



Respuestas Ministerio de Hacienda y Crédito Público Proposición No 31 “Venta de ISAGEN”

1. ¿Por qué la decisión del Gobierno de vender ISAGEN?

Porque es el momento de aprovechar el buen precio que se pagará por ISAGEN para destinarlo a invertirlo en un activo que brinde más retorno económico y social como la infraestructura (el cual además presenta un gran rezago, y es un prerrequisito para aumentar la competitividad del país).

El Gobierno ha realizado un importante esfuerzo por destinar montos crecientes, tanto en términos nominales como del PIB, para la inversión en el país. Sin embargo, a pesar de esta situación y del incremento de la inversión, el país aún presenta serias deficiencias en su infraestructura. La superación de este cuello de botella en el desarrollo no puede continuar siendo postergada de manera indefinida e implica la destinación de recursos adicionales. Así mismo, es importante precisar que el Gobierno Nacional Central (GNC) continuará generando déficits durante los próximos diez años, por lo que es impreciso hablar de superávits disponibles para inversión, al menos desde el punto de vista del GNC.

De acuerdo con el último reporte “*Global Competitiveness Report del World Economic Forum*”, la infraestructura de los países de América Latina recibe una calificación de 3.6, en una escala de 1 a 7, donde 1 es peor y 7 es mejor. De manera más específica, Colombia ocupa el lugar 108 entre 144 en términos de infraestructura, lo cual denota el serio atraso del país en esta materia. Así mismo, el reporte señala la importancia de la infraestructura en la reducción de costos y la mejora de la competitividad del país, razón por la cual es posible señalar que la capacidad del país para competir a futuro en mercados globales se encuentra en directa relación con las mejoras que se puedan lograr en la expansión y mejora de la calidad de la infraestructura.

En este sentido, se estima que los países de América Latina destinan como promedio el 2,5% del PIB en recursos de infraestructura, cifra que alcanzó en 2012 el 3% del PIB en Colombia. Si esta tasa de inversión se duplicara, la tasa de crecimiento económico de largo plazo se podría acelerar en alrededor de 2 puntos del PIB (Calderón y Servén 2010)¹.

Tomando estos elementos de análisis, entonces es posible señalar que a pesar del hecho que en el mediano plazo el país continuará destinando cada vez más recursos para la inversión, en el marco de una política de sostenibilidad y responsabilidad fiscal, el esfuerzo requerido para asegurar el desarrollo dinámico de la economía es aún mayor.

Así, la venta de la participación del Estado en ISAGEN S.A. E.S.P. (“ISAGEN”), una empresa consolidada, en un mercado robusto, y donde el sector público ya ha jugado su rol al asegurar su sostenibilidad y crecimiento, se convierte en un importante fuente de recursos para superar los problemas de infraestructura del país, sin aumentar el endeudamiento (como se desarrolla más

¹ Cfr. “Infrastructure in Latin America.” World Bank Policy Research Working Paper No. 5317. Descargable en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1615308



adelante). Esto al permitir que los recursos que se obtengan por medio de la venta puedan ser destinados a aumentar de manera significativa el presupuesto destinado a infraestructura en el país.

Adicionalmente, la venta de ISAGEN permitirá hacer estas inversiones en infraestructura sin acudir a más emisiones de deuda para la Nación, generando un menor servicio de deuda y por ende ahorros en intereses de deuda de por lo menos \$300 mil millones de pesos cada año por los próximos 10 años (\$4.5 billones x 6.55% tasa colocación bono a 10 años).

De acuerdo con los estudios económicos realizados por el Departamento Nacional de Planeación y plasmados en el documento CONPES “*Proyectos viales bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas: Cuarta Generación de Concesiones viales*”, el crecimiento potencial de la economía por efecto de la mayor inversión en infraestructura, se elevaría de 4,6% que es el escenario previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, a una senda entre 5,0% y 5,3%, incluyendo los efectos en la productividad total de los factores debido a la reducción del tiempo de los recorridos por carretera y a la mayor disponibilidad de red vial que aumentará los flujos de comercio de bienes y servicios entre regiones y con el exterior.

La productividad total de los factores, con estas nuevas inversiones aumenta de 0,7% y 0,88% por año del escenario actual a 1,0% y 1,3% en el período 2019-2024 con las nuevas inversiones. Así mismo, la tasa de inversión de la economía pasará de niveles del 30% del PIB en el escenario actual a 32.7% y 32% del PIB en los años 2017 y 2018 cuando se presenta el mayor flujo de inversiones. Finalmente, se calcula que con estas nuevas inversiones el desempleo se podría reducir a niveles de 7,6%.

Finalmente, a continuación una serie de consideraciones adicionales que soportan la venta de ISAGEN (tanto a nivel de maximización de precio como la destinación de los recursos):

- **Condiciones del mercado óptimas y competencia:** Existe un gran interés por una pluralidad de inversionistas locales y extranjeros para entrar o expandirse en el mercado energético colombiano. La puja por el activo permitirá vender a un precio beneficioso para el Gobierno.
- **Maximización por entrada de Hidrosogamoso:** Dado que la construcción de Hidrosogamoso está en un estado avanzado, la incertidumbre que anteriormente existía está superada permitiendo que los potenciales compradores reconozcan todos los beneficios del proyecto de manera anticipada como si ya estuviera operando.
- **Nuevo know-how y beneficios para minoritarios:** Una de las exigencias para los potenciales compradores es que tengan amplia experiencia en el sector energético. Esta experiencia va a permitir que la compañía mejore los niveles de eficiencia y rentabilidad, lo que beneficiará a los demás accionistas, y a la vez le permitirá a ISAGEN adelantar sus planes de expansión con mayor flexibilidad.



- **Robustecimiento del mercado:** Tener un nuevo accionista, con experiencia para competir a la par con otras empresas de sector fortalece el sector de generación de energía y estimula la competencia, lo cual redundará en un mejor servicio para los usuarios.

2. ¿Cuál es la metodología sobre la cual valoraron el costo de venta de la empresa?

Los métodos de valoración utilizados por la banca de inversión contratada corresponden a métodos de valoración ampliamente reconocidos y aceptados a nivel nacional e internacional para la valoración de empresas del sector al que pertenece ISAGEN. En ese contexto, la Unión Temporal Credit Suisse – Inverlink (“UT”) realizó el ejercicio de valoración mediante tres metodologías, las cuales han sido reconocidas tanto a nivel nacional² e internacional:

- i) Flujo de caja libre operativo descontado;
- ii) Análisis de compañías comparables en bolsa;
- iii) Análisis de transacciones comparables.

En aras de atender de la mejor manera posible el requerimiento formulado, se describe el procedimiento de valoración adelantado:

- i. La UT aplicó 3 metodologías de valoración: (i) flujos de caja descontados, (ii) múltiplos de compañías listadas comparables, y (iii) múltiplos de transacciones comparables.
- ii. Para la metodología de flujos de caja descontados se tomaron las proyecciones financieras provistas por la administración de ISAGEN, se elaboró un modelo financiero con proyecciones que cubren el período 2013-2027, se estimó una tasa de descuento considerando las particularidades tanto de la compañía como del mercado donde opera y se reflejó, a través de un valor terminal, el hecho que se trata de un activo en marcha con una vida útil superior al periodo de proyección. De ahí se estimó el valor de compañía o valor de activo, y, posteriormente, se estimó el valor del patrimonio con el correspondiente valor por acción.
- iii. Los resultados anteriores se cotejaron con los múltiplos implícitos tanto de compañías listadas comparables en Chile, Colombia y Brasil (*‘market comps’*) como de transacciones comparables recientes en Chile, México, Colombia, Brasil y Perú (*‘transaction comps’*).
- iv. Para mayor claridad, en el caso de los *‘market comp’*, existen compañías de generación de energía que transan en diferentes bolsas en Latinoamérica. Con base en la información de mercado es posible inferir el valor de una compañía o valor de sus activos, el cual se divide, según sea el caso, por el valor del EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciations and Amortizations*, por sus siglas en inglés) o por la capacidad instalada medida en Kilovatios o Megavatios para un año

² La jurisprudencia del Consejo de Estado, SCA, Sección I, CP Camilo Arciniegas Andrade, Sentencia del seis (6) de julio de dos mil uno (2001), Radicado AP 123, ha validado la aplicación de estas metodologías para la valoración de empresas.



específico. Esto permite obtener los “múltiplos” implícitos con relación al EBITDA o con relación a la capacidad instalada, los cuales después son aplicados a las particularidades de ISAGEN, como método para estimar su valor. En otras palabras, y viéndolo de una manera simple, por ejemplo, se calcula a cuántas veces la utilidad equivale al valor al que se transa en bolsa y después se toma ese valor y se multiplica por la utilidad de ISAGEN para estimar su valor. Esta es la metodología de múltiplos de compañías listadas comparables.

- v. La metodología de transacciones comparables sigue una mecánica similar. Sólo que en este caso estima el valor implícito de compañía o valor de activo para transacciones privadas que hayan tenido lugar en Latinoamérica e involucrado activos predominantemente de generación eléctrica.
- vi. Con el resultado de las tres metodologías, la UT realizó una recomendación del rango de valor, la cual, dado que refleja las particularidades de ISAGEN, dio una mayor preponderancia a la metodología de flujos de caja descontados. Metodología que refleja, entre otros, la entrada a tiempo y en presupuesto del proyecto Hidrosogamoso, las mayores utilidades futuras asociadas a la entrada en línea de Hidrosogamoso y Amoyá, y, en general, la visión que la administración tiene sobre el desempeño operacional, comercial y financiero futuro de la compañía.
- vii. Dicha recomendación fue corroborada por una “*fairness opinion*” u opinión independiente de valor realizada por Valfinanzas, firma de banca de inversión colombiana con amplia experiencia en el sector eléctrico y extenso recorrido en procesos similares. Valfinanzas verificó la razonabilidad del ejercicio realizado al igual que del rango recomendado y avaló la valoración efectuada por la UT.

3. ¿Cuál ha sido el procedimiento legal que se ha utilizado para autorizar la venta de la empresa?

Sobre el particular, el proceso de enajenación de la participación accionaria que la Nación – Ministerio de Hacienda y Crédito Público posee en ISAGEN, se viene adelantando de conformidad con lo dispuesto por la Ley 226 de 1995³ y demás normas aplicables en el marco legal vigente.

³ El desarrollo del artículo 60 de la CP a través de la Ley 226 ha sido explicado por la Corte Constitucional en jurisprudencia reciente (Sentencia C-393 de 2012), en particular al estudiar si el numeral 9° del artículo 150 de la Constitución Política, relativo a las leyes que autorizan la enajenación de bienes nacionales, tendría por efecto la necesidad de contar con una específica autorización legislativa, cada vez que el Gobierno disponga enajenar su participación accionaria en alguna empresa. Al respecto dicha corporación manifestó lo siguiente:

*“Desde esta perspectiva, en lo que atañe a la posible enajenación de participaciones accionarias de propiedad de entidades estatales, operación que desde el punto de vista jurídico corresponde a un contrato de compraventa, considera la Corte que **la Ley 226 de 1995, expedida para dar desarrollo legal al mandato especialmente previsto en el artículo 60 del texto superior y de la cual hacen parte las normas aquí acusadas, constituye una autorización legislativa de carácter general para que las entidades interesadas (sea la Nación u otra de distinto nivel) puedan proceder a tal enajenación a través de los cauces y procedimientos previstos en esa misma ley, sin que para ello se requiera una autorización legislativa de carácter especial, como la prevista en el numeral 9° del artículo 150 constitucional.**”*



En cumplimiento de lo estipulado en la ley 226 de 1995, de forma previa a la expedición del Decreto 1609 de 2013, por medio del cual el Gobierno Nacional aprobó el programa de enajenación de la participación accionaria de la Nación – MHCP en ISAGÉN, se agotaron los siguientes procedimientos:

- i. Inclusión de ISAGEN en el plan de enajenación anual presentado al Congreso de la República (**Anexo I** - oficios remitidos al Congreso),
- ii. Contratación por el Fondo Financiero de Proyectos de Desarrollo (“FONADE”), de la valoración de ISAGEN con la UT en el marco del convenio celebrado por el Gobierno Nacional con FONADE,
- iii. Presentación y análisis del estudio técnico de valoración al MHCP, Ministerio de Minas y Energía, al Departamento Nacional de Planeación, al Comité de Aprovechamiento de Activos Públicos (creado en el marco del Convenio con FONADE); así como al Comité de Activos del Ministerio de Hacienda,
- iv. Presentación del programa de enajenación para el concepto favorable del Consejo de Ministros (**Anexo II** – constancia de sesión del Consejo de Ministros).
- v. Envío de copia del programa de enajenación a la Defensoría del Pueblo y de los borradores de los reglamentos (**Anexo III** - Oficio de envío).
- vi. Aprobación del programa de enajenación (**Anexo IV** - Decreto 1609 de 2013 en el que se encuentra plasmado dicho programa).

4. ¿Cuáles considera Ud. son las ventajas y desventajas de la venta de ISAGEN?

Para la Nación-MHCP la venta de ISAGEN es oportuna y beneficiosa, motivo por cual se tomó la decisión de enajenar su posición accionaria. Como se expone a continuación, la enajenación brinda una serie de beneficios y efectos favorables, tanto a nivel económico como social.

- i. **Liberación de recursos que están invertidos en la compañía y re direccionamiento de la inversión de la Nación:** El país tiene necesidades significativas de recursos en otros sectores como el de infraestructura, donde hay un mayor impacto social tanto a nivel de inversión como de retorno.
 - ii. **Condiciones del mercado óptimas y concurrencia:** Existe un gran interés por una pluralidad de inversionistas, públicos y privados, locales y extranjeros para entrar o expandirse en el mercado energético colombiano. La puja por el activo permitirá vender a un precio beneficioso para el Gobierno.
-



- iii. **Maximización por entrada de Hidrosogamoso:** Dado que la construcción de Hidrosogamoso está en un estado avanzado, la incertidumbre que anteriormente existía está superada, permitiendo que los potenciales compradores reconozcan todos los beneficios del proyecto de manera anticipada como si ya estuviera operando.
- iv. **Nuevo know-how y beneficios para minoritarios:** Una de las exigencias para los potenciales compradores es que tengan amplia experiencia en el sector energético. Esta experiencia va a permitir que la compañía mejore los niveles de eficiencia y rentabilidad, lo que beneficiará a los demás accionistas, y a la vez le permitirá a ISAGEN adelantar sus planes de expansión con mayor flexibilidad.
- v. **Robustecimiento del mercado:** Tener un nuevo accionista, público, privado o mixto, con experiencia para competir a la par con otras empresas fortalece el sector de generación de energía y estimula la competencia, lo cual redundará en un mejor servicio para los usuarios.
- vi. **Menor emisión de deuda para la Nación:** la venta de ISAGEN implica la posibilidad de inversión sin incurrir en emisiones adicionales de deuda para la Nación, generando menor servicio de deuda y por ende ahorro en los intereses de por lo menos \$300 mil millones de pesos cada año por los próximos 10 años (\$4.5 billones x 6.55% tasa colocación bono a 10 años).

Desventajas

Con relación a la pregunta sobre posibles desventajas, en el criterio de la Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se considera que no existen desventajas en la enajenación, y por el contrario, con base en lo expuesto, es un momento muy oportuno para la venta y la optimización de precio a recibir y direccionarlo eficientemente a otros sectores de la economía, en los términos expuestos.

5. *¿La venta de ISAGEN se encuentra incluida en el marco fiscal de mediano plazo?*

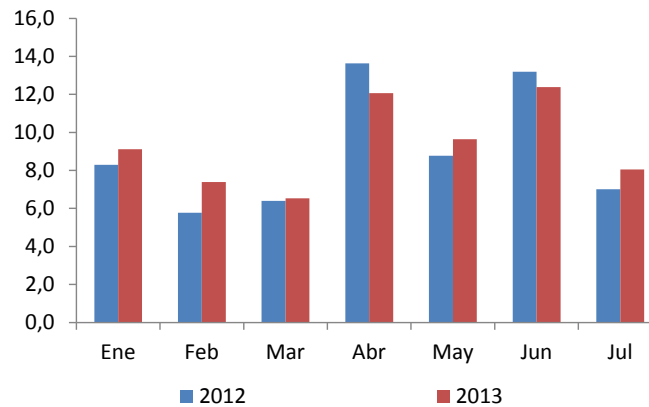
El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) establecido en la Ley de Responsabilidad Fiscal, Ley 819 de 2003, es el instrumento de planeación fiscal y financiera para el Gobierno Nacional Central. El documento establece la senda de balance fiscal consistente con la Ley de Regla Fiscal y con las proyecciones de ingresos en el mediano plazo (10 años).

En el Marco Fiscal de Mediano Plazo, radicado el pasado 14 de junio de 2013 ante el Congreso de la República, se contemplaron las diversas fuentes de financiamiento las cuales incluyen recursos provenientes de la colocación de deuda interna, desembolsos de deuda externa y otras fuentes de financiamiento, como la enajenación de activos de manera genérica.

6. ¿Cómo va el desempeño macroeconómico de la economía, especialmente los ingresos?"

En lo corrido del año a 31 de julio el recaudo tributario ascendió a \$65 billones, frente a un recaudo de \$63 billones obtenido en el mismo período del año anterior. Esto implica un crecimiento en los ingresos tributarios del 3,3%, comparado frente a un año como el 2012, que marcó récord en términos de recaudo.

La Gráfica 1 muestra cómo ha sido la evolución del recaudo tributario de la DIAN neto del pago con bonos y de las devoluciones en efectivo. Allí se observa que mes a mes el recaudo ha sido superior, con excepción de abril y junio, meses en los que los grandes contribuyentes presentan su declaración de renta y realizan el respectivo pago, y el cual está asociado al desempeño de la actividad económica durante 2011 y 2012, cuyo crecimiento fue del orden de 6,6% y 4,0% del PIB, respectivamente.



7. ¿Cuáles son los estados financieros de ISAGEN?"

En atención a su solicitud, se adjuntan los estados financieros de ISAGEN al 31 de diciembre de 2012. Igualmente, estos se encuentran disponibles para consulta en la siguiente dirección web:
(Anexo V – estados financieros)

http://www.isagen.com.co/comunicados/informe_estados_financieros.pdf

8. ¿Cuántos recursos le ha transferido ISAGEN al estado en los últimos 10 años?"

DIVIDENDOS PAGADOS A LA NACION

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
Inflación anual	-	-	5,4%	7,0%	5,5%	4,9%	4,5%	5,7%	7,7%	2,0%	3,2%	3,7%	2,4%	3,0%
Dividendos pagados a la Nación en corrientes	-	-		18.587	24.010	25.927	22.295	49.855	78.124	85.990	88.056	94.316	121.038	108.934
Dividendos pagados a la Nación en Constantes 2012	-	-	-	29.246	35.304	36.136	29.635	63.429	94.040	96.131	96.509	100.192	123.991	105.761

Fuente: ISAGEN. Cifras en millones de pesos.



9. ¿Cómo pretenden incluir los recursos al presupuesto general de la Nación, toda vez que no está en el presupuesto del 2014?

Con los recursos se conformará un Fondo de Infraestructura y su inclusión al Presupuesto General de la Nación, para poder ser ejecutados, se irá haciendo conforme se vayan desarrollando y estructurando proyectos de infraestructura.

10. ¿Cómo se valora dentro de la venta de ISAGEN la futura central Hidroeléctrica Hidrosogamoso?

La valoración que adelantó el Gobierno y la banca de inversión incluye a Hidrosogamoso como si estuviera operando. La valoración adelantada incluye el flujo de caja que generaría dicho proyecto una vez entre en operación, con lo cual el modelo recoge los ingresos y gastos que generará dicho proyecto para ISAGEN en los próximos años. Un inversionista potencial adelantará el mismo ejercicio y es común incluir dentro de los flujos de caja de la empresa la materialización del proyecto futuro que tiene toda la probabilidad de completarse en tiempo y en presupuesto.

Se tiene entonces que, la valoración de ISAGEN se basa principalmente en el método de valoración de flujo de caja libre descontado con el costo del equity. Para cada periodo de análisis, el flujo de caja libre generalmente se construye así:

Flujo de Caja Libre =

- (+) Generación Interna de Recursos (EBITDA)
- (-) Inversión en Capital de Trabajo
- (-) Inversión en Activos Fijos Productivos (CAPEX)
- (-) Pago de impuesto de renta asociado a la utilidad operativa

En términos generales se podría decir que el valor de una empresa es el valor presente de los flujos de caja proyectados al infinito. Sin embargo, dado que no es práctico estimar los flujos de caja al infinito, al realizar la valoración de una compañía se estiman los flujos de caja de ésta hasta que alcance un nivel de "crecimiento estable" y a partir de ese punto se estima el valor terminal o valor de continuidad para capturar el valor al final del periodo. Para la valoración de ISAGEN la proyección de los flujos de caja se hizo hasta el año 2027.

Ahora bien, para el análisis de inversión utilizando el flujo de caja libre es necesario utilizar el costo de oportunidad asociado al activo. Dado que, tanto conceptual como contablemente, el activo se financia con deuda y con capital de los socios, el costo de oportunidad asociado al flujo de caja libre debe reflejar el promedio del costo de ambos recursos. En efecto, dicho costo de oportunidad se denomina *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, el cual generalmente es una función de (i) el costo de la deuda de la inversión, (ii) el costo de equity, y (iii) la estructura financiera (deuda – equity) del activo. Dicho flujo corresponde a la caja disponible para el servicio de la deuda y la retribución del capital de los accionistas.



De conformidad con lo anterior, el método de flujo de caja libre permite reflejar el valor de la inversión de Hidrosogamoso y el retorno asociado a este proyecto. Este valor se corrobora con otras metodologías como transacciones comparables y compañías comparables. En el caso de compañías comparables, existen compañías de generación de energía que transan en diferentes bolsas en Latinoamérica. Con base en la información de mercado es posible inferir el valor de compañía o valor de activo de cada una de ellas, el cual se divide, según sea el caso, por el valor del EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciations and Amortizations*, por sus siglas en inglés). Esto permite obtener los “múltiplos” implícitos con relación al EBITDA o con relación capacidad instalada, los cuales después son aplicados a las particularidades de ISAGEN, como método para estimar su valor. En otras palabras, y viéndolo de una manera simple, por ejemplo, se calcula a cuántas veces la utilidad equivale el valor al que se transa en bolsa y después se toma ese valor y se multiplica por la utilidad de ISAGEN para estimar su valor.

La metodología de transacciones comparables sigue una mecánica similar. Sólo que en este caso estima el valor implícito de compañía o valor de activo para transacciones privadas que hayan tenido lugar en Latinoamérica e involucra activos predominantemente de generación eléctrica.

Con el fin de tener el múltiplo de la compañía y poderlo comparar con las metodologías de transacciones comparables y compañías comparables, se calcula un EBITDA implícito para el año 2015 (cuando ya Hidrosogamoso esté operando) y se divide el valor de la empresa (EV) por el EBITDA implícito, reflejando de esta forma el valor al que transaría ISAGEN una vez se tenga en operación el proyecto de Hidrosogamoso.
