfecha por parte de los inversionistas institucionales como las AFPs, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión y otros.

g) Luego de la primera emisión, el emisor se hace conocido en el mercado lo que facilita la colocación de nuevas emisiones.

h) Es posible la colocación simultánea de dos o más emisiones con condiciones diferentes cada una.

Las principales desventajas que tiene un bono para un emisor son:

a) Los costos de la emisión pueden ser un poco elevados en las primeras emisiones al contratar a terceras personas (empresas calificadoras, representante de los obligacionistas, agente colocador, agente estructurador, gastos legales y otros).

b) La calificación de riesgo del valor a veces no puede ser la deseada, siendo necesaria la constitución de garantías complementarias.

c) Si el emisor no es muy conocido en el mercado, la colocación de los bonos puede ser dificultosa en la primera emisión.

d) El emisor debe reportar información periódica y constante a la Superintendencia de Valores de su país, a la Bolsa, a las calificadoras y al Representante de los Obligacionistas.

Ambos lados de la balanza deben ser evaluados cuidadosamente para determinar cuál es el mejor momento para emitir y bajo qué características. No a todos les queda el mismo color de traje ni la misma talla. (Soriano Salinas, 2008, pág. 2)

Según (Rojas-Suarez, 2004) afirma: “la estabilidad macroeconómica, bancos sólidos, regulación adecuada y el fortalecimiento de las instituciones son los cuatro pilares

fundamentales que los países de la región deben adoptar para desarrollar el mercado de capitales”.

Las favorables tasas de interés que ofrece el mercado internacional, y la devaluación del dólar frente al peso, ha llevado a que cada vez más empresas colombianas opten por financiarse a través de colocaciones de bonos en el exterior.

Uno de los puntos clave que ha determinado el éxito de estas compañías en sus colocaciones ha sido el hecho de que cuentan con grado de inversión de parte de varias calificadoras internacionales, factor que se convierte en un elemento de peso para los inversionistas.

En enero pasado Empresas Públicas de Medellín (EPM) hizo una emisión por 680 millones de dólares, a un plazo de 10 años. (Gallo Machado, 2011)

TGI buscará financiamiento internacional. Según (Buleje, 2007) El problema de los países subdesarrollados no solo consiste en la insuficiencia del ahorro, sino en la inadecuada utilización del existente, debido en muchos casos a la ausencia o ineficacia de mecanismos que puedan trasladar, movilizar en forma adecuada los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes económicos que tienen planes de inversión.

La colombiana Transportadora de Gas del Interior (TGI) colocó US\$750mn en bonos a 10 años, anunció el accionista mayoritario de TGI -la eléctrica con sede en Bogotá EEB- en un comunicado.

TGI utilizará las ganancias para pagar una parte de su deuda actual, la que contrajo para pagar la adquisición de activos, derechos y contratos de la distribuidora local de gas Ecogas.

La demanda de la emisión duplicó con creces la oferta e incluyó la participación de más de 150 inversionistas de Asia, Europa y EEUU.

La colocación fue la mayor emisión intencional hecha por una compañía colombiana en la historia, se lee.

Standard & Poor's y Fitch asignaron la calificación BB a la emisión con perspectiva Estable. (News, 2007)

Su éxito se basa en la solidez financiera, técnica y administrativa del Grupo Empresarial Empresa de Energía de Bogotá (EEB), valores que fueron tenidos en consideración por todos los inversionistas que participaron en la adquisición de los bonos.

Transportadora de Gas del Interior S.A. E.S.P. (TGI) anunció su primera emisión de bonos en el mercado internacional de capitales por 750 millones de dólares a 10 años. La operación fue realizada por TGI International Ltda., empresa de propiedad del Grupo Empresa de Energía de Bogotá.

Esta es la más grande emisión internacional de bonos realizada por una empresa colombiana, y representa una demostración de su solidez financiera como empresa y como grupo.

La compañía utilizará los recursos de la emisión para pagar su deuda actual, obtenida a corto plazo para pagar en parte la adquisición de los activos, derechos y contratos de la Empresa Colombiana de Gas E.S.P. (ECOGAS).

TGI opera el gasoducto más extenso e importante de Colombia y forma parte del Grupo Empresarial Empresa de Energía de Bogotá (EEB) que posee el 97,91% de sus acciones. EEB,

es una de las empresas más grandes del país y centra sus negocios en el sector de gas, transporte y distribución de gas, generación de energía eléctrica, servicios de transmisión y distribución en Colombia, y servicios de transmisión de energía eléctrica en Perú.

Estrategias Metodológicas

Procedimiento

Para llevar a cabo este estudio se analizaron los mercados de capitales internacionales, su estructura y comportamiento, por medio del estudio de libros y artículos de autores importantes y de referencia mundial en el tema.

Se entrevistó igualmente a los Directivos de la organización, como el Vicepresidente Financiero y el Director Financiero, con el objeto de conocer detalles de la operación de refinanciación ejecutada por TGI.

Fuentes Y Técnicas

Se buscó información de la actualidad de los mercados de capitales en portales de internet, revistas especializadas y libros de referentes del tema; así como entrevistas con directivos de la compañía.

Se utilizaron bases de datos como Bloomberg para tener información actualizada acerca de los datos de los mercados financieros.

Procesamiento de la Información

Se utilizaron bases de datos en Excel para procesar la información necesaria para determinar la oportunidad de la refinanciación y los resultados financieros de la misma.

Deuda Financiera de la Transportadora de Gas Internacional

Antecedentes

En octubre de 2006, la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) mediante subasta pública realizada por el Gobierno Nacional, adquirió los activos, derechos y contratos de la Empresa Colombiana de Gas, Ecogas, hasta ese momento propiedad de la Nación.

Los recursos utilizados por la EEB para adquirir los activos de Ecogas, provenían de un crédito puente obtenido en la banca internacional, el cual quedó en cabeza de la Transportadora de Gas Internacional, TGI, la nueva empresa constituida el 16 de febrero de 2007 con los activos de la antigua Ecogas.

Ante la necesidad de la cancelación de los recursos provenientes del crédito puente de corto plazo, TGI buscó mecanismos de financiación en una operación a largo plazo, para lo cual se estructuró una emisión de bonos en los mercados financieros internacionales, pero debido a las medidas de control de capitales⁹ que estableció el Gobierno Nacional en el año 2007, con el objeto de evitar la pronunciada revaluación del peso, TGI no pudo realizar de forma directa esta emisión, por lo que tuvo que crear un vehículo de inversión destinado para tal fin.

Esta nueva reglamentación, que en su momento generaba serias complicaciones para la emisión de bonos de la empresa, obligó a TGI a utilizar un vehículo de inversión que le

⁹ Estas medidas del Gobierno Nacional, se expresaban en el Decreto 1801 de 2007, en el cual se establecía que " como requisito para la inversión de portafolio de capital de exterior deberá constituirse, al momento de la canalización, un depósito en el Banco de la República en moneda legal, por un monto equivalente al cuarenta por ciento (40%) del valor de la inversión liquidada a la "Tasa Representativa del Mercado" vigente a la fecha de su constitución. El depósito no será remunerado y el término para su restitución será de 6 meses".

permitiera acceder a los recursos monetarios en los mercados internacionales para solventar su operación en el largo plazo. De esta forma se creó en Islas Cayman, TGI International Limited, como una empresa subsidiaria de TGI, cuyo objeto era facilitar esta operación de financiación.

Así, el 3 de octubre de 2007, “la Transportadora de Gas Internacional S.A. ESP (TGI) realizó a través de su filial en el exterior TGI International Limited una emisión de bonos en el mercado de capitales internacional bajo la regla 144A/RegS¹⁰. Los bonos, por un valor de USD 750 millones fueron emitidos a 10 años con una tasa de interés en dólares de 9,50% nominal pagadera semestre vencido¹¹.”

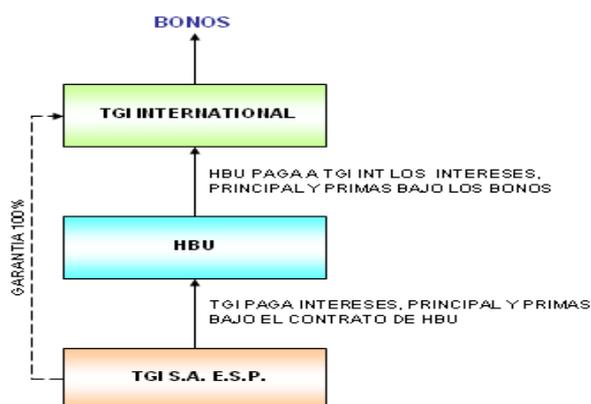
Así mismo, y con el fin de canalizar los recursos desde TGI (que ejercía como garante de esta emisión) a los titulares de los bonos, el 3 de octubre de 2007 se suscribió un contrato de crédito entre TGI y HOLLANDSCHE BANK-UNIE N.V (hoy ROYAL BANK OF SCOTLAND- RBS), el cual tiene las mismas características de la emisión de bonos de TGI International Limited (crédito espejo). De esta forma, El banco mencionado cumplía la función de pagar los intereses, principal y cualquier otro monto que reciba de TGI para que sea canalizado hacia los titulares de los bonos.

Para tener mayor claridad de la figura utilizada, en el Gráfico 1 se muestra la estructura de financiamiento que implementó TGI para la emisión de bonos mencionada.

¹⁰ Regla de la SEC (Securities and Exchange Commission, que corresponde a la Comisión de Valores de Estados Unidos, que tiene a su cargo el control de las emisiones, ofertas públicas y negociaciones de títulos) en la cual se establecen las condiciones bajo las cuales un emisor de títulos no registrados puede hacer una venta pública sin tener que registrar en la SEC el documento correspondiente.

¹¹ Transportadora de Gas del Interior S.A E.S.P, Estados Financieros por el período comprendido entre el 16 de febrero de 2007 (fecha de su constitución) y el 31 de Diciembre de 2007 e Informe del Revisor Fiscal. Jhon Jairo Lache Chacón , Revisor Fiscal , 18 de febrero de 2008

Gráfico 1 Estructura de Financiamiento TGI



Fuente: Prospecto de información TGI para la inscripción en la Bolsa de Valores de Colombia. Junio de 2008.

Además del crédito con el Banco HBU (Crédito sénior) que refleja las mismas condiciones de la emisión de bonos de TGI International Ltda.; el 31 de octubre de 2007, TGI suscribió un crédito inter compañía subordinado con la Empresa de Energía De Bogotá (EEB – principal accionista de TGI) por un monto total de USD 370 millones. Estos créditos son espejo de una emisión de bonos emitidos por EEB en el mercado de capitales internacional bajo la regla 144A/RegS. Los bonos fueron emitidos a 7 años con una tasa de interés en dólares de 8,75% nominal anual con pagos semestrales.

De esta forma, TGI quedó con un endeudamiento de USD 1.120 millones; conformado por el crédito con el banco RBS por USD 750 millones (espejo de la emisión de bonos de TGI International Limited) y USD 370 del crédito intercompañía con la Empresa de Energía de Bogotá, su principal accionista.

Contexto Actual de la Deuda de TGI

Modificación condiciones deuda intercompañía

La deuda intercompañía por USD 370 millones, presentó una modificación en plazo y tasa en el mes de noviembre de 2011. La nueva tasa de interés se ubicó en 6,125% nominal pagadera semestre vencido y el plazo se extendió hasta el año 2022. Este cambio de condiciones fue producto del ejercicio de la opción de recompra (call)¹² de los bonos emitidos por EEB y cuyas condiciones se replican sobre el crédito intercompañía. La EEB ejerció esta opción y realizó la colocación de un nuevo bono en los mercados internacionales de capitales en condiciones de tasa más favorables.

Condiciones deuda financiera TGI a Cierre de 2011

A 31 de diciembre de 2011, TGI cuenta con un saldo de deuda de USD 1.120 millones, En la Tabla No. 1 se resumen las condiciones de la deuda y el saldo en millones de pesos al 31 de diciembre de 2011.

Tabla 1 Deuda Financiera TGI

CREDITO	ACREEDOR	MONEDA OPERACION	MONTO (MILLONES)	TASA	VENCIMIENTO	SALDO COP (MILLONES)
DEUDA SENIOR	Royal Bank of Scotland	USD	750	9,50%	oct-17	1.457.025
DEUDA SUBORDINADA	Empresa de Energía de Bogotá	USD	370	6,125%	dic-22	718.799
SALDO TOTAL DEUDA EN PESOS						2.175.824

Fuente: Estados Financieros TGI al 31 de diciembre de 2011

La deuda de TGI al 31 de diciembre de 2011, ascendía a USD 1.120 millones, está totalmente denominada en tasa fija.

¹² Opción que da a su comprador el derecho -pero no la obligación- a comprar un activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha concreta

Análisis Viabilidad del Momento Para Realizar la Refinanciación

Considerando las condiciones actuales de los mercados de capitales internacionales, las cuales resultan propicias para llevar a cabo una operación de refinanciación, TGI decidió adelantar la opción de recompra de sus bonos, llamada opción call, cuya fecha estaba establecida según el Indenture¹³ para el 3 de octubre de 2012¹⁴, por una operación denominada Tender Offer¹⁵, en la cual se recompran los títulos de deuda a las tasas actuales del bono más el pago de una prima.

A continuación se analizan las variables claves que reflejan el comportamiento y estado del mercado internacional de capitales y que nos permite concluir las condiciones favorables para adelantar una operación de manejo de deuda.

Análisis del Mercado

Los mercados internacionales de capitales han representado en los últimos años una fuente de financiación permanente para las empresas colombianas, las cuales han utilizado estos escenarios para mejorar sus estructuras de capital¹⁶.

Con la globalización de la economía se han mejorado las oportunidades para acceder a estos medios, pero así mismo ha aumentado la volatilidad de los mercados de capitales, por

¹³ Corresponde al contrato de emisión de los bonos, y en el cual se establece los derechos y obligaciones tanto del emisor de los papeles (TGI International Limited) como del garante de la emisión (Transportadora de Gas Internacional)

¹⁴ Esta opción está definida en el Indenture, sección 3.3 “Optional Redemption”, estableciendo los siguientes precios de redención, expresados como porcentajes del capital según la fecha en que se ejerce la opción así: Año 2012, 104,75%; Año 2013, 103,167%; Año 2014 101,583%; Año 2015 en adelante 100%.

¹⁵ Oferta pública de adquisición de bonos

¹⁶ “En el año 2011 la emisión de bonos corporativos de empresas colombianas llegó a USD 3.030 millones, que hicieron entre otros, Grupo Sura, Banco de Bogotá y EEB” [www. portafolio.com](http://www.portafolio.com), 4 de abril de 2012. Francisco Gómez. Consultado el 4 de abril de 2012

los riesgos que implica el impacto de la situación financiera de alguno de los actores principales de los mercados financieros.

Estados Unidos, la Zona Euro, China, Japón y los llamados países emergentes; mediante su estado económico generan influencia sobre las condiciones generales de los mercados de capitales y de esta forma están impactando la situación en que las empresas pueden acceder a ellos.

Situaciones económicas como la llamada “crisis del tequila” el “corralito argentino”, “la trampa del Japón”, la crisis tailandesa y crisis asiática o para ir más cerca la crisis financiera del 2008¹⁷; generan crisis y hasta pánico en los mercados bursátiles, dejando su rastro en los mercados financieros internacionales y específicamente hablando en los mercados de bonos internacionales.

En el caso que nos compete, el de los mercados de títulos de deuda, todas estas situaciones afectan la liquidez y la confianza de los inversionistas y más cuando de países emergentes se trata.

Así, resulta clave analizar la evolución de los mercados en la última década para ver cuál ha sido el comportamiento de las tasas de financiación para países emergentes en los mercados internacionales de capitales.

¹⁷ Términos utilizados por el economista Paul Krugman en el libro “De Vuelta a la Economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008”, Grupo Editorial Norma, marzo 2009; para referirse a eventos económicos determinados que han impactado de forma importante la economía mundial en los últimos años.

Antecedentes

La tasa a la cual se colocó el bono de TGI en el año 2007, cuando se emitió en los mercados financieros internacionales fue de 9,50% nominal anual semestre vencido corresponde a un interés alto comparada con las tasas a las cuales se puede acceder a una financiación en los mercados con las condiciones actuales. En aquella época cuando ya se empezaba a sentir los primeros síntomas de la crisis financiera de 2008¹⁸, los mercados presentaban altas volatilidades y primas de riesgo altas para los países emergentes, además de que la calificación de riesgo país para Colombia estaba por debajo del grado de inversión¹⁹

Las condiciones actuales de liquidez de los mercados internacionales, aunados a la mejor percepción de riesgo del país con una calificación de la deuda colombiana en grado de inversión²⁰ han mejorado las tasas a las cuales se puede obtener financiación en los mercados de capitales externos.

Las tasas actuales de mercado representan una gran oportunidad para TGI de recomprar anticipadamente su deuda y financiarse a una mejor tasa de interés que le reporte beneficios económicos, gracias a menores gastos por el pago de intereses financieros, redundando en la generación de mayor valor agregado para la compañía y en un aumento de la valoración de la empresa.

¹⁸ Libro “el nuevo paradigma de los mercados financieros, (Taurus, 2008). Autor George Soros.” El estallido de la crisis económica de 2008 puede fijarse oficialmente en agosto de 2007 cuando los Bancos centrales tuvieron que intervenir para proporcionar liquidez al sistema bancario”

¹⁹ Calificación de riesgo país Standard and Poors vigente a octubre de 2007, correspondiente a BB+, emitida el 5 de marzo de 2007.

²⁰ Calificación de riesgo de Standard and Poors vigente a la fecha para Colombia, correspondiente a BBB-, emitida el 16 de marzo de 2011.

A continuación se analizan variables que impactan y determinan la situación del mercado y su favorabilidad para una refinanciación en el momento actual.

EMBI Colombia

El EMBI o Riesgo País se define como “la sobretasa que paga un país por sus bonos en relación a la tasa que paga el Tesoro de Estados Unidos. Es decir, es la diferencia que existe entre el rendimiento de un título público emitido por el Gobierno Nacional y un título de características similares emitido por el Tesoro de los Estados Unidos”²¹

El EMBI o Riesgo País constituye una tasa referencia a la cual una compañía nacional puede colocar sus bonos en los mercados internacionales. La tasa de colocación de una emisión de deuda, normalmente se ubica determinados puntos básicos por encima del EMBI, teniendo en cuenta además del análisis del riesgo país, la credibilidad que genera la empresa ante los inversionistas.

Por medio de la observación del EMBI (Emerging Markets Bond Index) de Colombia, podemos análisis las variaciones que ha presentado dicho índice y su comportamiento según las crisis externas las cuales de una u otra forma afectan nuestra economía y el costo del acceso a recursos financieros en los mercados de capitales internacionales.

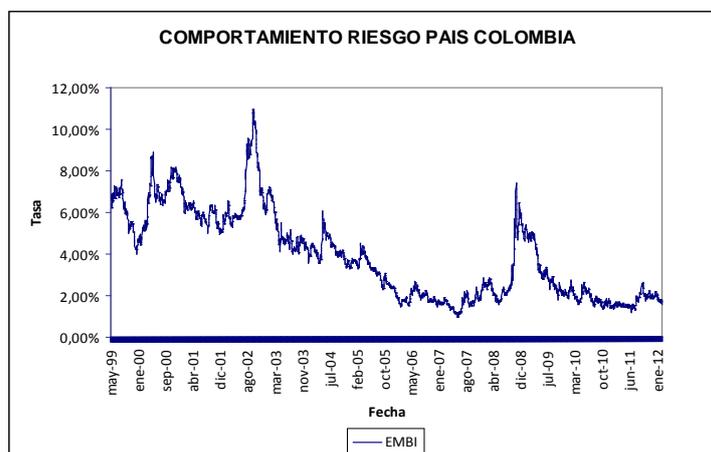
El EMBI resulta un buen indicador de medida de la tasa de interés a la cual se puede acceder a financiación en el mercado internacional de capitales, debido a la alta correlación

²¹ Federico Anzil. www.ecolink.com.ar – www.ecolink.com.ar/definicion/riesgopais.shtml. consultado el 4 de abril de 2012

entre el riesgo país y las tasas de emisión de deuda, pues este indicador, además de recoger la situación financiera internacional, refleja igualmente el estado de la economía nacional y la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales para invertir en dicha economía.

En el Gráfico No. 2 se observa el EMBI Colombia de los últimos 12 años. En este gráfico se observa una clara tendencia bajista en el riesgo país con períodos especiales de volatilidad e incrementos del EMBI, como los presentados en el año 2002 y en el año 2008.

Gráfico 2 Comportamiento Riesgo País Colombia



Fuente: www.bloomberg.com, consulta el 08 de marzo de 2012

En el segundo trimestre del año 2008, cuando ya se empezaban a avizorar los primeros indicios de la crisis financiera²² provocada por el colapso de la burbuja inmobiliaria²³ de los

²² La crisis financiera de 2008 se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó aproximadamente en octubre de 2007 la llamada crisis de las hipotecas subprime. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional.

Estados Unidos, y la cual tuvo sus repercusiones en todo el orbe causando una profunda crisis de liquidez que se reflejó en todos los mercados y en el caso específico de Colombia, se puede observar claramente el desbordado crecimiento que tuvo el riesgo país en dicho año, alcanzando su punto máximo en el mes de octubre donde el indicador fue de 7,41%, cuando apenas un año atrás se tuvieron tasas incluso menores al 1,00%.

Esto nos indica que el indicador EMBI en determinados momentos depende del contexto internacional, por lo que resulta clave analizar el entorno macro externo, para entender la evolución y dinámica del EMBI.

Continuando con el análisis del gráfico, después de que el EMBI alcanzará el punto más alto en octubre de 2008, cuando fue el peor momento de la crisis financiera²⁴, el indicador comenzó un descenso en la medida en que empezaban a generar efecto las medidas tomadas por las autoridades monetarias mundiales para estabilizar los mercados.

En el momento actual el EMBI se encuentra en niveles atractivos lo cual habla de la confianza inversionista que genera Colombia en los mercados internacionales gracias a políticas acertadas en el manejo macroeconómico del país.

²³ Según señala el Autor Paul Krugman en su libro “De Vuelta a la Economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008”, Grupo Editorial Norma, marzo 2009, hubo temblores financieros serios en la primera mitad de 2007 y la debilidad del mercado comenzaba a ser evidente ante una posible burbuja inmobiliaria. Capítulo 9 “LA SUMA DE TODOS LOS TEMORES”

²⁴ “En octubre de 2008 Wall Street se desangra. Es un goteo. El lunes un 3,5%, el martes algo más del 5%... Días grises que han desbordado el vaso y han dejado tras de sí la semana más negra de la historia de la Bolsa”. Claudia Pérez. 11/10/2008, www.elpais.com

Así, vemos como las condiciones macroeconómicas internacionales afectan de manera directa las tasas a las cuales las empresas colombianas pueden acceder a recursos financieros en los mercados internacionales, ya sea en forma de créditos o realizando colocaciones de bonos.

Este momento²⁵ se puede catalogar como propicio para realizar una operación de mercado tendiente a obtener refinanciación de la deuda en los mercados de capitales externos, teniendo en cuenta la confianza de los inversionistas internacionales ante el desempeño económico del país y el cual se refleja en el Riesgo País o EMBI, además de considerar cierta estabilidad de los mercados externos. “Las emisiones de deuda que Colombia ha realizado en los últimos años han sido bien recibidas por los inversionistas en el exterior²⁶”

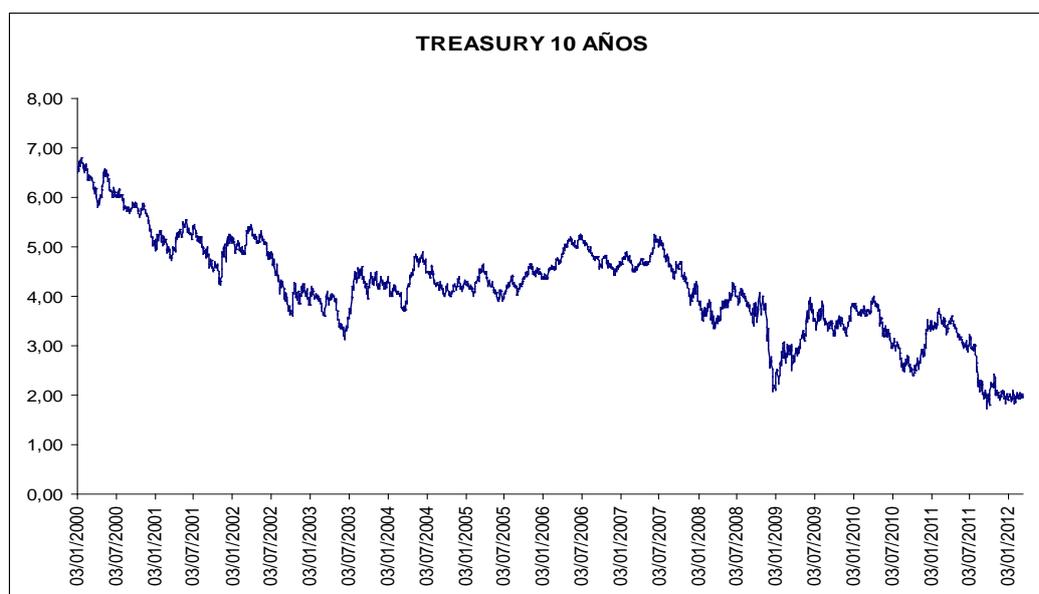
Bonos del Tesoro

Analizamos los bonos del tesoro de EEUU o Treasurys a 10 años, por cuanto su tasa constituye un valor de referencia para la colocación de los bonos de TGI, dado que las cotizaciones de mercado para una emisión de deuda están atadas a esta tasa de treasury a 10 años más unos puntos básicos. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento dicho indicador desde el año 2000 a la fecha

²⁵ Se hace referencia al primer trimestre del año 2012.

²⁶ www.portafolio.com Enero 11 de 2012, consultado el 5 de abril de 2012
http://www.portafolio.co/detalle_archivo/DR-32723

Gráfico 3 Comportamiento Treasury Bonds 10 años



Fuente: www.treasury.gov, consulta el 08 de marzo de 2012

Se observa claramente la tendencia bajista que ha venido presentando dicho indicador, encontrándose actualmente en los niveles mínimos de los últimos 10 años, en tasas cercanas al 2%, gracias a la política monetaria expansionista que ha implementado la Reserva Federal con el objeto de estimular la economía estadounidense.

La tasa que presentaba el Treasury a 10 años al momento de la emisión del bono de TGI en el año 2007 se encontraba en niveles cercanos al 5%. Las tasas actuales como vemos, se encuentran por debajo de este valor en cerca de 300 puntos básicos lo que indica una alta liquidez del mercado y manejo de menores tasas para financiación.

Teniendo en cuenta que la tasa a la cual se puede refinanciar la deuda de TGI esta correlacionada con el comportamiento del Treasury a 10 años, por cuanto sus nivel es un indicador de la liquidez y estabilidad de los mercados internacionales, este momento se presenta como muy interesante para la colocación de un nuevo bono, y obtener ahorros financieros con la emisión de nueva deuda.

Calificación de Riesgo de Colombia

“La calificación de riesgo de un país evalúa la capacidad de pago que los emisores de obligaciones tienen en un momento dado. Las calificaciones se ubican en una escala determinada según cada agencia calificadora de riesgo, que indican el nivel de riesgo correspondiente a cada obligación emitida”²⁷ “Es un indicador simplificado de la situación de un país, analizado en factores tales como el desempeño económico, riesgo político, indicadores de deuda, entre otros”²⁸

La calificación de riesgo representa para un país, el sello con el cual los inversionistas internacionales determinarán sus posibles inversiones en este país y su aversión al riesgo para adquirir desde títulos de deuda nacionales hasta bonos corporativos.

En la Tabla No. 2 se muestra la evolución de las calificaciones históricas para Colombia según Standard and Poors, una de las la agencia calificadoras más importantes del mercado

²⁷ Florencia montilla. Octubre de 2007. [www.zonaeconomica.com/riesgo país](http://www.zonaeconomica.com/riesgo-pais). Consultado el 7 de abril de 2012

²⁸ Federico Anzil. www.ecolink.com.ar/definición/riesgopais.shtml. Consultado el 7 de abril de 2012

Tabla 2 Evolución Calificación de Riesgo de Colombia

S&P	
16-Mar-11	BBB-
7-Jul-10	BB+ (+)
5-Mar-07	BB+
22-Feb-06	BB (+)
3-Nov-05	BB
14-Jul-03	BB
23-May-00	BB (-)
10-Apr-00	BB+ (-)
21-Sep-99	BB+
11-Jun-99	BBB- (-)
5-May-98	BBB-
7-Oct-97	BBB-
24-Aug-95	BBB- (+)
21-Sep-94	BBB- (+)
22-Jun-93	BBB-

Fuente: [www. blomberg.com](http://www.blomberg.com), consulta el 08 de marzo de 2012

Después de perder el grado de inversión en el año de 1999²⁹, Colombia alcanzó a estar dos escalones por debajo de este nivel en las escalas de evaluación de cada una de las calificadoras. Es hacia la segunda parte de la década pasada cuando las calificaciones empiezan a mejorar de la mano del crecimiento de la economía nacional, gracias a la mayor

²⁹ El 21 de septiembre de 1999, la calificadoradora Standard and Poors degrado la calificación de la deuda colombiana desde BBB- hasta BB+, perdiendo el grado de inversión.

seguridad e impulsado por el boom de las materias primas y atractivo de los países emergentes, para finalmente en el año 2011 recuperar el grado de inversión después de 12 años en cada una de las calificadoras.

La calificación de Colombia en los mercados internacionales como un país con grado de inversión han mejorado las perspectivas de las empresas colombianas en estos mercados, gracias a una mejor imagen del país que redundará en mayores facilidades para la financiación de las compañías nacionales y en una mejor valoración de ellas.

Sumado al grado de inversión alcanzado por el país, es importante tener en cuenta que los países emergentes constituyen uno de los grupos económicos que gozan de mayor prestigio y relevancia en la economía actual y son vistos como muy atractivos por los inversionistas internacionales para ejecutar inversiones en ellos. Dentro de estos países se destaca el caso de Colombia, cuyo comportamiento económico en los últimos años y sobre todo el potencial con que vislumbran el país, al que han llegado a incluir en grupos de países emergentes con alto potencial como los CIVETS.

“Su nombre corresponde a una analogía financiera que utiliza el HSBC para referirse a países emergentes que creen desempeñarán un papel importante en la década actual dentro del contexto económico internacional y que corresponden a Colombia, Indonesia, Vietnam, Egipto, Turquía y Sudáfrica, los cuales destacan por sus características similares: población joven y en crecimiento, bajos déficits fiscales, inflación controlada y una economía dinámica”.

(Semana, 2010)

Todas estas son condiciones que juegan a favor de una operación de refinanciación de la deuda, teniendo en cuenta que las condiciones actuales resultan mejores a las presentadas cinco años atrás, período en el cual la imagen de Colombia en el concierto económico mundial ha mejorado de manera notoria.

Situación Financiera de la Empresa

Calificación de la Deuda de TGI

Para cumplir con los estándares internacionales de calificación de títulos de deuda, la deuda de TGI fue calificada el 26 de julio de 2007 por las calificadoras de riesgo Fitch Ratings y Standard and Poors, quienes asignaron la calificación de BB, “destacando entre las fortalezas de la empresa, su estable y predecible flujo de caja y el monopolio natural en su mercado”.³⁰

Las calificaciones de riesgo son actualizadas cada año por cada una de estas calificadoras. En la Tablas No. 3 y No. 4 se muestra cada una de las calificaciones otorgadas por Fitch y Standard and Poors para la deuda de TGI, desde el año 2007 hasta la fecha:

Tabla 3 Evolución Calificación TGI Fitch Ratings

Fitch Ratings	
Fecha	Calificación
26 Jul. 07	BB
01 Dic. 08	BB
11 Feb. 10	BB
01 Ene.11	BB Estable

³⁰ Calificación deuda TGI Standard and Poors del 26 de julio de 2007.

01 Nov. 11 BB + Estable

Fuente: www.fitchratings.com, consulta 08 de marzo 2012**Tabla 4 Evolución Calificación TGI Standard and Poors**

Standard and Poors	
Fecha	Calificación
26 Jul. 07	BB
23 Feb. 09	BB
01 Jun. 10	BB Estable
21 Jun. 11	BB Estable

Fuente: www.standardandpoors.com, consulta 08 de marzo de 2012

En Noviembre de 2011, la calificadora de riesgo Fitch Ratings incrementó la calificación de riesgo de TGI desde BB hasta BB +, lo que pone a la compañía a un escalón de lograr el grado de inversión, calificación que la ubicaría en el radar de los grandes inversionistas internacionales, ampliando así su base de potenciales inversionistas interesados en adquirir títulos de deuda de la empresa a tasas de mercado más atractivas y rentables para la compañía.

Esto tiene un impacto favorable sobre los bonos por USD 750 millones emitidos en el mercado internacional de capitales con vencimiento en octubre de 2017 mejorando sus precios de mercado.

Fitch destaca como puntos primordiales para otorgar este ascenso de calificación aspectos como el moderado nivel de endeudamiento de TGI, su sólida generación de flujo de

caja, la entrada en operación de los proyectos de expansión y el apoyo continuo de su accionista mayoritario EEB (Empresa Energía de Bogotá S.A. ESP), para desarrollar con éxito su plan de expansión.

Además destaca el bajo perfil de riesgo de la compañía, teniendo en cuenta un flujo de caja estable y predecible que ha mejorado en el último año gracias a la entrada en operación de algunos de sus proyectos de expansión; su sólida posición de contratación, el mejoramiento de sus indicadores de deuda y su fuerte posición competitiva.³¹

FITCH Ratings resalta además la fuerte posición de liquidez de TGI luego de la capitalización efectuada en marzo de 2011 por parte de Citi Venture Capital Internacional (CVCI), el bajo riesgo de refinanciación, así como la indexación de aproximadamente el 60% de sus ingresos al dólar.

Esta mejora de la calificación a finales del año 2011 es otro aliciente para buscar la refinanciación de la deuda, dado que mejora la percepción de la compañía por parte de los inversionistas, lo cual se traduce en mejores tasas de mercado para una operación de manejo de deuda.

Finalmente y como un aspecto muy favorable y clave para la empresa, ante esta eventual emisión, Moody's otorgó en el mes de marzo la calificación de Baa3, equivalente al grado de inversión, lo cual impactó favorablemente la imagen de la empresa ante los inversionistas internacionales y mejoró su percepción para una operación de refinanciación exitosa.

³¹ Documento FITCH UPGRADES TRANSPORTADORA DE GAS INTERNACIONAL'S IDRS TO 'BB+'; OUTLOOK STABLE. Fitch Ratings-Chicago-03 November 2011

Desempeño financiero de la empresa

En la emisión de bonos realizada por TGI en el año 2007 quedaron establecidos dentro del Indenture (Contrato de obligaciones y derechos del emisor) la obligación de TGI de cumplir con ciertos indicadores de deuda para tener la flexibilidad de realizar proyectos de inversión o de adquirir endeudamiento adicional.

Estos indicadores, conocidos como los covenants, reflejan para los tenedores de bonos la evolución de la salud financiera de la empresa y les permiten determinar el análisis del riesgo de su inversión.

Los indicadores definidos fueron:

- "Relación Deuda Neta Consolidada con EBITDA Consolidado" deberá significar en cualquier fecha el Total de Endeudamiento Consolidado menos Efectivo No Restringido, Inversiones Temporales de Efectivo, a tal fecha, dividido por el EBITDA Consolidado para el periodo de cuatro trimestres fiscales consecutivos. Para cumplir con este covenant, el valor debe ser igual o inferior a 4.8".
- "Relación de Cobertura de Intereses Consolidado" deberá significar en cualquier fecha, el EBITDA consolidado para el periodo inmediatamente anterior de cuatro trimestres fiscales consecutivos divididos por el Gasto de Interés Consolidado, Neto. Este valor debe ser igual o superior a 1.7 para cumplir con el covenant."³²

³² TGI International LTD \$750.000.000, 9.5% Títulos Preferentes Con vencimiento en 2017, Escritura Indenture, 3 de octubre de 2017.

De esta forma, la evolución de estos indicadores constituyen puntos de referencia para el análisis de la empresa y su cumplimiento garantiza la salud financiera de la organización, para los tenedores de bonos y los inversionistas en general.

En la Tabla No. 5 se muestra el cálculo para cada año del indicador de apalancamiento:

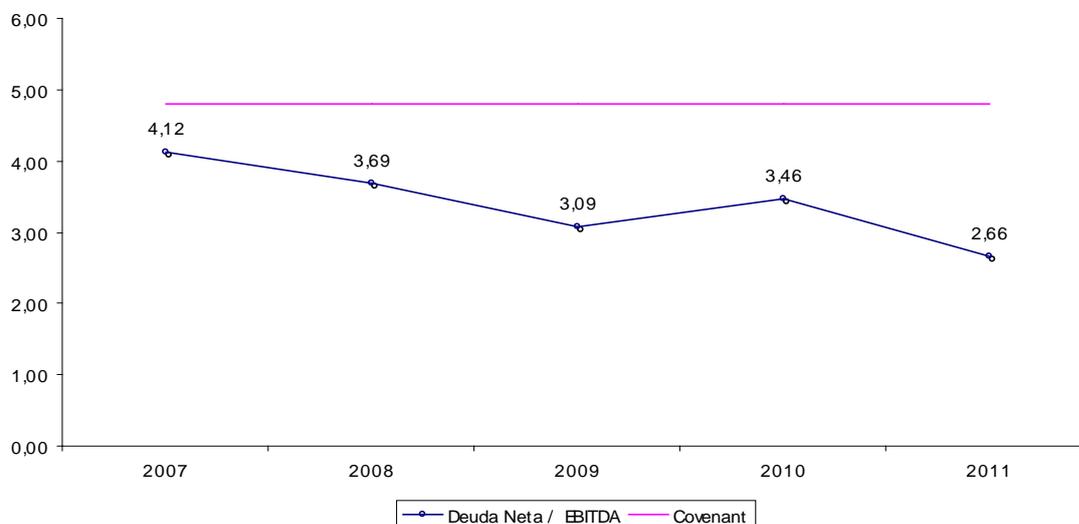
Tabla 5 Calculo indicador Deuda Neta/EBITDA

Indicador Deuda neta/EBITDA	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA	341.973	385.037	426.242	430.015	481.570
INVERSIONES TEMPORALES Y CAJA	111.538	269.766	225.886	136.332	352.623
FONDOS RESTRINGIDOS	7.997	9.029	8.226	7.945	7.847
DEUDA SENIOR (Saldo capital)	1.511.070	1.682.693	1.533.173	1.615.994	1.625.272
DEUDA NETA	1.407.529	1.421.956	1.315.513	1.487.607	1.280.496
Deuda Neta / EBITDA	4,12	3,69	3,09	3,46	2,66

Fuente: Estados Financieros TGI (2007, 2008, 2009, 2010,2011)

En el Gráfico No. 4 se observa el comportamiento del covenant de apalancamiento de la deuda, el cual ha tenido un comportamiento muy favorable, con una tendencia bajista y siempre por debajo del valor máximo establecido en el covenant de 4.8.

Gráfico 4 Evolución indicador Deuda Neta / EBITDA



Fuente: Estados Financieros TGI (2007, 2008, 2009, 2010,2011)

El descenso de este indicador es explicado principalmente por el incremento sostenido que ha tenido el EBITDA de la empresa y el descenso de la deuda neta explicado a su vez por los mayores recursos en inversiones temporales y caja y el menor saldo de la deuda financiera en pesos gracias a la revaluación del peso.

En la Tabla No. 6 se muestra el cálculo de cada año para el indicador de cobertura de intereses.

Tabla 6 Calculo indicador EBITDA/Gastos Financieros

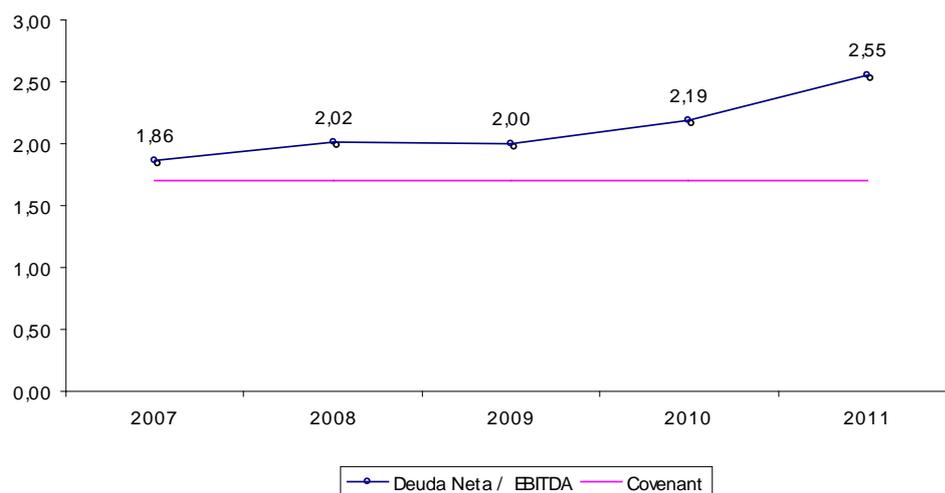
Indicador EBITDA / Gastos Financieros	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA	341.973	385.037	426.242	430.015	481.570
INTERESES	187.541	204.792	225.976	201.234	191.166
RENDIMIENTO DE TESORERIA	4.388	14.111	13.979	6.345	16.030
OTROS GASTOS FINANCIEROS	363	190	865	1.238	13.904
GASTOS FINANCIEROS NETOS	183.516	190.871	212.862	196.127	189.040
EBITDA/ Gastos Financieros	1,86	2,02	2,00	2,19	2,55

Fuente: Estados Financieros TGI (2007, 2008, 2009, 2010,2011)

En el Gráfico No. 5 se observa el comportamiento del indicador de cobertura de intereses, el cual desde el año 2007 se ha ubicado claramente por encima del mínimo requerido para el cumplimiento del covenant, establecido en 1.7.

El indicador ha presentado un crecimiento sostenido, gracias al incremento continuo del EBITDA de la compañía y al control de los gastos financieros.

Gráfico 5 Evolución Indicador EBITDA/Gastos Financieros



Fuente: Estados Financieros TGI (2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

El excelente comportamiento financiero de TGI en los últimos cinco años, en los cuales ha incrementado sólidamente sus ingresos y EBITDA y controlado eficientemente sus gastos, se han visto reflejados en el claro cumplimiento de los covenants, lo cual es un hecho que posiciona muy positivamente a la empresa ante los ojos de los inversionistas por lo cual supone que sumando a las excelentes condiciones de mercado, el actual corresponde a un momento muy propicio para llevar a cabo la refinanciación de la deuda.

Refinanciación de la deuda de TGI

Opciones de manejo de la deuda

TGI tiene la oportunidad de realizar una sustitución parcial o total de la deuda contratada bajo el crédito entre TGI y HOLLANDSCHE BANK-UNIE N.V (hoy ROYAL BANK OF SCOTLAND- RBS), el cual tiene las mismas características de la emisión de bonos de TGI International Limited (crédito espejo), por una estructura de deuda que mejoraría el perfil de la deuda aumentando su vida media y disminuiría los costos de financiación de TGI.

Las condiciones de la deuda contraída se muestran en la Tabla No 7.

Tabla 7 Condiciones de la Deuda Sénior

Monto:	USD \$ 750 millones
Amortización:	En una (1) cuota, pagadera el 3 de octubre de 2017 (bullet).
Interés:	Sobre los saldos adeudados un interés anual del 9,50% pagadero semestralmente.
Base de cálculo de intereses:	Actual /360

Fuente: TGI International Limited Indenture

Operación de Recompra de los Bonos

Analizadas las condiciones del mercado, según se explicó en el anterior capítulo y considerando la situación de la economía colombiana ante los ojos de los inversionistas internacionales, además del buen performance de la compañía, TGI decidió adelantar la operación de refinanciación de su deuda, la cual tenía prevista para el mes de octubre del presente año ante la alternativa de ejercer la opción call de los bonos, realizando una operación denominada cash tender en la cual realiza una oferta de recompra de los bonos a los inversionistas sumado al pago de una prima.

Así, el día 20 de marzo quedó efectiva la operación de recompra de los bonos en los mercados internacionales de capitales.

La operación se desarrolló de la siguiente forma: TGI anunció el 1 de marzo de 2012 una recompra de los bonos emitidos en 2007 por su monto total de USD 750.000.000, pagando

una prima del 9,321%, más la cancelación del principal más los intereses acumulados a la fecha. La operación de recompra se cerró el día 20 de marzo de 2012

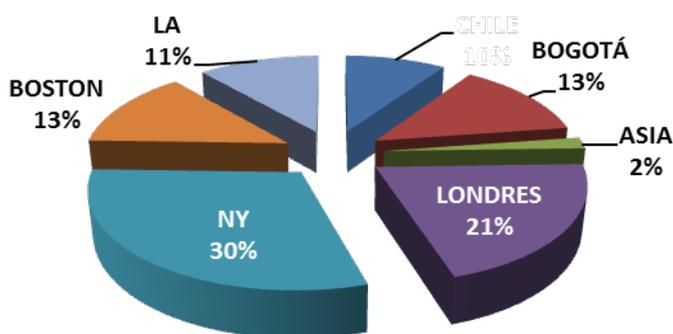
Realización de la Nueva Emisión de Bonos

Paralelamente a la recompra de bonos y con el fin de cumplir con el pago de los USD 750.000.000 recomprados, TGI estructuró una emisión de bonos con la cual se pagaría la recompra de los bonos emitidos en 2007. El estructurador de esta emisión fue la banca de inversión Credit Suisse y el Citigroup, quienes asesoraron a TGI en todo lo referente a la colocación de los bonos en los mercados financieros internacionales.

TGI en cabeza del Vicepresidente Financiero y el Director Financiero, realizó un Road Show³³, bajo la asesoría de las bancas de inversión, llevando a cabo un recorrido por las distintas capitales financieras del mundo para presentar la empresa a los potenciales inversionistas. Este recorrido incluyó ciudades como Bogotá, Santiago de Chile, Londres, New York, Madrid, Boston y Los Ángeles.

El total de inversionistas atendidos fueron más de 50 y se distribuyeron de la siguiente forma:

Gráfico 6 Ubicación Potenciales Inversionistas



³³

Ronda de visitas a potenciales inversionistas para presentar la empresa

Fuente: Citigroup – Credit Suisse

Resultados de la nueva Colocación de Bonos

Surtidas todas las etapas del proceso, finalmente el día 20 de marzo de 2012, TGI realizó una emisión por USD 750 millones en los mercados de capitales internacionales, en las siguientes condiciones:

Emisor:	Transportadora de Gas Internacional S.A. E.S.P.
Tipo:	Bonos sénior no garantizados
Monto:	USD 750.000.000
Calificación:	Baa3 (Moody's) / BB+ (Fitch) / BB (S&P)
Fecha de emisión:	Marzo 20, 2012
Fecha de vencimiento:	Marzo 20, 2022
Plazo:	10 años (call 5 años)
Cronograma de llamado:	De marzo 20, 2017 a Marzo 19, 2018.....102.850% De marzo 20, 2018 a Marzo 19, 2019.....101.900% De marzo 20, 2019 a Marzo 19, 2020.....100.950% De marzo 20, 2021 a Maduración.....100.000%
Cupón:	5,70% semianual cada 20 de marzo y 20 de septiembre
Precio de emisión:	100.00%
Formato / Ley:	144A / Reg-S / Ley de Nueva York
Listado:	Bolsa de Valores de Luxemburgo ³⁴

³⁴ Transportadora de Gas Internacional S.A. E.S.P.U.S.\$750,000,000; 5.700% SENIOR NOTES DUE 2022; INDENTURE
Dated as of March 20, 2012

El monto total demandado fue de USD 4,84 Billones (6,45 veces el monto ofrecido) correspondiente a 246 ordenes.

La indicación inicial no oficial del día 13 de marzo para la colocación fue del 6,00% nasv³⁵, mientras que la guía inicial del 14 de marzo 5,875% nasv que se ajustó por la demanda a 5,75% nasv y finalmente se estableció un Pricing del 5,70% nasv (8), que correspondió a la tasa de la emisión.

“La tasa de cierre de la nueva emisión fue de 5,70% la cual es históricamente baja para un emisor corporativo colombiano, encontrándose solo 343 puntos básicos por encima de la referencia de los Tesoros de Estados Unidos y 242 puntos básicos, arriba de la referencia más cercana de los bonos soberanos de Colombia³⁶,”

En la Tabla No. 8 se muestra las condiciones de colocaciones similares de bonos en los mercados internacionales de algunas importantes empresas que operan en Colombia

Tabla 8 Condiciones de Colocaciones de Bonos en los Mercados Internacionales

Empresa	Fecha de Emisión	Fecha Vencimiento	Tasa
ECOPETROL	7/23/2009	7/23/2019	7,625%
EPM	7/29/2009	7/29/2019	7,625%
Pacific Rubiales	12/12/2011	12/12/2021	7,250%

³⁵ Nominal anual semestre vencido

³⁶ Comunicado de prensa de TGI del 15 de marzo de 2012

EEB

11/10/2011 11/10/2021

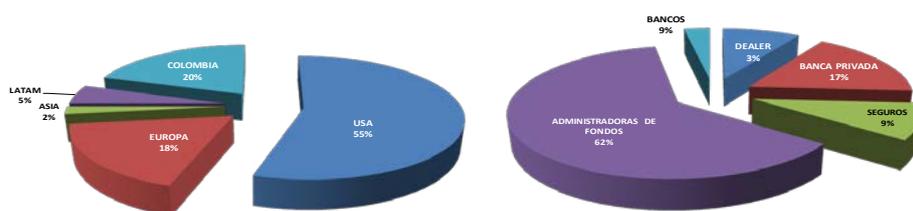
6,125%

Fuente: Información Citi – Daily Level updates for TGI.

La tasa de la emisión de bonos de TGI se encuentra por debajo de colocaciones similares, algunas incluso realizadas en este último semestre como el caso de la colocación de Pacific Rubiales y la Empresa de Energía de Bogotá, lo que muestra de las bondades de la operación de refinanciación de la deuda realizada por la Transportadora de Gas Internacional.

La distribución de la colocación según el país de origen de los inversionistas se muestra en el Gráfico No. 7.

Gráfico 7 Distribución de la Colocación por Región y tipo de Inversionista



Fuente: Citigroup – Credit Suisse.

La emisión fue absorbida principalmente por inversionistas de Estados Unidos, quienes compraron más de la mitad de la emisión, correspondiente a un 52%, seguido por inversionistas de países latinoamericanos con un 25% y Europeos con un 22%. Una pequeña parte fue demandada por inversionistas de Asia (1%).

En cuanto a la colocación de la emisión por tipo de inversionista, esta fue comprada principalmente por administradoras de fondos, quienes se hicieron a un 62% de la emisión seguido, por la banca, empresas de seguros y dealers.

Análisis financiero de la operación

A continuación se muestra el análisis financiero de esta operación de refinanciación y el cálculo del valor presente neto.

Calculo del Valor presente del Bono con vencimiento a 2017.

Se calcula el valor presente al 20 de marzo de 2012 de los flujos de los intereses del bono con vencimiento a 2017. No se utiliza el valor de la amortización en ninguno de los cálculos por cuanto su valor es el mismo para cada caso, por lo que su efecto se anula al no generar ninguna diferencia. En la Tabla No. 9 se muestran las condiciones del cálculo:

Tabla 9 Condiciones Calculo VPN Bono Emitido en el Año 2007

Monto	USD 750.000.000
Tasa	9,50%
Fecha de valoración	20-03-12
Ultimo cupón	03-10-11
Vencimiento	03-10-17
Base cálculo intereses	Actual / 360
Tasa impuestos	33%

Fuente: Vicepresidencia Financiera TGI

En la Tabla No. 11 se calcula el VPN del bono emitido en el año 2007, teniendo en cuenta sus pagos de cupones semestrales, utilizando las curvas cero cupón³⁷ en USD para el día 20 de marzo de 2012, fecha en la cual se realizó la operación de manejo de deuda., como factor de descuento para obtener los valores presentes de cada flujo.

³⁷ Curva construida con los tipos de interés para diferentes plazos

Los valores de la curva cero cupón en USD, para el día 20 de marzo de 2012, se muestran en la Tabla No. 10

Tabla 10 Factores Curva Cero Cupón en USD

Plazo	Plazo	Años	Factor
ODY	20-mar-12	0,00	1,0000000
1 DY	21-mar-12	0,00	0,9834214
2 DY	22-mar-12	0,01	0,9671175
1 WK	28-mar-12	0,02	0,9999630
2 WK	04-abr-12	0,04	0,9999170
1 MO	20-abr-12	0,08	0,9997850
3 MO	20-jun-12	0,25	0,9987900
6 MO	20-sep-12	0,50	0,9976030
9 MO	20-dic-12	0,75	0,9962860
1 YR	20-mar-13	1,00	0,9948220
15 MO	20-jun-13	1,25	0,9932150
18 MO	20-sep-13	1,50	0,9914030
21 MO	20-dic-13	1,75	0,9893530
2 YR	20-mar-14	2,00	0,9870150
27 MO	20-jun-14	2,25	0,9843920
30 MO	20-sep-14	2,50	0,9780750
33 MO	20-dic-14	2,75	0,9742680
3 YR	20-mar-15	3,00	0,9700110
4 YR	20-mar-16	4,00	0,9553190
5 YR	20-mar-17	5,00	0,9305510
6 YR	20-mar-18	6,00	0,9016630
7 YR	20-mar-19	7,00	0,8704550
8 YR	20-mar-20	8,00	0,8400220
9 YR	20-mar-21	9,00	0,8087440
10 YR	20-mar-22	10,00	0,7784220
11 YR	20-mar-23	11,00	0,7502280
12 YR	20-mar-24	12,00	0,7198100
15 YR	20-mar-27	15,00	0,6396650
20 YR	20-mar-32	20,00	0,5322490
25 YR	20-mar-37	25,00	0,4456890
30 YR	20-mar-42	30,00	0,3740800
40 YR	20-mar-52	40,00	0,2742760
50 YR	20-mar-62	50,00	0,207395

Fuente:.bloomberg

Utilizando los valores de ajuste correspondientes a cada plazo y aplicando una interpolación se obtiene el factor de descuento a aplicar a cada plazo con el objeto de obtener el valor presente de cada flujo.

Las fórmulas utilizadas en el cálculo del valor presente tanto del flujo de los intereses del bono, como del flujo del ahorro en impuestos es la siguiente:

$$VP = \sum_{t=1} \text{Flujo} * \text{Factor}$$

$$N = \# \text{ días período} / 360$$

$$N \text{ ACUMULADO}_t = N_t + N \text{ ACUMULADO}_{t-1}$$

$$\text{INTERESES} = \text{Monto} * \text{Tasa} * N$$

FACTOR: Corresponde al factor de ajuste según la curva cero cupón.

$$VP \text{ (Valor Presente)}: \text{Flujo} * \text{Factor}$$

$$\text{AHORRO IMPUESTOS}: \text{Flujo} * 33\%$$

$$VP \text{ AHORRO IMPUESTOS}: \text{Ahorro Impuestos} * \text{Factor}$$

Tabla 11 VPN del Bono Emitido en el Año 2007 y Ahorro Tributario

PERÍODO	FECHA	N	N ACUMULADO	INTERESES	FLUJO	FACTOR	VP	AHORRO IMPUESTOS	VP AHORRO IMPUESTOS
0	20-03-12			-	-	-	-	-	-
1	03-04-12	0,04	0,04	35.625.000	35.625.000	0,99992	35.622.305	11.756.250	11.755.361
2	03-10-12	0,50	0,54	35.625.000	35.625.000	0,99742	35.533.094	11.756.250	11.725.921
3	03-04-13	0,50	1,04	35.625.000	35.625.000	0,99459	35.432.099	11.756.250	11.692.593
4	03-10-13	0,50	1,54	35.625.000	35.625.000	0,99112	35.308.682	11.756.250	11.651.865
5	03-04-14	0,50	2,04	35.625.000	35.625.000	0,98663	35.148.688	11.756.250	11.599.067
6	03-10-14	0,50	2,54	35.625.000	35.625.000	0,97755	34.825.168	11.756.250	11.492.305
7	03-04-15	0,50	3,04	35.625.000	35.625.000	0,96949	34.538.092	11.756.250	11.397.570
8	03-10-15	0,50	3,54	35.625.000	35.625.000	0,96238	34.284.780	11.756.250	11.313.977
9	03-04-16	0,50	4,04	35.625.000	35.625.000	0,95446	34.002.689	11.756.250	11.220.887
10	03-10-16	0,50	4,54	35.625.000	35.625.000	0,94257	33.578.879	11.756.250	11.081.030
11	03-04-17	0,50	5,04	35.625.000	35.625.000	0,92952	33.114.293	11.756.250	10.927.717
12	03-10-17	0,50	5,54	35.625.000	35.625.000	0,91550	32.614.536	11.756.250	10.762.797
VP							414.003.306		136.621.091

Fuente: Cálculos propios

El valor presente neto de los pagos de interés de la deuda de acuerdo a las condiciones originales del bono es de USD 414.003.306 al 20 de marzo de 2012. Igualmente se detalla el beneficio tributario, correspondiente al menor pago de impuestos generado por el endeudamiento. Este beneficio tributario es de USD 136.621.091.

Cálculo del valor presente neto de la nueva emisión

Teniendo en cuenta las condiciones del mercado antes mencionadas TGI realizó una recompra anticipada de bonos (se denomina un Cash Tender) al precio en el cual esta transando en el mercado más una prima de recompra y realizó una nueva emisión de bonos para pagar la recompra anticipada de los títulos ya existentes.

Para analizar el beneficio de esta operación para TGI, se calcula el ahorro generado por la nueva emisión frente al VPN de los flujos del bono actual al vencimiento.

En la Tabla No. 12 se detallan las condiciones de la nueva emisión y el pago de la prima de recompra

Tabla 12 Condiciones Nueva Emisión de Bonos

Monto:	USD \$ 750 millones
Amortización:	10 años (bullet).Una cuota pagadera el 20 de marzo de 2022
Interés:	5,70% nominal pagadero semestralmente
Base de cálculo de intereses:	Actual /360

Prima de recompra 109,25%

Fuente: Vicepresidencia Financiera TGI

En la Tabla No. 13 se observan las condiciones para el cálculo del VPN de la nueva emisión:

Tabla 13 Condiciones Calculo VPN Nueva Emisión de Bonos

Monto	USD 750.000.000
Tasa Actual	9,50%
Tasa recompra	5,70%
Prima recompra tender	109,25%
Ultimo cupón anterior emisión	03-10-11
Vencimiento	03-10-17
Base cálculo intereses	Actual / 360
Tasa impuestos	33%

Fuente: Vicepresidencia Financiera TGI

En la Tabla No. 14 se muestran los cálculos realizados para obtener el valor presente neto de la nueva emisión:

Tabla 14 Valor Presente Neto de la Nueva Emisión

PERÍODO	FECHA	N	N ACUMULADO	PAGO PRIMA	INTERESES BONO VIEJO	COMISION COLOCACION	INTERESES BONO NUEVO	FLUJO	FACTOR	VP
0	20-03-12	0,00	0,00	69.348.600	33.052.083	1.125.000	-	103.525.683	1,00000	103.525.683
1	20-09-12	0,50	0,54	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,99760	21.323.764
2	20-03-13	0,50	1,04	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,99482	21.264.320
3	20-09-13	0,50	1,54	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,99140	21.191.239
4	20-03-14	0,50	2,04	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,98702	21.097.446
5	20-09-14	0,50	2,54	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,97808	20.906.353
6	20-03-15	0,50	3,04	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,97001	20.733.985
7	20-09-15	0,50	3,54	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,96290	20.582.061
8	20-03-16	0,50	4,04	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,95532	20.419.944
9	20-09-16	0,50	4,54	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,94345	20.166.279
10	20-03-17	0,50	5,04	-	-	-	21.375.000	21.375.000	0,93055	19.890.528
11	03-10-17	0,54	5,57	-	-	-	22.918.750	22.918.750	0,91550	20.982.018
VP										332.083.620

Fuente: Cálculos propios

En la Tabla No. 15 se muestra el cálculo para obtener el valor presente neto del ahorro tributario:

Tabla 15 Valor Presente Neto Ahorro Tributario Nueva Emisión

PERÍODO	FECHA	FLUJO	FACTOR	AHORRO IMPUESTOS	VP AHORRO IMPUESTOS
0	20-03-12	103.525.683	1,00000	34.163.476	34.163.476
1	20-09-12	21.375.000	0,99760	7.053.750	7.036.842
2	20-03-13	21.375.000	0,99482	7.053.750	7.017.226
3	20-09-13	21.375.000	0,99140	7.053.750	6.993.109
4	20-03-14	21.375.000	0,98702	7.053.750	6.962.157
5	20-09-14	21.375.000	0,97808	7.053.750	6.899.097
6	20-03-15	21.375.000	0,97001	7.053.750	6.842.215
7	20-09-15	21.375.000	0,96290	7.053.750	6.792.080
8	20-03-16	21.375.000	0,95532	7.053.750	6.738.581
9	20-09-16	21.375.000	0,94345	7.053.750	6.654.872
10	20-03-17	21.375.000	0,93055	7.053.750	6.563.874
11	03-10-17	22.918.750	0,91550	7.563.188	6.924.066
VP					109.587.595

Fuente: Cálculos propios

En la tabla No. 16 se muestra una comparación en valor presente de continuar con la estructura actual del endeudamiento y el cash tender.

Tabla 16 Comparación en Valor Presente del Endeudamiento Actual Vs el Cash Tender

Estructura de deuda Actual Cash Tender 2011

VPN 414.003.306

332.083.820

De esta forma, TGI obtiene con la refinanciación de su deuda una ganancia en valor presente neto antes del efecto tributario de USD 81.919.686.

Considerando el efecto tributario la ganancia neta de la operación fue de USD 54.886.190.

En la tabla No. 17 se observa el impacto incluyendo el efecto tributario

Tabla 17 Impacto Incluyendo el Efecto Tributario

	Estructura de deuda Actual	Cash Tender 2011	Impacto económico
VPN	414.003.306	332.083.620	-81,819.686
Beneficio tributario	-136.621.091	-109,587.595	27.033.496
Total ahorro VPN:			-54.886.190

Fuente: Cálculos propios

Sustitución de la deuda al momento del call del Bono

Como se mencionó, el call del bono inicia en octubre de 2012 con un precio de recompra de 104,75%. En razón a que es muy difícil realizar una proyección de tasa a la cual TGI podría refinanciar su deuda en octubre del 2012, se debe realizar un análisis de punto de equilibrio que determine la tasa máxima a la cual debería emitirse el bono en octubre de 2012 de tal forma que el VPN sea igual a realizar el cash tender, este análisis se realiza de la misma

forma de cálculo de una tasa swap que iguale los flujos en valor presente de emitir los bonos en octubre de 2012 con los flujos de realizar el cash tender a la tasa 5,70%.

Las siguientes son las condiciones del cálculo:

Tabla 18 Condiciones Calculo VPN Call

Monto	USD 750.000.000
Tasa Actual	9,50%
Tasa call	6,27%
Precio call	104,75%
Ultimo cupón	03-10-11
Vencimiento	03-10-17

Fuente: Vicepresidencia Financiera TGI

En la Tabla No. 19 se muestra el cálculo del VPN de los flujos que se obtienen si se realiza el call en octubre de acuerdo a la tasa de indiferencia obtenida.

Tabla 19 Calculo del VPN al Realizar el Call

PERÍODO	FECHA	N	NACUM	PREPAGO	COMISION COLOCACION	INTERESES	FLUJO	FACTOR	VP
0	20-03-12					-	-	1,00000	-
1	03-04-12	0,04	0,04	-		33.625.000	33.625.000	0,99992	33.622.456
2	03-10-12	0,50	0,54	35.625.000	1.125.000	35.625.000	72.375.000	0,99742	72.188.285
3	03-04-13	0,50	1,04	-		23.511.800	23.511.800	0,99459	23.384.489
4	03-10-13	0,50	1,54	-		23.511.800	23.511.800	0,99112	23.303.036
5	03-04-14	0,50	2,04	-		23.511.800	23.511.800	0,98663	23.197.443
6	03-10-14	0,50	2,54	-		23.511.800	23.511.800	0,97755	22.983.926
7	03-04-15	0,50	3,04	-		23.511.800	23.511.800	0,96949	22.794.462
8	03-10-15	0,50	3,54	-		23.511.800	23.511.800	0,96238	22.627.281
9	03-04-16	0,50	4,04	-		23.511.800	23.511.800	0,95446	22.441.106
10	03-10-16	0,50	4,54	-		23.511.800	23.511.800	0,94257	22.161.400
11	03-04-17	0,50	5,04	-		23.511.800	23.511.800	0,92952	21.854.783
12	03-10-17	0,50	5,54	-		23.511.800	23.511.800	0,91550	21.524.953
VP									332.083.620

Fuente: Cálculos propios

El ejercicio da como resultado una tasa de indiferencia de 6,27% en 2012, es decir, que si TGI decide esperarse al call en 2012 debería obtener una tasa de emisión máxima de 6,27% para obtener los mismos beneficios de realizar el cash tender hoy.

En razón a que las condiciones del mercado son tan inciertas se considera recomendable aprovechar el buen momento de tasas por el cual está pasando la economía actualmente ya que nada garantiza que TGI pueda realizar la sustitución de deuda en 2012 en unas condiciones tan favorables como las que existen en este momento.

Beneficios de la refinanciación de la deuda

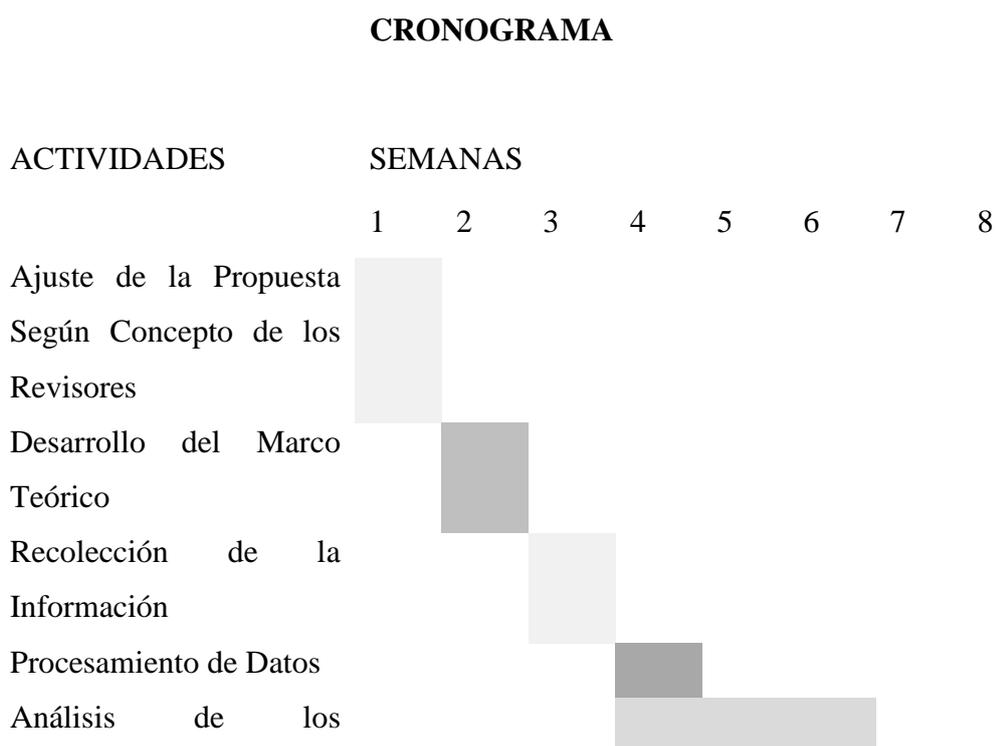
La refinanciación de la deuda por parte de la Transportadora de Gas Internacional en los mercados de capitales internacionales le permitirá a la compañía obtener los siguientes beneficios:

- Mejorar su estructura financiera al modificar el perfil de la deuda, con un aumento de la vida media de esta, y una reducción importante de la tasa de interés.
- Incrementar el flujo de caja de la empresa, al disminuir el monto anual pagado por concepto de intereses; lo cual le permitirá a la empresa incrementar sus utilidades y sus indicadores de rentabilidad, así como la disponibilidad de caja para utilizar en nuevos proyectos de inversión.
- Disminuir el costo de capital de la empresa, redundando en una valorización de la empresa, y ampliando el margen de maniobra para la participación de nuevos proyectos, gracias a un mejor WACC.

- Mejora la imagen de la compañía ante las entidades financieras teniendo en cuenta la exitosa tasa obtenida en la nueva colocación la cual es una de las tasas más bajas históricamente alcanzada por un corporativo colombiano en los mercados de capitales internacionales.
- Se obtuvo una menor tasa promedio de financiamiento ponderada del total del portafolio de pasivos de la empresa la cual pasó de 8,57% E.A a 5,93% E.A (reducción del 30%).
- Reducir en USD 28.5 millones de dólares los pagos anuales por intereses de la deuda senior.
- Adicional a los beneficios económicos expuestos, el perfil de la deuda de TGI también mejoró significativamente aumentando la vida media del portafolio de pasivos de TGI de 7,36 años a 10,38 años y aumentando la duración de 5,83 años a 8,26 años.

Cronograma de Actividades

Tabla 20 Cronograma de Actividades



Resultados
Informe Final



Presupuesto

Tabla 21 Presupuesto

PRESUPUESTO

ITEM	VALOR
Honorarios de los Investigadores	\$ 6.700.000
Libros, Revistas	\$ 130.000
Refrigerios	\$ 80.000
Computador, Internet, Impresiones	\$ 1.670.000
Viáticos (Bogotá-B/manga)	\$ 600.000
Transporte	\$ 70.000
Total	\$ 9.250.000

Conclusiones

- Utilizar los mercados de capitales internacionales como herramienta para acceder a recursos de financiación, constituye una alternativa rentable para las grandes empresas colombianas, que deseen mejorar su estructura de capital.
- Interpretar y monitorear adecuadamente las tendencias de los mercados financieros, permite establecer los momentos mas adecuados para llevar a cabo operaciones de manejo de deuda tendientes a mejorar las tasas de endeudamiento y acceder a recursos financieros en montos importantes y a bajo costo.

- Teniendo en cuenta la tendencia devaluacioncita del dólar en el mediano y largo plazo, considerar la alternativa del endeudamiento en dólares, ofrece ventajas bajo esta perspectiva que se reflejan en menores saldos de la deuda en pesos y ahorros en pagos de intereses y/o capital.
- La mejora de los indicadores económicos y financieros de Colombia, reflejados en índices como el EMBI o la calificación de riesgo país, ofrecen un panorama favorable para utilizar los mercados internacionales de capitales en operaciones como la realizada por TGI.
- Existe gran apetito de los inversionistas internacionales por adquirir títulos de deuda corporativos colombianos, tal como quedo demostrado con la demanda presentada sobre los bonos de TGI.
- La ejecución de esta operación de manejo de deuda, le significa a la empresa una importante disminución de sus obligaciones financieras, lo que le permitirá mejorar su flujo de caja, aumentando la valoración de la compañía.

Recomendaciones

- TGI deberá propender por seguir mejorando sus indicadores financieros y fin de que se reflejen en mejoras de las calificaciones de la deuda, que le permitan mantener la imagen ante los inversionistas como una empresa rentable, y de bajo riesgo, para facilitar la realización de este tipo de operaciones en el futuro, que le permitan seguir mejorando su estructura financiera.

- El gran momento que vive actualmente Colombia, ante los ojos de los inversionistas internacionales, representa una gran oportunidad para que las empresas colombianas recurran a los mercados de capitales externos a buscar financiación a tasas atractivas.

Referencias

Anzil Federico (4 de 4 de 2012). www.ecolink.com.ar/definicion/riesgopais.shtml.

Recuperado el 4 de abril de 2012

Buleje, L. R. (2007). Quinto Encuentro Internacional Sobre Globalización Financiera. *Mercado de Capitales y Financiamiento del Desarrollo en Países Emergente.El Caso Peruano*. España.

Calvo, J. M. (11 de 12 de 2011). Recuperado el 25 de 7 de 2011, de buenastareas: <http://www.buenastareas.com/ensayos/Economia-Monetaria/3266447.html>

Diario Oficial. AÑO CXLIII. N. 46638. 24, MAYO, 2007. PAG. 48. El Ministro de Hacienda y Crédito Público, Viceministro de Desarrollo Empresarial Encargado de las Funciones del Despacho del Ministro de Comercio, Industria y Turismo, Directora Departamento Nacional de Planeación.

Estados Financieros de la transportadora de gas internacional (TGI) por el período comprendido entre el 16 de febrero de 2007 (fecha de su constitución) y el 31 de Diciembre

de 2007 e Informe del Revisor Fiscal. Jhon Jairo Lache Chacón, Revisor Fiscal , 18 de febrero de 2008

Gallo Machado, G. (26 de 5 de 2011). *El Colombiano*. Recuperado el 23 de 7 de 2011, de [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/C/con_us\\$1000_millones_uno_compra_lo_que_quiere/con_us\\$1000_millones_uno_compra_lo_que_quiere.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/C/con_us$1000_millones_uno_compra_lo_que_quiere/con_us$1000_millones_uno_compra_lo_que_quiere.asp)

González Juan Felipe, Informe Inversionistas TGI 2007. Publicado el día 8 de mayo en Bogotá. Empresa de Energía de Bogotá, Oficina de Atención al Inversionista.

Gómez Francisco (2012). [www. portafolio.com](http://www.portafolio.com), 4 de abril de 2012. Recuperado el 4 de abril de 2012

Informe anual para inversionistas TGI 2009. Emisión abril de 2010. Autores TGI y EEB.

Informe anual para inversionistas TGI 2011. Emisión marzo de 2012. Autores TGI y EEB

Informe de Gestión Sostenible TGI 2010, elaborado bajo metodología GRI. 30 de marzo de 2011. TGI y BCD Consulting.

Informe de Gestión sostenible TGI 2010 elaborado bajo metodología GRI. 30 de marzo de 2012. Autor: TGI, Revisión Deloitte and Touch.

Krugman Paul (2009) “*De Vuelta a la Economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008*”, Grupo Editorial Norma,

La República (1999) Diccionario Bursátil y Financiero. Editorial El Globo S.A 1999

Montilla Florencia (2007). [www.zonaeconomica.com/riesgo país](http://www.zonaeconomica.com/riesgo_pais). Consultado el 7 de abril de 2012

News, B. (28 de 9 de 2007). *Business News America*. Recuperado el 14 de 2 de 2012, de http://www.bnamericas.com/news/petroleoygas/TGI_coloca_US*750mn_en_bonos

Offering Memorandum. TGI International Ltd. Unconditionally and Irrevocably Guaranteed by Transportadora de Gas del Interior S.A. E.S.P. September 26, 2007

Pérez Claudia. (2008), www.elpais.com. Recuperado el 04 de Abril de 2012

Rojas-Suarez, L. (1 de 3 de 2004). *El Tiempo*. Recuperado el 25 de 7 de 2011, de <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1547884>

Soriano Salinas, A. (2008). *Red Centroamericana de Microfinanzas*. Recuperado el 23 de 7 de 2011, de http://www.redcamif.org/uploads/tx_rtgfiles/LasMicrofinanzasyelMercadodeValores-esp-.pdf

Soros George (2008). *El nuevo paradigma de los mercados financieros*, Editorial Taurus.

Stallings, B., & Studart, R. (2006). *Finance for Development. Latin America in Comparative Perspective*. Santiago de Chile: Naciones Unidas.

www.leiod.com.ar/diccionario/Opcion-de-compra.html. Recuperado el día 18 de abril de 2012.

[www. standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Recuperado el dia 9 de abril de 2012

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS
RESUMEN ANALÍTICO DE LA INVESTIGACIÓN**

13	RESUMEN O CONTENIDO	<p>El proyecto analiza la operación de refinanciación de la deuda de la Transportadora de Gas Internacional en los mercados de capitales internacionales, detallando los antecedentes de la deuda, el comportamiento del mercado y el desempeño financiero de la empresa.</p> <p>Las emisiones de bonos resultan una importante opción para las empresas que deseen mejorar su estructura de capital, logrando tasas atractivas que le permiten disminuir sus costos de financiamiento.</p> <p>Para llevar a cabo este estudio se analizaron los mercados de capitales internacionales, su estructura y comportamiento, por medio del estudio de libros y artículos de autores importantes y de referencia mundial en el tema. Se buscó información de la actualidad de los mercados de capitales en portales de internet, revistas especializadas y libros de referentes del tema.</p> <p>Aprovechando las buenas condiciones presentadas por los mercados financieros externos, sumados al buen desempeño de la economía nacional en los últimos años, lo cual ha ubicado a Colombia en el radar de los inversionistas extranjeros y teniendo en cuenta el buen performance operacional y financiero de la compañía, TGI estructuró una operación de manejo de deuda en el primer trimestre de 2012, consistente en la recompra de sus bonos emitidos en el año 2007, a una tasa del 9.50% nominal semestre vencido con vencimiento a 10 años por USD 750 millones y realizó una nueva emisión de títulos por el mismo monto a una tasa del 5.70% nominal semestre vencido y vencimiento de 10 años, logrando importantes ahorros en el pago anual de intereses y disminuyendo de manera representativa su costo de financiamiento y su WACC.</p>
14	METODOLOGIA	<p>Para llevar a cabo este estudio se analizaron los mercados de capitales internacionales, su estructura y comportamiento, por medio del estudio de libros y artículos de autores importantes y de referencia mundial en el tema. Se entrevistó igualmente a los Directivos de la organización, como el Vicepresidente Financiero y el Director Financiero, con el objeto de conocer detalles de la operación de refinanciación ejecutada por TGI. Se buscó información de la actualidad de los mercados de capitales en portales de internet, revistas especializadas y libros de referentes del tema; así como entrevistas con directivos de la compañía.</p> <p>Además, se utilizaron bases de datos como Bloomberg para tener información actualizada acerca de los datos de los mercados financieros</p>
15	CONCLUSIONES	<ul style="list-style-type: none"> • Utilizar los mercados de capitales internacionales como herramienta para acceder a recursos de financiación, constituye una alternativa rentable para las grandes empresas colombianas, que deseen mejorar su estructura de capital. • Interpretar y monitorear adecuadamente las tendencias de los mercados financieros, permite establecer los momentos mas adecuados para llevar a cabo operaciones de manejo de deuda tendientes a mejorar las tasas de endeudamiento y acceder a recursos financieros en montos importantes y a bajo costo. • Teniendo en cuenta la tendencia devaluacionista del dólar en el mediano y largo plazo, considerar la alternativa del endeudamiento en dólares, ofrece ventajas bajo esta perspectiva que se reflejan en menores saldos de la deuda en pesos y ahorros en pagos de intereses y/o capital. • La mejora de los indicadores económicos y financieros de Colombia, reflejados en índices como el EMBI o la calificación de riesgo país, ofrecen un panorama favorable para utilizar los mercados internacionales de capitales en operaciones como la realizada por TGI. • Existe gran apetito de los inversionistas internacionales por adquirir títulos de deuda corporativos colombianos, tal como quedo demostrado con la demanda presentada sobre los bonos de TGI. • La ejecución de esta operación de manejo de deuda, le significa a la empresa una importante disminución de sus obligaciones financieras, lo que le permitirá mejorar su flujo de caja, aumentando la valoración de la compañía.
16	RECOMENDACIONES	<ul style="list-style-type: none"> • TGI deberá propender por seguir mejorando sus indicadores financieros y fin de que se reflejen en mejoras de las calificaciones de la deuda, que le permitan mantener la imagen ante los inversionistas como una empresa rentable, y de bajo riesgo, para facilitar la realización de este tipo de operaciones en el futuro, que le permitan seguir mejorando su estructura financiera. • El gran momento que vive actualmente Colombia, ante los ojos de los inversionistas internacionales, representa una gran oportunidad para que las empresas colombianas recurran a los mercados de capitales externos a buscar financiación a tasas atractivas.
*	CODIGO DE LA BIBLIOTECA	