

codensa

Bogotá D.C., 4 de noviembre de 2015

Señores
Helm Fiduciaria S.A.
Carrera 7 No. 27-18, Piso 19
La Ciudad

Atn. Dayra Ivonne Pomar Lozada
Representante Legal

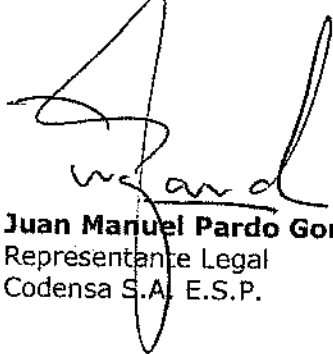
Apreciado Dra. Pomar,

Como es de su conocimiento, el pasado 31 de agosto de 2015 Codensa S.A. ESP (en adelante "Codensa" o la "Compañía" o la "Sociedad Absorbente") convocó a su Asamblea General de Accionistas con el fin de presentar para su aprobación el compromiso de fusión entre la sociedad Codensa, Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca S.A. E.S.P (en adelante "DECSA") y Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. (en adelante "EEC").

Teniendo en cuenta las disposiciones del artículo 6.4.1.1.42 del Decreto 2555 de 2010 así como las disposiciones del artículo 6.4.1.1.18 del mencionado Decreto, por medio de la presente nos permitimos remitir a ustedes el informe realizado por Codensa con el propósito de ilustrar de forma amplia y suficiente sobre el proyecto de fusión propuesto, con el fin de que éste sea sometido a consideración y presentado para aprobación de los Tenedores de Bonos de cada una de las emisiones vigentes de Codensa, y para las cuales Fiduciaria Helm S.A. actúa como Representante Legal de Tenedores.

Quedamos atentos a cualquier aclaración o solicitud adicional en relación con el documento que adjuntamos o con el proceso de solicitud de convocatoria a las Asambleas de Tenedores para estos propósitos.

Cordial saludo,



Juan Manuel Pardo Gomez
Representante Legal
Codensa S.A. E.S.P.

**Informe a los Tenedores
de los Bonos de Codensa S.A. E.S.P.
Proyecto de Fusión de Codensa, DECSA y EEC**

1. Emisiones Vigentes de Codensa S.A. E.S.P.

Al 30 de junio de 2015 Codensa cuenta con cinco emisiones de bonos vigentes, así:

- i. Segunda Emisión de Bonos de Codensa: El monto colocado de la emisión fue de seiscientos cincuenta mil millones de pesos (\$650.000.000.000) y el monto insoluto corresponde a trescientos noventa y un mil quinientos millones de pesos (\$391.500.000.000) con vencimiento final el 14 de marzo de 2017. La emisión se colocó en tres lotes así:
 - Primer lote colocado el 14 de marzo de 2007 por doscientos veinticinco mil ochocientos millones de pesos (\$225.800.000.000) en dos series: la A3 por un monto de setenta y ocho mil ochocientos millones de pesos (\$78.800.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2010, y la serie A10 por valor de ciento cuarenta y siete mil millones de pesos (\$147.000.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2017. Las dos series emitidas fueron referenciadas con el IPC.
 - Segundo lote colocado el 20 de junio de 2007 por trescientos cinco mil quinientos millones de pesos (\$305.500.000.000) en dos series: la A3 por valor de sesenta y un mil millones de pesos (\$61.000.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2010, y la serie A10 por doscientos cuarenta y cuatro mil quinientos millones de pesos (\$244.500.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2017. Ambas series emitidas con referencia al IPC.
 - Tercer lote colocado el 6 de diciembre de 2007 por ciento dieciocho mil setecientos millones de pesos (\$118.700.000.000) en dos series: la B3 por ochenta y cuatro mil novecientos ochenta millones de pesos (\$84.980.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2010, y la serie B5 por un monto de treinta y tres mil setecientos veinte millones de pesos (\$33.720.000.000) con vencimiento el 14 de marzo de 2012 ambas series referenciadas a la DTF.
- ii. Tercera Emisión de Bonos de Codensa: El monto colocado de la emisión fue de trescientos cincuenta mil millones de pesos (\$350.000.000.000) y el monto insoluto de la emisión corresponde a ochenta mil millones de pesos (\$80.000.000.000). La emisión se colocó en dos lotes con la misma fecha de emisión así:
 - Primer lote emitido y colocado el 11 de diciembre de 2008 por doscientos setenta mil millones de pesos (\$270.000.000.000) en tres series: la A5 por un monto de setenta y cinco mil quinientos millones de pesos (\$75.500.000.000) con vencimiento el 11 de diciembre de 2013 y referenciada al IPC y las series B2 por un total de ciento nueve mil millones de pesos (\$109.000.000.000) con vencimiento el 11 de diciembre de 2010 y B5 por ochenta y cinco mil quinientos millones de pesos (\$85.500.000.000) con vencimiento 11 de diciembre de 2010 referenciadas a la DTF.
 - Segundo lote emitido el 11 de diciembre de 2008 y colocado el 27 de marzo de 2009 por ochenta mil millones de pesos (\$80.000.000.000) en una única serie (A10) con vencimiento el 11 de diciembre de 2018 y con referencia al IPC.
- iii. Cuarta Emisión de Bonos de Codensa (Primer Tramo del Programa de Emisión y Colocación): El monto colocado de esta emisión fue de doscientos veinticinco mil

millones de pesos (\$225.000.000.000) y el monto insoluto corresponde a ciento cuarenta y cinco mil millones (\$145.000.000.000), emitidos y colocados en un único lote el 17 de febrero de 2010. Este lote fue colocado en dos series: la B3 por valor de ochenta mil millones de pesos (\$80.000.000.000) con vencimiento el 17 de febrero de 2013, devengando interés variable referenciado con la IPC, y la B6 por valor de ciento cuarenta y cinco mil millones de pesos (\$145.000.000.000) con vencimiento el 17 de febrero de 2016, devengando interés variable referenciado con el IPC.

iv. Quinta Emisión de Bonos de Codensa (Segundo Tramo del Programa de Emisión y Colocación): El monto colocado e insoluto del segundo tramo del Programa de Emisión y Colocación de Bonos de Codensa es de trescientos setenta y cinco mil millones de pesos (\$375.000.000.000), emitidos en dos lotes con única fecha de emisión el 15 de noviembre de 2013:

- Primer lote colocado en dos series: la B5 por valor de ciento sesenta y seis mil cuatrocientos millones (\$166.400.000.000) con vencimiento el 15 de noviembre de 2018 y devengando interés variable referenciado con la IPC, y la serie B12 por valor de ciento ocho mil seiscientos millones de pesos (\$108.600.000.000) con vencimiento el 15 de noviembre de 2025 e interés variable referenciado con el IPC.
- Segundo lote colocado en dos series el 18 de noviembre de 2013: la B5 por valor de quince mil doscientos sesenta millones de pesos (\$15.260.000.000) con vencimiento el 15 de noviembre de 2018 e interés variable referenciado con la IPC y la B12 por valor de ochenta y cuatro mil setecientos cuarenta millones (\$84.740.000.000) con vencimiento el 15 de noviembre de 2025 e interés variable referenciado con el IPC.

v. Sexta Emisión de Bonos de Codensa (Tercer Tramo del Programa de Emisión y Colocación): El monto colocado e insoluto del tercer tramo del Programa de Emisión y Colocación de Bonos de Codensa es de ciento ochenta y cinco mil millones de pesos (\$185.000.000.000), emitidos en un único lote con fecha de emisión del 25 de septiembre de 2014:

- Primer lote colocado en una series: la B7 por valor de ciento ochenta y cinco mil millones (\$185.000.000.000) con vencimiento el 25 de septiembre de 2021 y devengando interés variable referenciado con la IPC.

La totalidad de los bonos de Codensa han sido emitidos de forma desmaterializada, y por reglamento los tenedores no están habilitados para solicitar su materialización.

El siguiente cuadro presenta el resumen de las emisiones de bonos de Codensa vigentes a la fecha de este informe:

Emisión	Fecha de Emisión	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento	Plazo (Años)	Monto Vigente	Tasa Cupón
Segunda	14-mar-07	14-mar-07	14-mar-17	10	147.000	IPC + 5,30%
Segunda	14-mar-07	20-jun-07	14-mar-17	10	244.500	IPC + 5,30%
Tercera	11-dic-08	27-mar-09	11-dic-18	10	80.000	IPC + 5,55%
Cuarta (Programa Primer Tramo- Primer Lote)	17-feb-10	17-feb-10	17-feb-16	6	145.000	IPC + 3,92%

Quinta (Programa Segundo Tramo- Primer Lote)	15-nov-13	15-nov-13	15-nov-18	5	166.400	IPC + 3,92%
Quinta (Programa Segundo Tramo- Segundo Lote)	15-nov-13	18-nov-13	15-nov-18	5	15.260	IPC + 3,92%
Quinta (Programa Segundo Tramo- Primer Lote)	15-nov-13	15-nov-13	15-nov-25	12	108.600	IPC + 4,80%
Quinta (Programa Segundo Tramo- Segundo Lote)	15-nov-13	18-nov-13	15-nov-25	12	84.740	IPC + 4,80%
Sexta (Programa Tercer Tramo- Primer Lote)	25-sept-14	25-sept-14	25-sept-21	7	185.000	IPC + 3,53%

Monto Total **1.176.500**

2. Proyecto de Fusión de Codensa, DECSA y EEC

a. Descripción de la operación

La transacción propuesta consiste en una fusión por absorción de Codensa, DECSA y EEC (en adelante denominadas conjuntamente como "las Sociedades Intervinientes"), en virtud del cual Codensa absorberá a DECSA y EEC, por lo cual DECSA y EEC se disolverán sin liquidarse, pasando la totalidad de los activos y pasivos que integran sus patrimonios, en bloque, a la Sociedad Absorbente.

Producto de dicha fusión, las Sociedades Intervinientes no sólo unirán sus patrimonios sino que, también, agruparán sus actividades en una única compañía, siendo esta la Sociedad Absorbente.

La fusión se materializará una vez las Asambleas de Accionistas de las Sociedades Intervinientes aprueben la suscripción del Compromiso de Fusión en el cual se establece los detalles de la operación y se cuente con la aprobación por parte de la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia de Industria y Comercio, y de los Tenedores de Bonos de Codensa S.A. ESP.

b. Aspectos Jurídicos de la Operación

De conformidad con lo establecido en la Ley 155 de 1959, el Decreto 2153 de 1992, la Ley 1340 de 2009, el literal b de la sección 4 del capítulo segundo del título VII de la Circular Única de la Superintendencia de Industria y Comercio de la República de Colombia y las Resoluciones 82040 del 26 de diciembre de 2014 y 10930 del 11 de marzo de 2015, emitidas por esa misma autoridad, existe deber de obtener la autorización previa de esa Superintendencia para llevar a cabo la fusión pretendida, teniendo en cuenta que las Sociedades Intervinientes cumplen el criterio subjetivo, al

desempeñar estas la misma actividad económica, y el criterio objetivo, dado que las Sociedades Intervinientes registraron ingresos operacionales y activos superiores a 100.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes durante el año fiscal de 2014, y pese a que de conformidad con la declaratoria que figura inscrita en el registro mercantil de las Sociedades Absorbidas, éstas pertenecen a mismo grupo empresarial liderado por la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP, la Sociedad Absorbente pertenece a otro Grupo Empresarial liderado por la sociedad italiana Enel S.p.A., tal y como consta en su registro mercantil.

Así mismo, de conformidad con la Circular Básica Jurídica 003 del 22 de julio de 2015 expedida por la Superintendencia de Sociedades, la presente operación de reorganización empresarial, consistente en fusión por absorción, no se encuentra dentro del régimen general de autorización por encontrarse las Sociedades Intervinientes, o alguna de ellas en las siguientes circunstancias:

- DECSA, controlante de EEC, tiene registrado un crédito mercantil adquirido como producto de la compra de acciones, el cual a la fecha no se ha amortizado en su totalidad.
- Las Sociedades Intervinientes están vigiladas por la Superintendencia de Servicios Públicos, sin embargo por competencia residual le corresponda a la Superintendencia de Sociedades impartir la correspondiente autorización.
- El capital de la sociedad resultante de la fusión es inferior a la suma de los capitales de las sociedades fusionadas, y dicha disminución no corresponde a la eliminación de la inversión en la proporción en que CODENSA participa en el capital de DECSA y que ésta última tiene en EEC.
- CODENSA tiene obligaciones originadas en cinco (5) emisiones de bonos emitidos en el Mercado Público de Valores en Colombia.
- Tanto CODENSA como EEC tienen pasivos pensionales registrados en sus estados financieros.

Considerando que la Sociedad Absorbente tiene bonos en circulación, de conformidad con lo establecido en el artículo 6.4.1.1 42 del Decreto 2555 de 2010, durante la vigencia de la emisión la entidad emisora no podrá fusionarse a menos que lo autorice la Asamblea de Tenedores de Bonos, con la mayoría necesaria para aprobar la modificación de las condiciones del crédito. No obstante, dicha disposición prevé que el emisor lo puede hacer, sin la autorización de los mencionados tenedores, cuando previamente se les ofrezca una de las siguientes opciones: (i) el reembolso del crédito; (ii) que la sociedad absorbente remplace los bonos originales por otros, éstos con características idénticas y siempre y cuando las condiciones financieras de la sociedad absorbente sean similares o superen las de la sociedad emisora; o (iii) una garantía satisfactoria, a juicio de la Superintendencia Financiera. Conforme a lo anterior, para este proceso de fusión, obtenida la aprobación por parte de las Asambleas de Accionistas de las Sociedades Intervinientes, la fusión se someterá a la aprobación de la Asamblea de Tenedores de Bonos, para lo cual se dará cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 6.4.1.1.18 y 6.4.1.1.19 del mismo Decreto respecto a convocatoria y avisos, así como a lo dispuesto en el artículo 75 del Decreto 1026 de 1990 en lo que respecta al informe que se debe presentar ante la Asamblea de Tenedores de Bonos.

c. Descripción de las entidades a fusionar (Sociedades Intervinientes)

CODENSA S.A. ESP

Sociedad constituida y vigente de conformidad con las normas de la República de Colombia, empresa de servicios públicos de naturaleza privada, cuyo objeto social principal es la distribución y comercialización de energía eléctrica, constituida mediante Escritura Pública No. 4610 otorgada el 23 de octubre de 1997 en la Notaría 36 del

Círculo de Bogotá, inscrita en la Cámara de Comercio de Bogotá el 23 de octubre de 1997, bajo el número 607668 del libro IX, con N.I.T. 830.037.248-0, domiciliada en la ciudad de Bogotá.

Composición accionarial actual:

Accionista	Acciones Ordinarias	Porcentaje Ordinarias	Acciones Preferenciales	Porcentaje Preferenciales	Total Acciones	Porcentaje Total
EEB	48.025.920	43%	20.010.799	100%	68.036.719	52%
Enersis S.A. (Grupo Enel)	51.685.039	46%	-	0%	51.685.039	39%
Chillectra S.A. (Grupo Enel)	12.349.522	11%	-	0%	12.349.522	9%
Accionistas Minoritarios	21.994	0%	-	0%	21.994	0%
Total	112.082.475	100,00%	20.010.799	100,00%	132.093.274	100%

En cuanto a su balance y resultados, las principales cifras al 31 de julio de 2015 en MM COP son:

- Total Activos: 4.320.861
- Total Pasivos: 2.240.118
- Total Patrimonio: 2.280.742
- Ingresos Totales (enero a julio de 2015): 2.086.039
- Utilidad Neta (enero a junio de 2015): 280.710

EMPRESA DE ENERGÍA DE CUNDINAMARCA S.A. ESP:

Es una sociedad constituida y vigente de conformidad con las normas de la República de Colombia, empresa de servicios públicos de naturaleza mixta, cuyo objeto social principal es la generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica, constituida mediante Escritura Pública No. 972 otorgada el 13 de marzo de 1958 en la Notaría 3 del Círculo de Bogotá, inscrita en la Cámara de Comercio de Bogotá el 21 de marzo de 1958, bajo el número 26813 del libro respectivo bajo el nombre Electrificadora de Cundinamarca S.A., que posteriormente, mediante escritura pública No. 52 otorgada el 13 de enero de 1988 en la Notaría 11 del Círculo de Bogotá, inscrita en la Cámara de Comercio de Bogotá el 15 de enero de 1988, bajo el número 226.518 del libro IX, la sociedad cambió su nombre por el de Compañía de Electricidad y Gas de Cundinamarca S.A., que posteriormente, mediante escritura pública No. 1645 otorgada el 24 de marzo de 1994 en la Notaría 9 del Círculo de Bogotá, inscrita en la Cámara de Comercio de Bogotá el 29 de marzo de 1994, bajo el número 442318 del libro IX, la sociedad cambió su nombre por el de Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. Empresa de Servicios Públicos, con N.I.T. 860.007.638-0, domiciliada en la ciudad de Bogotá D.C.

Composición accionarial actual:

Accionista	Acciones Ordinarias	Porcentaje Ordinarias
Decsa S.A. ESP	3.268.886.843	82,34%
Departamento de Cundinamarca	522.169.789	13,15%
Departamento del Meta	97.026.645	2,44%

Accionistas Minoritarios	81.013.023	2,04%
Acciones Readquiridas	867.020	0,02%
Total	3.969.963.320	100,00%

En cuanto a su balance y resultados, las principales cifras al 31 de julio de 2015 en MM COP son:

- Total Activos: 625.588
- Total Pasivos: 325.922
- Total Patrimonio: 299.665
- Ingresos Totales (enero a julio de 2015): 197.475
- Utilidad Neta (enero a julio de 2015): 18.990

DISTRIBUIDORA DE ENERGÍA DE CUNDINAMARCA S.A. ESP (DECSA):

Es una sociedad constituida y vigente de conformidad con las normas de la República de Colombia, empresa de servicios públicos de naturaleza mixta, cuyo objeto social principal es la distribución y comercialización de energía eléctrica, constituida mediante Escritura Pública No. 1462 otorgada el 11 de febrero de 2009 en la Notaría 38 del Círculo de Bogotá, inscrita en la Cámara de Comercio de Bogotá el 12 de febrero de 2009, bajo el número 01274959 del libro IX, con N.I.T. 900.265.917-0 domiciliada en la ciudad de Bogotá D.C.

DECSA, es un vehículo de inversión a través del cual en 2009 la Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. ("EEB") y Codensa S.A. ESP adquirieron un 82% en la EEC mediante el proceso de enajenación que el Gobierno Nacional lanzó ese año sobre su participación en varias empresas electrificadoras regionales. Por lo anterior, DECSA no es una empresa operativa, y su único ingreso y activo material está representado por la inversión en EEC.

Composición accionarial actual:

Accionista	Acciones Ordinarias	Porcentaje Ordinarias
CODENSA S.A. ESP	108.502.500.000	51,00%
EEB S.A. ESP	104.247.499.996	48,99%
Inversora CODENSA	1	0,00000000089%
Transportadora de Gas Internacional (Grupo EEB)	2	0,00000000177%
EEB Gas S.A.S (Grupo EEB)	1	0,00000000089%
Total	112.750.000.000	100,00%

En cuanto a su balance y resultados, las principales cifras al 31 de julio de 2015 en MM COP son:

- Total Activos: 244.512
- Total Pasivos: 27
- Total Patrimonio: 244.485
- Ingresos Totales (enero a julio de 2015): 15.640
- Utilidad Neta (enero a julio de 2015): 15.578

d. Justificación de la modificación propuesta

Tanto la EEC como Codensa desarrollan las actividades de distribución y comercialización de energía eléctrica en más de 35 municipios del departamento de Cundinamarca, siendo necesario resaltar que Codensa incursiona en este mercado, también, en la ciudad de Bogotá D.C., por lo que observando los parámetros de articulación entre el Distrito y su entorno inmediato, la integración de actividades y de mercados permitirán la operación integrada y única el sistema eléctrico, lo cual redundaría en mejoras sustanciales para los clientes de la zona geográfica donde participan las empresas, permitiéndoles percibir beneficios relacionados con el uso eficiente de la infraestructura, una mayor calidad de servicio, mayor confiabilidad del sistema y mayores economías de escala que más adelante se reflejarían en la tarifa.

Vale la pena señalar que tanto CODENSA como EEC operan en los niveles de distribución y de comercialización de la cadena de valor del sector eléctrico en la zona regional de Cundinamarca. Dado que respecto a la distribución, a nivel económico las empresas operan con un costo fijo representado por las redes en sí mismas, y que por lo tanto son monopolios naturales para las que su concurrencia en una zona sólo supone que se dupliquen costos sin ninguna utilidad transferida a los consumidores finales, por lo que al traslaparse las redes de CODENSA y EEC en muchas zonas de la región de Cundinamarca, esto sólo supone una redundancia ineficiente de infraestructura.

Además, si las redes están unificadas bajo una misma empresa, pasando de ser dos a una sola, la infraestructura pasará a ser de más fácil manejo, con el aumento en la calidad del servicio que esto supondrá. En adición a lo anterior, se podrán gestionar las eventuales crisis que se presenten en el sistema (apagones, pérdidas, fallos de conexión, etc.) de manera más eficiente y diligente. Todo esto redundará, a todas luces, en una mejor calidad del servicio que el consumidor final podrá experimentar de manera notoria.

Entonces, desde el punto de vista del bienestar social, la operación propuesta supondrá para el eslabón de la distribución de electricidad menores costos de operación unidos a una mejor calidad de servicio. Por lo tanto, sólo queda concluir en este punto que la integración será beneficiosa para la sociedad colombiana en su conjunto.

Adicionalmente, la EEC requiere de endeudamiento financiero para atender sus necesidades de inversión y capital de trabajo, por lo que atendiendo su tamaño, su costo de fondos en la medida que se incrementa su apalancamiento, es potencialmente superior al de CODENSA, en tanto que ésta última es una compañía con un apalancamiento sustancialmente bajo, calificada en escala local AAA (Fitch Ratings), y cuenta con condiciones de acceso a financiación favorables y mayor capacidad de apalancamiento y flexibilidad financiera, condiciones que se mantendrían en la Sociedad Absorbente, tras la Fusión.

Por otra parte, en consideración al limitado flujo de caja de EEC, esta empresa tiene utilidades retenidas por los años 2010 al 2014, de \$123.709 millones, las cuales no han podido ser distribuidas como dividendos a favor de sus accionistas, reteniendo liquidez para estos, por ende, limitando la rentabilidad potencial de la inversión para sus accionistas, mientras que CODENSA se encuentra en capacidad de decretar anualmente dividendos por la totalidad de las utilidades producidas el año anterior, por lo que, como resultado de la Fusión, los accionistas de la EEC podrán percibir un retorno líquido de su inversión en caso de que decidan distribuir estas utilidades retenidas como dividendos.

Los accionistas de las Sociedades Intervinientes desean que la integración económica y jurídica de las empresas:

- i. Fortalezca su actividad técnica y comercial, y consideran que de esta forma se racionalizará la organización bajo la Sociedad Absorbente, resultando en un mejoramiento de la eficiencia administrativa, comercial, financiera y de la operación actual. Esto, debido a que la eficiencia en las actividades de distribución y comercialización de energía eléctrica es obtenida por medio de la optimización de los factores de producción y la instrumentación de economías de escala, que le permiten a las empresas intervinientes no solo aumentar la cobertura de redes, sino homogeneizar las situaciones de provisión de servicio, utilizando cada vez una menor cantidad de recursos, lo que permite maximizar los beneficios de la cobertura de redes eléctricas en un menor tiempo que los pronosticados con la estructura actual.
- ii. Viabilice todas las actividades tendientes a maximizar las sinergias técnicas, comerciales, administrativas y de otra índole que puedan derivarse de la integración societaria.
- iii. Que con la integración de los mercados se produzcan beneficios económicos y operativos para los clientes agregados de CODENSA y EEC. Lo anterior, toda vez que, por la generación de eficiencias económicas el bienestar del consumidor se ve maximizado, fundamentalmente relacionadas con la homogeneización de la tarifa para los usuarios de las compañías intervinientes en la operación, lo cual será viable con la fusión proyectada, y por lo tanto la actividad generará la posibilidad de distribuir y comercializar energía en mayores extensiones de territorio, alcanzando una mayor cantidad de usuarios y, por ende, beneficiando, cada vez a más consumidores con un servicio de mejor calidad y de menor precio, atendiendo a que por concentración de usuarios, el costo por kWh para los clientes de EEC, que hoy es superior al de CODENSA, sería homogéneo para toda la red.

Cabe resaltar también que las instituciones públicas inherentes al Distrito Capital y al departamento de Cundinamarca acordaron avanzar en torno al proceso de construcción de una "ciudad- región", en virtud del cual buscan promover el desarrollo integral, económico y social de la región a partir de la formulación de lineamientos de planificación, dentro de los cuales se planteó adoptar un Plan Maestro de Energía, que integre el modelo de planeación del Distrito Capital al Sistema de Planeación Regional, como soporte al proceso de desconcentración y desarrollo sostenible del territorio rural. Esto con el fin de avanzar a un modelo de ciudad región diversificado, con un centro especializado en servicios, reconociendo la interdependencia del sistema urbano y el territorio rural regional y de la construcción de la noción de hábitat en la región.

Así mismo, el Plan Maestro de Energía-PME definió la estructura del sistema requerida para la prestación del servicio desde la fuente de generación, hasta los sistemas de transmisión, transformación y distribución, de tal forma que se cumpla con las condiciones técnicas del suministro en todo el territorio urbano y de expansión, definiendo como objetivos de intervención en el sistema de energía eléctrica, la necesidad de garantizar la provisión del servicio mediante el aprovechamiento óptimo de la infraestructura existente y la extensión ordenada de las redes de distribución, en coordinación con los demás proyectos previstos en el POT.

e. Beneficios de la fusión de Codensa, DECSA y EEC

Administrativos:

- a) La operación de concentración económica permitirá flexibilizar la gestión administrativa, financiera y operativa de las sociedades intervinientes, logrando una operación integrada y más eficiente, lo que redundará en una estructura corporativa más sólida, efectiva y competitiva frente a los retos que se presentan en el sector energético.
- b) La fusión implicará la simplificación de la estructura societaria tanto para el Grupo Empresarial liderado por la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP, matriz de las Sociedades Absorbidas como para el Grupo Enel, liderado por Enel S.p.A, matriz de la Sociedad Absorbente, disminuyendo costos administrativos y de gestión, y racionalizando los procedimientos de control de la estructura corporativa actual.
- c) La operación generará una mayor eficiencia en el manejo administrativo de los negocios de la sociedad fusionada por la supresión de trámites, la simplificación del cumplimiento de las obligaciones tributarias, contables y formales o de reportes tales como las que deben cumplirse frente a la Superintendencia de Servicios, la Superintendencia de Sociedades, la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), la Cámara de Comercio de Bogotá, etc., y, en general, la simplificación de procedimientos, la armonización de políticas y la maximización de controles.

Beneficios Operativos o de mercado:

- a) Considerando que en el mercado de la distribución de energía eléctrica, la demanda es inelástica, tanto en el corto como en el mediano plazo, y tal situación conduce a que las empresas se esfuercen en buscar la competitividad y eficiencia económica y, por consiguiente, a ofrecer un servicio competitivo en términos de precio y calidad, la Fusión permitirá capturar mayores sinergias operativas y economías de escala que permitirían disminuir costos y por ende, mediante la utilización eficiente de recursos, generar inversiones que se reflejen en mejoras en la calidad del servicio.
- b) Los niveles de confiabilidad o calidad del sistema de aprovisionamiento de energía eléctrica en la región será objeto de mejoría con la operación de concentración, pues se generará una integración de red que permitirá ofrecer a los consumidores una infraestructura eléctrica unificada y potencializada, y realizar inversiones relevantes en los sistemas interconectados de transmisión de energía eléctrica que están compuestos por redes regionales o interregionales de transmisión, conformados a su turno por líneas y subestaciones con sus equipos asociados, que operan a tensiones menores de 220 kV y que no pertenecen a un sistema de distribución local.
- c) La fusión permitirá la integración de procesos comerciales, de gestión, de lectura de contadores, de facturación y de atención de incidencias que brindarán mejoría en la calidad y confiabilidad del servicio, generando de esa manera un beneficio para el consumidor de la región periférica, quien podrá verse beneficiado con, además de los sistemas de recaudo efectivo aplicados en el Distrito, productos nuevos para los actuales clientes de EEC, mediante

el acceso al portafolio de Productos y Servicios de Valor Agregado (PSVA) que actualmente maneja CODENSA para sus clientes.

- d) La operación integrada de los mercados de CODENSA y EEC, permitirá variar el componente de comercialización, plasmado en la fórmula de cálculo de la tarifa de energía para clientes regulados, principalmente al incluir una mayor base de usuarios. Esto generará la posibilidad de aplicar una tarifa unificada para la totalidad de los usuarios de la región, que a su turno reflejará una disminución significativa en la tarifa de usuarios de EEC. De acuerdo al ejercicio indicativo realizado a Junio de 2015, el costo unitario de la tarifa pasaría para los usuarios actuales de EEC de \$475.8 pesos por kWh a \$398.8 pesos por kWh, aproximadamente, lo que equivale a una reducción de \$76.92 pesos por kWh, mientras que se presentará un incremento inmaterial (de aproximadamente un 1.3%) para los usuarios de CODENSA, tras la integración de los mercados, que no supera la volatilidad de la tarifa calculada para los clientes de CODENSA durante el 2015.
- e) Desde el especial punto de vista de la comercialización de electricidad a los clientes del mercado regulado, también se observan efectos positivos derivados de la integración empresarial desde una óptica de las eficiencias económicas. Se puede señalar que la principal de ellas es que, en las municipalidades donde en la actualidad operan ambas firmas por separado, se facilitarán las relaciones con el consumidor final. En efecto, tras la operación proyectada, el consumidor final podrá hacer sus gestiones con la empresa de electricidad sin tener que estar pendiente de cuál es la que le suple el servicio, pues ya sólo habrá una empresa en el municipio. Este beneficio también es extensible a las alcaldías de dichas municipalidades, ya que en la actualidad éstas deben relacionarse con ambas empresas para, por ejemplo, gestionar el alumbrado público. Otra vez, tras la integración entre CODENSA y EEC, esas alcaldías sólo tendrían que gestionar el alumbrado público a través de una empresa integrada.

Beneficios Financieros

- a) La operación de concentración permitirá gestionar el riesgo patrimonial para los accionistas de EEC, de cara al estudio que se encuentra en curso por parte de la CREG para determinar la metodología de remuneración de la actividad de distribución de energía eléctrica en el Sistema Interconectado Nacional para el siguiente período tarifario, que tiene una vigencia de 5 años.
- b) Perfeccionada la Fusión, la Sociedad Absorbente tendrá la posibilidad de distribuir las utilidades retenidas en la EEC por indisponibilidad de flujo de caja, correspondientes a los años 2010 al 2014, lo cual beneficiará a todos los accionistas. La fusión incrementará el flujo futuro de dividendos a los accionistas de las Sociedades Intervinientes, en especial de la EEC, al tener la Sociedad Absorbente capacidad para girar anualmente el 100% de la utilidad neta producida, incrementadas en el valor de las sinergias.
- c) La operación traerá consigo la reducción del costo promedio de capital para los activos de EEC, gracias a un menor costo de la deuda de EEC, mejorando competitividad en evaluación de proyectos de inversión.
- d) La fusión generará una mayor capacidad financiera para atender las necesidades de inversión en la Sociedad fusionada, permitiéndole optimizar

los procesos de mejora y adecuación de redes, así como una mejor planeación de las inversiones requeridas para la operación

- e) La operación no afecta la calidad crediticia de Codensa, toda vez que se maximizan las sinergias y eficiencias a la inversión ya existente en DECSA y EEC.

f. Condiciones en las que se realizará la Fusión.

De conformidad con lo establecido en el numeral 1 del artículo 173 del Código de Comercio, la fusión proyectada se realizará bajo las siguientes condiciones:

- i. De conformidad con lo establecido en el artículo 172 del Código de Comercio, a partir de la fecha en que quede formalizado el Compromiso de Fusión mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública y su correspondiente inscripción en el Registro Mercantil, las Sociedades Absorbidas se entenderán disueltas sin liquidarse, para ser absorbidas por la Sociedad Absorbente, la cual adquirirá en bloque los derechos y obligaciones de aquella.
- ii. En desarrollo del Compromiso de Fusión, la Sociedad Absorbente adquirirá todos los activos y pasivos de las Sociedades Absorbidas, de manera que la primera se subrogará en todos los derechos de las otras dos radicándose además en cabeza de CODENSA toda la responsabilidad por el desarrollo de los negocios sociales en el futuro.
- iii. A partir de la fecha en que quede perfeccionada la Fusión, la existencia de las Sociedades Absorbidas cesará y en consecuencia pasarán a la Sociedad Absorbente todos sus derechos, privilegios, facultades y estará sujeta igualmente a sus restricciones, responsabilidades y obligaciones, entendiéndose que todos los bienes y activos y todos los créditos debidos a favor de las Sociedades Absorbidas pasarán a ser de propiedad de la Sociedad Absorbente sin que la Fusión limite, de manera alguna, todos los derechos de los acreedores, y todos los gravámenes de las propiedades de las Sociedades Absorbidas, los que continuarán sin variación y todas las deudas, pasivos y obligaciones de las mismas serán en adelante de la Sociedad Absorbente y podrán ser exigidos de ella en los mismos términos y condiciones de dichas deudas, pasivos y obligaciones que hubieran contraído o contratado.
- iv. Atendiendo la restricción establecida en el artículo 74 de la Ley 143 de 1994, según la cual *"las empresas que se constituyan con posterioridad a la vigencia de esta Ley con el objeto de prestar el servicio público de electricidad y que hagan parte del sistema interconectado nacional no podrá tener más de una de las actividades relacionadas con el mismo con excepción de la comercialización que puede realizarse en forma combinada con una de las actividades de generación y distribución"*, CODENSA como Sociedad absorbente, y que fue constituida con posterioridad a la Ley mencionada, no se encuentra habilitada legalmente para desarrollar actividades de la cadena de valor energética diferentes a la distribución y a la comercialización de energía, por lo que con el fin de dar cumplimiento a las disposiciones regulatorias aplicables, la Sociedad Absorbente no desarrollará actividades de generación, como tampoco operará el activo de generación que se encuentra en el patrimonio de la EEC, y se determinará la mejor forma jurídica para que una vez perfeccionada la Fusión, tal activo reciba el tratamiento jurídico más adecuado para dar cumplimiento

tanto a las normas regulatorias vigentes, como a las disposiciones de orden fiscal, garantizando el máximo respeto al interés de todos los accionistas y tomando en cuenta la participación de capital público que existe en todas las sociedades intervinientes.

- v. La Sociedad Absorbente, mantendrá su domicilio principal en Bogotá, D.C., y realizará los trámites necesarios para formalizar la calidad de accionista de los socios de las Sociedades Absorbidas en la Sociedad Absorbente, de acuerdo con la relación de intercambio de la Fusión.

g. Método de valoración utilizado para la fusión

Teniendo en cuenta las características de las Sociedades Intervinientes en la Fusión, se definió utilizar el método de valoración mediante el descuento a valor presente del flujo de caja libre se ajusta a sus necesidades, ya que permite calcular el valor de las Sociedades Intervinientes a través de la capacidad que tienen sus activos de generación de flujos de caja (Ingresos en efectivo, menos desembolsos por costo, gastos u otros conceptos en efectivo), calculándolos bajo supuestos razonables que permiten proyectar la generación de flujos por las sociedades intervinientes en un lapso de cinco (5) años con un valor terminal, tomando para efectos del descuento una tasa que refleje el riesgo del respectivo negocio, con corte a 31 de diciembre de 2014.

Adicionalmente, dicho método de valoración es un método admitido por la Superintendencia de Sociedades, autoridad frente a la que solicitará autorización previa para llevar a cabo la Fusión.

Se contrató a BBVA Valores Colombia S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante, "BBVA") para que efectuara un estudio de razonabilidad (*fairness opinion*) de las valoraciones de las tres compañías, garantizando con ello completa transparencia en el ejercicio de valoración de las Sociedades Intervinientes, las cuales fueron utilizadas en la determinación de la relación de intercambio, de forma tal que no se produjera como consecuencia de la fusión una mejora o desmejora patrimonial para ninguno de los accionistas.

Los resultados de los ejercicios de valoración y la relación de intercambio, fueron presentados en las Juntas Directivas de las sociedades del mes de septiembre de 2015, y serán presentados en la asamblea de accionistas de las sociedades como base para aprobación de la fusión.

Tras la fusión la composición accionarial de la sociedad fusionada, será la siguiente:

Accionistas	numero de acciones	% de participac final (después de redondeo)
EEB preferenciales	20.010.799,0000	14,98%
EEB	49.198.602,0000	36,78%
Enersis S.A. (Grupo Enel)	51.685.039,0000	38,64%
Chifectra S.A. (Grupo Enel)	12.349.522,0000	9,23%
Minoritarios CODENSA (60 accionistas)	21.994,0000	0,02%
Minoritarios DECSA (3 accionistas)	3,0000	0,00%
Departamento de Cundinamarca	357.878,0000	0,27%
Departamento del Meta	66.499,0000	0,05%
Otros accionistas minoritarios EEC (138)	55.596,0000	0,04%

accionistas)		
Requiridas	595,0000	0,00%
Total	133.746.527,0000	100,00%

Como se observa, la variación en las participaciones accionarias respecto a las existentes en Codensa previo a la fusión es inmaterial, manteniéndose el control por parte del Grupo Enel sobre la Sociedad Absorbente.

h. Efecto contable de la fusión

La fusión implica:

- La eliminación de las participaciones recíprocas entre Codensa, DECSA y EEC, eliminando el efecto contable de la inversión de Codensa en DECSA y de DECSA en EEC en el activo y el patrimonio de la Absorbente, a valor de mercado o "fair value". Lo anterior no tiene efecto alguno en la generación de flujos de la sociedad fusionada, afectando únicamente el resultado neto de la fusionada al momento de perfeccionar la fusión por la diferencia entre el Valor Contable al cual se tenga la inversión registrada en ese momento, vs el valor sobre el cual se efectúa la operación.
- La incorporación de la totalidad de los activos y pasivos de las Sociedades Absorbidas a Codensa. Como consecuencia de esto, se espera que el pasivo financiero de Codensa se incremente en aproximadamente \$125.000 millones de pesos, correspondiente al endeudamiento financiero previsto de EEC durante el 1er trimestre de 2016.

Considerando los aspectos contables anteriores, se concluye de cualquier forma que las condiciones financieras y crediticias de Codensa una vez perfeccionada y completada la fusión (previsto en el 1er trimestre de 2016), serán similares a las que ostentaba Codensa previo a la fusión, pues:

- En términos de nivel de apalancamiento, se prevé que la relación deuda/EBITDA al cierre de 2016 se mantenga en 1,1x x vs. el nivel de 1,1x que se prevé para Codensa sin fusión.
- En términos de capacidad de servicio de gasto financiero, se prevé que la relación EBITDA/Gasto Financiero al cierre de 2016 se mantenga en 11,57 x vs. el nivel de 12,66 x que se prevé para Codensa sin fusión.

3. Proyecciones de Codensa

A continuación se presentan las proyecciones de Codensa para los próximos 5 años, el modelo de proyecciones financieras de Codensa, producto de los planes de la gerencia y el comportamiento esperado del sector, considera los siguientes supuestos principales:

- i. La demanda de energía corresponde al escenario proyectado por la UPME para el periodo en estudio.
- ii. Los resultados financieros van a estar impactados por los siguientes supuestos de cambios en el ámbito regulatorio:
 - a. Durante el periodo 2015-2019 se espera la aplicación de la revisión de los cargos de distribución para Codensa durante el 2014 y 2015.

- b. Se espera una revisión del WACC para las revisiones tarifarias de 2015 y 2020, y actualizar los valores de las variables para llegar a un nuevo resultado.
- c. Según agenda regulatoria, se espera que el esquema de contratación MOR entre en operación con subastas parciales para los años 2015 y 2016.
- d. Se espera una ampliación de los límites del mercado regulado de acuerdo a lo propuesto en la Resolución CREG 179 de 2009.
- e. Perdas Reconocidas: para Codensa, se prevé la aplicación de la resolución CREG 111 de 2012 a partir de enero de 2013 para los índices de nivel de tensión 1. Una vez finalizada la vigencia de la resolución, se espera un reconocimiento de las pérdidas reales de cada año.

P&G

	Real 2014	POA-PM 2015	POA-PM 2016	POA-PM 2017	POA-PM 2018	POA-PM 2019
<i>millones de COP\$</i>						
Total Ingresos	3.443.998	3.634.803	3.753.106	3.993.239	4.265.951	4.546.712
Total Costos	-2.141.294	-2.263.849	-2.291.254	-2.395.047	-2.531.482	-2.725.506
Margen de Contribución	1.302.705	1.370.954	1.461.852	1.598.192	1.734.469	1.821.206
Gastos de Personal	-109.227	-124.214	-119.562	-125.242	-125.766	-131.562
Otros Gastos	-14.585	-13.173	-13.548	-13.950	-14.456	-14.768
Ebitda	1.178.894	1.233.567	1.328.741	1.459.000	1.594.247	1.674.876
Ingresos financieros	12.676	12.330	4.694	354	369	327
Gastos financieros	-105.973	-130.313	-152.357	-206.114	-243.634	-265.160
Resultados antes de Impuestos	824.882	866.871	912.534	994.831	1.078.001	1.123.969
Impuestos	-288.187	-346.088	-371.479	-419.982	-461.602	-384.706
Utilidad Neta	536.696	520.783	541.055	574.849	616.399	739.264

Balance General

	Real 2014	POA-PM 2015	POA-PM 2016	POA-PM 2017	POA-PM 2018	POA-PM 2019
<i>millones de COP\$</i>						
Efectivo e Inversiones	522.458	138.524	101.722	109.420	111.697	110.590
Propiedad, Planta y Equipo	3.303.459	3.472.158	3.809.597	4.269.109	4.650.074	5.040.171
Otros	791.242	919.800	941.179	943.146	960.468	983.729
Total Activos	4.617.159	4.530.482	4.852.498	5.321.674	5.722.239	6.134.490
Total Pasivos	2.733.059	2.277.676	2.579.421	3.014.804	3.373.818	3.663.204
Patrimonio	1.884.099	2.252.805	2.273.077	2.306.871	2.348.421	2.471.286
Total Pasivos + Patrimonio	4.617.159	4.530.482	4.852.498	5.321.674	5.722.239	6.134.490

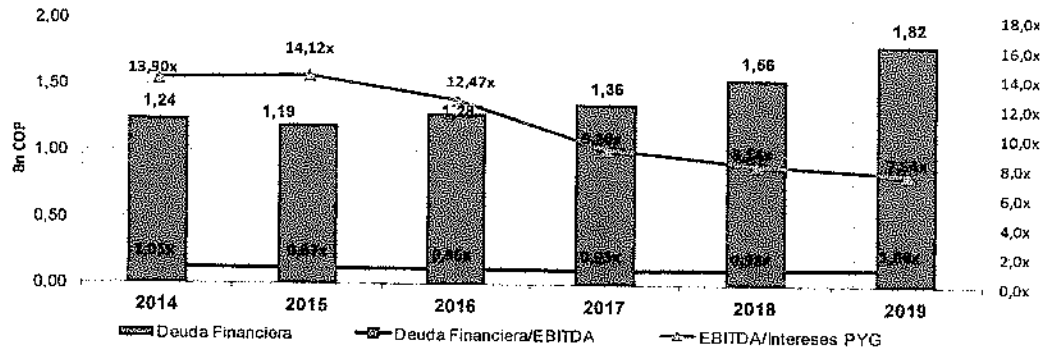
Flujos de Caja

	Real 2014	POA-PM 2015	POA-PM 2016	POA-PM 2017	POA-PM 2018	POA-PM 2019
<i>millones de COP\$</i>						
Caja Inicial	582.983	585.438	138.524	101.722	109.420	111.697
Ingresos por Venta	3.413.958	3.591.160	3.720.357	3.986.941	4.253.414	4.535.901
Egresos Operacionales	2.771.510	2.836.312	2.881.797	3.054.247	3.242.803	3.345.653
Flujo de Caja Bruto	642.449	754.848	838.560	932.694	1.010.611	1.190.249
Total Inversiones	-237.356	-506.912	-560.264	-727.963	-649.743	-669.028
Flujo de Caja para la Deuda	405.093	247.937	278.296	204.730	360.868	521.220
Ingresos Financieros	15.271	21.229	11.900	7.791	8.043	8.247
Gastos Financieros	-75.775	-87.648	-99.299	-154.050	-187.687	-216.431
Flujo de Caja para Accionista	344.589	181.518	190.898	58.472	181.224	313.036
Dividendos Pagados	-496.694	-553.973	-566.409	-535.987	-566.400	-606.011
Dividendos Recibidos	4.360	0	0	0	0	0
Ingresos/Gastos Extraordinarios	127.053	-74.459	38.709	40.213	41.453	41.868
Flujo de Caja después de Dividendos	-20.691	-446.914	-336.802	-437.302	-343.723	-251.107
Amortizaciones Deuda	-241.000	0	-498.000	-391.500	-261.660	0
Toma de Financiamiento	375.000	0	798.000	836.500	607.660	250.000
Superavit/Deficit	113.309	-446.914	-36.802	7.698	2.277	-1.107
Caja Final	696.292	138.524	101.722	109.420	111.697	110.590

Ratios Financieros

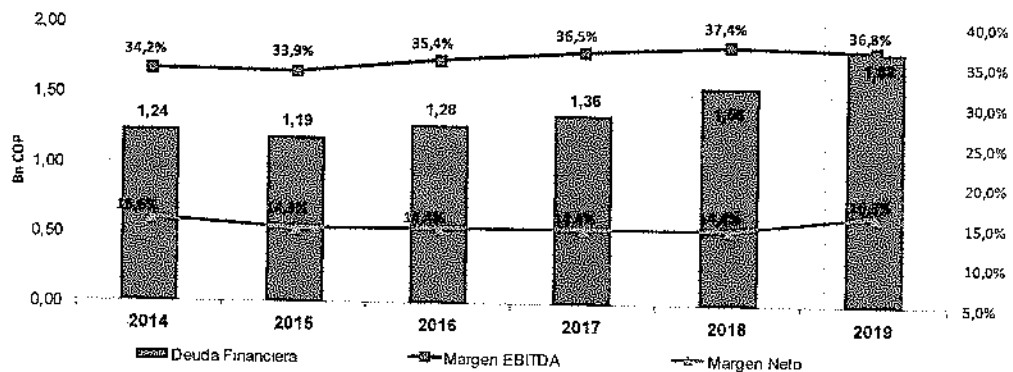
	Real 2014	POA-PM 2015	POA-PM 2016	POA-PM 2017	POA-PM 2018	POA-PM 2019
Deuda Financiera/EBITDA	1,05x	0,97x	0,96x	0,93x	0,98x	1,08x
EBITDA/Intereses PYG	13,90x	14,12x	12,47x	9,20x	8,14x	7,54x
EBITDA/Intereses Caja	15,56x	14,07x	13,38x	9,47x	8,49x	7,74x
Deuda Financiera/Patrimonio	65,9%	52,9%	56,4%	58,8%	66,3%	73,5%
Deuda Financiera/Activo	26,9%	26,3%	26,4%	25,5%	27,2%	29,6%
Margen EBITDA	34,2%	33,9%	35,4%	36,5%	37,4%	36,8%
Margen Neto	15,6%	14,3%	14,4%	14,4%	14,4%	16,3%

Deuda Financiera/ EBITDA y EBITDA/ Intereses PYG



De acuerdo al informe de calificación de Fitch Ratings Colombia S.C.V. del 31 de agosto de 2015 por medio del cual se ratificó en AAA la calificación nacional de largo plazo de Codensa, de la Segunda y Tercera Emisión de Bonos y del Programa de Bonos Ordinarios, la perspectiva estable asignada a la calificación contempla que el escenario de apalancamiento del mediano plazo de Codensa esté entre 1,0x y 1,5x, indicador sólido para la categoría de la calificación. Igualmente, la calificadora menciona en el informe que una acción negativa sobre la calificación de Codensa podría presentarse si hay una modificación importante en la estructura de capital que llevase a la compañía a presentar una relación sostenida de deuda financiera/EBITDA de entre 3,0x y 3,5x.

Deuda Financiera, margen neto y margen EBITDA



De acuerdo a las proyecciones, Codensa mantendrá un margen de EBITDA promedio del 36,0% y un margen neto promedio de 14,8% durante los cinco años de las proyecciones analizadas.

Los indicadores crediticios proyectados de la compañía evidencian que Codensa es lo suficientemente sólida para atender cómodamente y de manera oportuna el servicio de su deuda, toda vez que la razón de Deuda Financiera a EBITDA no supera durante la proyección el nivel de 1,08x y la cobertura de EBITDA a intereses siempre se encuentra en niveles superiores a 7x.

4. Proyecciones de Codensa Fusionada

**BALANCE PROYECTADO SOCIEDAD ABSORBENTE
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO FUSIÓN EEC - DECSA - CODENSA
Julio 2015 (En Millones de pesos Col.)**

	RESULTANTE
	EEC/DECSA/CODENSA
ACTIVOS	
ACTIVOS CORRIENTES	
Efectivo y equivalentes al efectivo	219.877
Otros activos financieros y no financieros corrientes	102.020
Cuentas Ciales por cobrar y otras CXC ctes (Terceros)	447.050
Inventarios	36.175
Activos por impuestos corrientes	14.127
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	819.250
ACTIVOS NO CORRIENTES	
Otros activos financieros y no financieros no corriente	9.658
Cuentas Ciales por cobrar y otras CXC no ctes (Terceros)	54.483
Inversiones en Compañías Asociadas y Controladas	8
Activos intangibles	68.760
Propiedades, planta y equipo	3.719.157
Activos por impuestos diferidos	55.732
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	3.907.798
TOTAL DE ACTIVOS	4.727.048
PASIVOS CORRIENTES	
Otros pasivos financieros corrientes	163.991
Cuentas Ciales y otras CXP ctes (Terceros y relaciona)	775.323
Otras provisiones corrientes	29.511
Pasivos por impuestos corrientes	28.321
Provisiones por beneficios a los empleados corrientes	38.527
Otros pasivos no financieros corrientes	33.159
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	1.068.831
PASIVOS NO CORRIENTES	
Otros pasivos financieros no corrientes	1.147.193
Cuentas Ciales y otras CXP ctes (Terceros y relaciona)	0
Otras provisiones no corrientes	16.220
Provisiones por beneficios a los empleados no corrientes	265.043
Pasivo por impuesto Diferido	71.644
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	1.500.100
TOTAL PASIVOS	2.568.931
PATRIMONIO	
Capital emitido	13.375
Primas de emisión	13.329
Ganancias Acumuladas	1.616.222
Resultado del Ejercicio	266.638
Otras reservas	248.553
PATRIMONIO TOTAL	2.158.117
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	4.727.048

5. Análisis Crediticio por parte de Fitch Ratings

El informe de Fitch Ratings Colombia S.C.V. de fecha 24 de septiembre de 2015 concluyó que "la fusión contemplada entre Codensa S.A, la Distribuidora Eléctrica de Cundinamarca S.A. E.S.P. (DECSA) y Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. E.S.P. (EEC), en la cual Codensa actuaría como sociedad absorbente, sería positiva para EEC y neutral para el perfil crediticio de Codensa. La calificación nacional de largo plazo actual de EEC es 'AA+(col)' con perspectiva estable y la de corto plazo 'F1+(col)', mientras

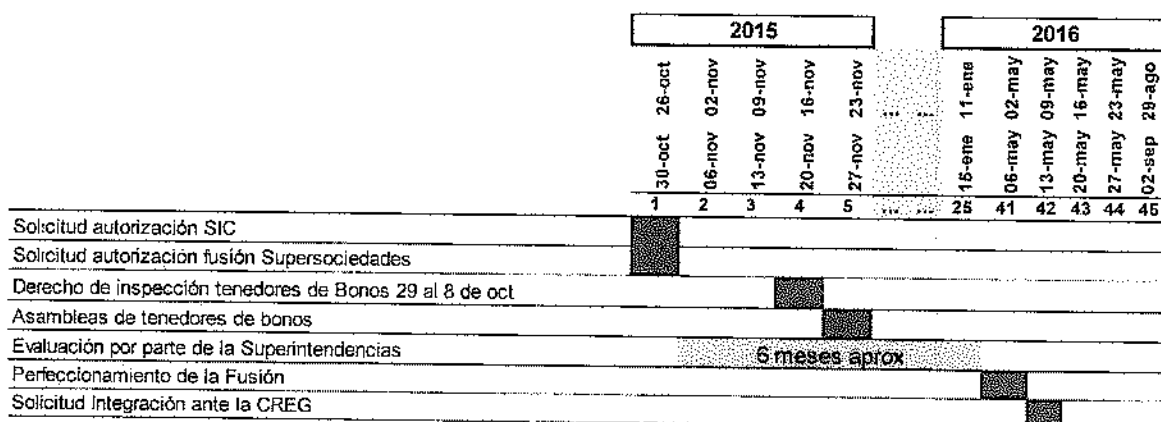
que Codensa mantiene una calificación de 'AAA(col)' con perspectiva estable y 'F1+(col)'."

Según Fitch Ratings, "si la transacción es finalizada en los términos planteados, no se espera que Codensa requiera aportar fondos para adelantar esta transacción. Adicionalmente, Fitch anticipa que las métricas crediticias de la entidad fusionada permanecerán sólidas al finalizar este proceso.

Luego de completarse la fusión, la entidad resultante se beneficiaría de la integración de una base de aproximadamente 2,8 millones de clientes de Codensa y unos 280.000 clientes de EEC, localizados en zonas contiguas a la zona de cobertura actual de Codensa. EEC reportó un EBITDA de COP 51.798 millones y deuda financiera de COP 89.652 millones al cierre de 2014. En términos proforma, el apalancamiento resultante de Codensa se mantendría cercano a 1,1x, considerado como sólido dentro de su categoría de calificación."

6. Pasos a Seguir Proceso de Fusión DUO

A continuación se detallan los principales pasos a seguir del Proyecto DUO:



Las fechas detalladas dentro del cronograma son tentativas teniendo en cuenta que su cumplimiento dependerá de las aprobaciones de las estancias mencionadas.

7. Decisiones de las Asambleas de Accionistas

El día jueves 8 de octubre de 2015 la Asamblea General de Accionistas de Codensa S.A. ESP, en sesión extraordinaria, aprobó los siguientes puntos:

1. La fusión por absorción entre Codensa S.A. ESP (Sociedad Absorbente), Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. ESP y Distribuidora de Energía de Cundinamarca S.A. ESP (Sociedades Absorbidas), en adelante la "Operación".

2. El Compromiso de Fusión, los Estados Financieros de Propósito Especial No Consolidados con corte al 31 de julio de 2015.

3. Otorgar al Representante Legal de la Compañía o a quien éste designe, facultades para suscribir todos los documentos y adelantar todos los trámites y gestiones que sean requeridos o necesarios con el fin de llevar a cabo la Operación.

El mismo jueves 8 de octubre de 2015 las Asambleas Generales de Accionistas de DECSA y EEC aprobaron la fusión por absorción entre Codensa S.A. ESP (Sociedad Absorbente), Empresa de Energía de Cundinamarca S.A. ESP y Distribuidora de Energía De Cundinamarca S.A. ESP (Sociedades Absorbidas), en adelante la "Operación".

8. Efectos para los Tenedores de Bonos de Codensa

Producto de la fusión entre Codensa, DECSA y la EEC; Codensa, en su calidad de sociedad absorbente, asumirá las obligaciones financieras existentes de EEC, que al corte del 31-jul-2015 ascienden a \$114.279 millones y presentan las siguientes condiciones:

Entidad	Monto	Tasa	Vencimiento
Bogotá	\$ 36.747.187	2.34% EA	Marzo de 2019
AV Villas	18.750.000	2.13% EA	Marzo de 2019
Popular	10.000.000	2.13% EA	Julio de 2019
Popular	20.000.000	2.13% EA	Diciembre de 2019
BBVA	4.382.820	0,75% EA	Enero de 2020
BBVA	4.009.796	0,75% EA	Febrero de 2020
BBVA	2.202.808	0,75% EA	Marzo de 2020
BBVA	7.688.920	0,75% EA	Abril de 2020
BBVA	5.336.800	0,75% EA	Mayo de 2020
BBVA	<u>5.160.217</u>	0,75% EA	Junio de 2020
	<u>\$ 114.278.548</u>		

El anterior endeudamiento, representa un incremento del 9,7% en el endeudamiento financiero de Codensa.

Como se observa, las condiciones de este endeudamiento no resultan onerosas para Codensa, sino que por el contrario, representan un costo financiero bajo por tratarse de créditos de fomento.

Cabe aclarar que a 31 de julio de 2015, DECSA no contaba con endeudamiento financiero alguno y por lo mismo no se incluye información a éste respecto.

Por otra parte, Codensa sumará a su generación de EBITDA y de flujo de caja los aportes producidos por los activos de la EEC que serán absorbidos, situación que mitigará la asunción del endeudamiento anteriormente mencionado. De acuerdo con la proyección de consolidación de estado de resultados, presentada con base en el estado de resultados auditados de enero a julio de 2015 de las compañías intervinientes, el EBITDA de Codensa se incrementaría en un 6,2%, producto de la fusión.

Como lo evidencia el indicador de Deuda/EBITDA, actualmente Codensa cuenta con un bajo nivel de apalancamiento, el cual, según las cifras auditadas a julio de 2015 era de 0,97x (calculado con el saldo de deuda al 31-jul-2015 y la anualización proforma del EBITDA auditado de enero a julio de 2015). Tras la fusión, el ejercicio proforma al 31-jul-2015 indica que ese indicador se ubicaría en 1,01x, por lo que se hace evidente que

el deterioro en el indicador es inmaterial, y que el apalancamiento de la Codensa fusionada se mantendría en niveles notablemente bajos, como se ilustra en la siguiente información:

<i>Millones de COP</i>	EBITDA ene-jul 2015	EBITDA proforma 12M 2015	Saldo de Deuda al 31-jul-2015	Deuda / EBITDA proforma
Codensa	701.384	1.202.373	1.176.500	0,98x
EEC	43.703	74.919	114.279	1,53x
Codensa Fusionada	744.981	1.277.110	1.290.779	1,01x

Por lo anterior, tras la fusión Codensa mantendrá una capacidad financiera holgada para atender oportunamente y a cabalidad el cumplimiento de sus obligaciones financieras representadas en los bonos en circulación de Codensa, teniendo en cuenta que la entidad fusionada mantendrá una calidad crediticia conservadora, lo cual se encuentra evidenciado en su calificación crediticia, la cual seguirá siendo AAA con perspectiva estable, conforme al pronunciamiento de Fitch sobre la operación lo que demuestra que no existirá ningún deterioro ni afectación de las garantías que hoy ostentan los tenedores de bonos, como consecuencia de la fusión.

9. Recomendación y Conclusión de Aprobación del Proyecto de Fusión

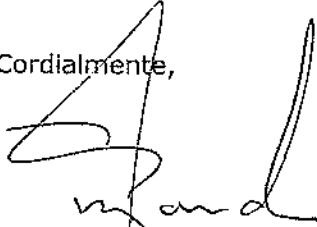
Codensa considera favorable la fusión entre Codensa, DECSA y EEC por las siguientes razones:

- i. Beneficios administrativos, que incluyen: *i)* la flexibilización de la gestión administrativa, financiera y operativa de las sociedades intervinientes, logrando una operación integrada y más eficiente, *ii)* la simplificación de la estructura societaria tanto para el Grupo Empresarial, liderado por la Empresa de Energía de Bogotá S.A. ESP como para el Grupo Enel, y *iii)* mayor eficiencia en el manejo administrativo de los negocios de la sociedad fusionada (supresión de trámites, simplificación del cumplimiento de obligaciones tributarias, contables y de reporte, maximización de controles, etc.)
- ii. Beneficios operativos o de mercado, que incluyen: *i)* captura de mayores sinergias operativas y economías de escala para disminuir costos y generar inversiones que se reflejen en la calidad del servicio, *ii)* mejora en los niveles de confiabilidad o calidad del sistema de aprovisionamiento de energía eléctrica en la región al ofrecer una infraestructura eléctrica unificada y potencializada, *iii)* integración de procesos comerciales, de gestión, de lectura de contadores, de facturación y de atención de incidencias que mejorarán la calidad y confiabilidad del servicio, *iv)* aplicación de una tarifa unificada para la totalidad de los usuarios de la región y disminución de la tarifa para los usuarios de EEC, y *v)* facilitar la gestión de las relaciones con el consumidor final en la zona de influencia de la empresa integrada.
- iii. Beneficios financieros, que incluyen: *i)* la gestión del riesgo patrimonial de los accionistas de la EEC, de cara al estudio que se encuentra en curso por parte de la CREG para determinar la remuneración de la actividad de distribución de energía eléctrica, *ii)* posibilidad de distribución de utilidades retenidas en la EEC, *iii)* reducción del costo promedio de capital para los activos de EEC, gracias a un menor costo de la deuda de EEC, *iv)* mayor capacidad financiera para atender

necesidades de inversión en la Sociedad Fusionada, y v) no afectación de la calidad crediticia de Codensa, al maximizar sinergias y eficiencias de la inversión ya existente en DECSA y EEC.

Este informe se presenta a consideración de Helm Fiduciaria S.A. a los 4 días del mes de noviembre de 2015.

Cordialmente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. Pardo', written over a horizontal line.

Juan Manuel Pardo Gomez
Representante Legal
Codensa S.A. ESP.